

BULLETIN DE DOCUMENTATION

**ANALYSE ÉCONOMIQUE DU MARCHÉ RÉSIDENTIEL BELGE DANS  
UNE PERSPECTIVE EUROPÉENNE**

**DELPHINE DIDDEREN**

*Conseiller des Finances stagiaire*

**Rapport de stage**

**Mars 2007**

*Je tiens à remercier Monsieur Maurice Weber, Conseiller général des Finances et maître de stage, pour le temps qu'il m'a consacré, sa lecture attentive et ses conseils judicieux.*

*Mes remerciements s'adressent également à Madame Béatrice Delatte pour ses remarques pertinentes, ainsi qu'à toutes les personnes qui ont eu la gentillesse de répondre à mes questions.*

## **TABLE DES MATIERES**

<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>174</b>
<b>1 LES DEVELOPPEMENTS DES MARCHES RESIDENTIELS BELGE ET EUROPEEN.....</b>	<b>177</b>
1.1 L'EVOLUTION DES MARCHES DU LOGEMENT EUROPEENS.....	177
1.1.1 <i>Remarques méthodologiques.....</i>	<i>177</i>
1.1.2 <i>L'évolution récente des prix immobiliers.....</i>	<i>180</i>
1.1.3 <i>Le fonctionnement cyclique du marché de l'immobilier.....</i>	<i>183</i>
1.1.4 <i>Une hausse des prix à relativiser mais néanmoins inéдите.....</i>	<i>185</i>
1.2 ANALYSE DE L'EVOLUTION DU MARCHÉ RESIDENTIEL BELGE.....	188
1.2.1 <i>Le mouvement des prix dans un contexte européen.....</i>	<i>188</i>
1.2.2 <i>L'évolution des prix dans une perspective historique....</i>	<i>189</i>
1.2.3 <i>L'évolution du marché résidentiel en 2005 et 2006.....</i>	<i>192</i>
a Une année remarquable.....	192
b La controverse sur la dynamique des prix sur le marché bruxellois.....	195
c Le mouvement des prix en 2006.....	197
1.2.4 <i>Description détaillée de la hausse des prix en Belgique.....</i>	<i>197</i>
a L'évolution selon les types de biens immobiliers.....	197
b L'évolution géographique.....	201
1.2.5 <i>Les indicateurs de l'activité de l'immobilier résidentiel.....</i>	<i>205</i>
<b>2 SUREVALUATION DES PRIX OU EVOLUTION JUSTIFIEE PAR LES FONDAMENTAUX ?.....</b>	<b>209</b>
2.1 ANALYSE DES VARIABLES ECONOMIQUES.....	210
2.1.1 <i>Le revenu disponible des ménages.....</i>	<i>211</i>
2.1.2 <i>Les modifications démographiques.....</i>	<i>212</i>
2.1.3 <i>Les facteurs financiers.....</i>	<i>214</i>
a Le mouvement des taux d'intérêt hypothécaires.....	214
b Le marché du crédit hypothécaire.....	217
* Un accès plus aisé au crédit.....	217
* Un choix plus vaste de produits hypothécaires....	220
2.1.4 <i>Les mesures gouvernementales.....</i>	<i>220</i>
2.1.5 <i>La demande étrangère.....</i>	<i>221</i>
2.1.6 <i>L'offre de logements.....</i>	<i>222</i>
a Analyse des paramètres influençant l'offre de logements.....	222
b Des situations différenciées selon les pays.....	223
c Les mesures de la réaction de l'offre dans les pays européens.....	224

2.1.7	<i>‘Bilan’ de l’approche macroéconomique et modèles économiques.....</i>	225
2.2	LES INDICATEURS DE LA SOUTENABILITE DES PRIX.....	226
2.2.1	<i>Les ratios mesurant l’accessibilité financière au logement.....</i>	226
2.2.2	<i>La différence entre le coût d’un loyer et l’acquisition d’un bien immobilier.....</i>	229
2.2.3	<i>Le ratio entre le coût du logement existant et du logement neuf.....</i>	233
2.2.4	<i>Bilan de l’analyse des indicateurs.....</i>	236
2.3	L’IMMOBILIER EN TANT QU’ACTIF.....	236
2.3.1	<i>Les principes de l’approche financière.....</i>	238
2.3.2	<i>L’évaluation du rendement immobilier.....</i>	239
2.3.3	<i>Remarques méthodologiques.....</i>	240
2.3.4	<i>Une estimation du taux de rendement immobilier en Belgique.....</i>	241
2.4	L’EVALUATION DU NIVEAU DES PRIX.....	242
<b>3</b>	<b>LE MARCHE DU CREDIT HYPOTHECAIRE .....</b>	<b>243</b>
3.1	LES EVOLUTIONS DU MARCHE DU CREDIT HYPOTHECAIRE BELGE.....	243
3.1.1	<i>Les nouveaux produits hypothécaires.....</i>	243
3.1.2	<i>L’évolution du comportement des emprunteurs.....</i>	245
3.1.3	<i>La croissance du crédit et de l’endettement.....</i>	250
a	<i>L’augmentation du crédit.....</i>	250
b	<i>L’endettement des ménages.....</i>	252
3.1.4	<i>La modification de comportement des banques.....</i>	258
3.2	LES SPECIFICITES DES MARCHES HYPOTHECAIRES NATIONAUX.....	259
3.2.1	<i>Les caractéristiques des emprunts hypothécaires.....</i>	260
a	<i>La notion de prêt hypothécaire.....</i>	260
b	<i>La gamme de produits disponibles.....</i>	260
c	<i>Les contrats “types”.....</i>	261
*	<i>Les quotités de financement.....</i>	261
*	<i>La maturité des contrats.....</i>	261
*	<i>Le type de taux.....</i>	262
d	<i>L’encadrement des taux variables en Belgique.....</i>	262
3.2.2	<i>L’accès au crédit.....</i>	264
3.2.3	<i>Les coûts de refinancement.....</i>	266
3.2.4	<i>La protection des emprunteurs.....</i>	267
3.2.5	<i>Le système bancaire et le mode de financement des banques.....</i>	269
3.2.6	<i>L’extraction hypothécaire.....</i>	270
3.2.7	<i>Les tentatives de classification selon les pays.....</i>	274
<b>4</b>	<b>LES POLITIQUES FAVORISANT L’ACCES AU LOGEMENT .....</b>	<b>276</b>
4.1	LA FISCALITE IMMOBILIERE AU NIVEAU FEDERAL.....	277
4.1.1	<i>Les avantages fiscaux liés à l’acquisition d’un logement.....</i>	277

	a	Le système applicable aux emprunts contractés avant le 1er janvier 2005 .....	277
	b	La déduction pour habitation propre et unique .....	278
	c	L'arbitrage entre les marchés primaire et secondaire .....	280
4.1.2		<i>La détention d'un bien immobilier</i> .....	281
4.1.3		<i>Les plus-values sur la vente d'un bien immobilier</i> .....	283
4.1.4		<i>L'accent sur le logement à usage propre</i> .....	284
4.2		LES INTERVENTIONS REGIONALES .....	284
4.2.1		<i>Les différentes formes de coûts de transaction</i> .....	284
4.2.2		<i>Les réductions de coût de transaction</i> .....	285
	a	La Région flamande .....	286
	b	La Région de Bruxelles-Capitale .....	287
	c	La Région wallonne .....	287
	d	Les coûts de transaction dans une perspective européenne .....	288
4.2.3		<i>Les aides à l'acquisition d'un logement</i> .....	288
	a	Les prêts à conditions préférentielles .....	289
		* La Région flamande .....	289
		* La Région de Bruxelles-Capitale .....	291
		* La Région wallonne .....	293
	b	Les assurances contre la perte de revenus .....	296
		* La Région flamande .....	296
		* La Région wallonne .....	297
	c	Les aides à l'acquisition et à la construction d'un logement .....	297
4.3		L'IMPACT DE LA DECLARATION LIBERATOIRE UNIQUE .....	299
4.4		L'INCIDENCE DES MESURES GOUVERNEMENTALES .....	300
<b>5</b>		<b>LE MARCHE LOCATIF .....</b>	<b>302</b>
5.1		APERÇU DU SECTEUR LOCATIF .....	302
5.2		LA REGLEMENTATION RELATIVE AUX LOYERS .....	303
5.2.1		<i>Le prix des loyers</i> .....	303
5.2.2		<i>La durée et le terme du bail</i> .....	305
5.2.3		<i>La problématique des loyers</i> .....	306
	a	Les propositions du débat sur les loyers .....	307
		* La fixation objective du loyer .....	307
		* L'allocation-loyer .....	308
		* La garantie locative .....	309
		* Une modification de la fiscalité immobilière .....	310
		* Les incitants fiscaux .....	310
		* Le développement du logement social .....	311
		* La réquisition des logements .....	311
	b	Les mesures présentées dans le cadre de la déclaration de politique fédérale .....	311
		* La garantie locative .....	311
		* La protection du locataire .....	312

* Les avantages fiscaux .....	313
* La procédure de réquisition.....	313
* L'encadrement des loyers .....	313

**6 LE MARCHE DU LOGEMENT ET LA MOBILITE  
DES TRAVAILLEURS ..... 314**

**7 LE MARCHE DU LOGEMENT AU NIVEAU  
MACROECONOMIQUE ..... 317**

7.1 L'IMMOBILIER RESIDENTIEL DANS L'ECONOMIE..... 317

7.2 L'INFLUENCE DU MARCHE DU LOGEMENT SUR

L'ACTIVITE ECONOMIQUE ..... 318

7.2.1 *L'effet de richesse* ..... 319

7.2.2 *L'effet de revenu*..... 320

7.2.3 *Le canal du crédit* ..... 321

7.2.4 *Le canal de l'investissement* ..... 321

7.2.5 *Les cycles immobilier et conjoncturel*..... 321

7.3 LES RISQUES D'UN RETOURNEMENT DU MARCHE  
DE L'IMMOBILIER ..... 322

7.3.1 *Une typologie des risques* ..... 323

7.3.2 *Le scénario d'une baisse du revenu disponible  
des ménages*..... 324

7.3.3 *Le scénario du relèvement des taux d'intérêt* ..... 325

a L'incidence d'un resserrement monétaire  
pour les ménages ..... 325

\* Mécanisme d'influence..... 325

\* L'évolution dans la zone euro..... 326

- *Les nouveaux prêts au logement* ..... 326

- *L'encours de la dette hypothécaire*..... 327

\* Evaluation générale des risques..... 328

- *Les évolutions du marché hypothécaire*..... 328

- *La position financière des ménages*..... 328

- *Analyse microéconomique* ..... 330

b L'impact de la hausse des taux pour les banques ..... 331

7.3.4 *L'hypothèse d'une diminution des prix des logements*..... 332

a Les risques pour les ménages ..... 333

b Les risques pour les banques ..... 334

c La probabilité d'une chute des prix des logements ..... 336

7.3.5 *Une vigilance constante*..... 337

7.4 LES RISQUES POUR L'ECONOMIE BELGE ..... 338

7.4.1 *L'impact de la récente hausse des taux* ..... 339

7.4.2 *L'évaluation des risques d'un resserrement monétaire*..... 340

a La position des ménages..... 340

b La position des banques ..... 341

7.4.3 *Le scénario d'un ajustement des prix*..... 343

7.4.4 *Des risques relativement modérés* ..... 344

<b>8</b>	<b>LES REPONSES FACE A LA FLAMBEE DES PRIX.....</b>	<b>345</b>
8.1	LA POLITIQUE MONETAIRE.....	345
8.1.1	<i>Les prix des logements et la politique monétaire.....</i>	<i>345</i>
8.1.2	<i>Les possibilités d'action de la politique monétaire.....</i>	<i>346</i>
8.2	LES POSSIBILITES D'ACTION AU NIVEAU NATIONAL ....	349
8.2.1	<i>La politique fiscale et la politique du logement.....</i>	<i>349</i>
a	Les avantages fiscaux dans le cadre européen.....	349
b	L'action sur la demande et l'offre de logements ....	351
*	Le renforcement de l'offre.....	352
-	<i>Diverses expériences européennes.....</i>	<i>353</i>
-	<i>L'amélioration de l'offre en Belgique.....</i>	<i>354</i>
*	La modération de la demande.....	355
-	<i>Une mise en oeuvre prudente des réformes.....</i>	<i>355</i>
-	<i>Les propositions formulées en Belgique.....</i>	<i>357</i>
8.2.2	<i>La surveillance des établissements financiers.....</i>	<i>358</i>
8.2.3	<i>Une meilleure protection et information des emprunteurs.....</i>	<i>360</i>
8.2.4	<i>L'appréhension du marché résidentiel.....</i>	<i>361</i>
	<b>RESUME ET CONCLUSION.....</b>	<b>363</b>
	<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>374</b>
	<b>LISTE DES PERSONNES CONTACTEES.....</b>	<b>385</b>
	<b>LISTE DES ABREVIATIONS UTILISEES.....</b>	<b>386</b>
	<b>LISTE DES GRAPHIQUES ET TABLEAUX.....</b>	<b>387</b>

## INTRODUCTION

Au cours de ces dernières années, dans la plupart des pays industrialisés, les prix des logements ont connu une augmentation substantielle. Le marché résidentiel belge n'a pas échappé à ce phénomène. Au-delà de cette tendance générale, des situations relativement contrastées apparaissent entre les différents marchés nationaux du logement. Certains pays ont connu une croissance des prix à deux chiffres, tandis que d'autres ont vu une stagnation, voire même un repli, de leur marché résidentiel. Dans ce tableau, la Belgique occupe une position souvent qualifiée d'intermédiaire.

En raison de l'importance du marché résidentiel au niveau économique, ces évolutions méritent une attention particulière. Les fluctuations des prix immobiliers ont en effet une incidence considérable sur le cycle conjoncturel et la stabilité financière.

Cette étude vise à analyser les caractéristiques et les développements des marchés résidentiels européens. Le marché belge sera privilégié dans cet examen et comparé à celui d'autres pays européens.

Le premier chapitre de ce travail sera tout d'abord consacré à la description de l'évolution différenciée des prix des logements selon les pays, essentiellement au sein de la zone euro et au Royaume-Uni. Les développements du marché résidentiel belge seront ensuite analysés en détail. Ils seront replacés dans ce contexte européen et mis en perspective avec les cycles immobiliers observés par le passé. Le niveau actuel des prix sera ainsi comparé au niveau atteint lors des "pics" précédents. Une attention particulière sera également accordée aux dernières données chiffrées disponibles, relatives à l'année 2005 et à une partie de l'année 2006. La dynamique des prix sera enfin examinée selon le type de bien immobilier concerné et selon les spécificités régionales.

De vives inquiétudes sont apparues face à la flambée des prix des logements observée dans plusieurs pays. Ces craintes concernent le risque de formation d'une bulle immobilière et son éventuel éclatement, notamment en cas de resserrement monétaire ou de ralentissement de la croissance économique. Cette hypothèse de bulle spéculative nous conduira à examiner au second chapitre si la dynamique des prix se justifie par l'évolution de variables économiques. Après une présentation théorique, l'impact de ces valeurs fondamentales sur la hausse des prix des logements sera analysé. L'accent sera mis sur le marché belge, mais aussi sur d'autres marchés nationaux, de façon à faire ressortir l'influence de ces variables sur le mouvement des prix. Toujours dans l'objectif de mesurer l'éventuel caractère excessif des prix, ce chapitre passera ensuite en revue différents indicateurs de la soutenabilité du niveau des prix. Le rôle de l'immobilier en tant qu'actif sera enfin pris en considération, en comparant son rendement à celui des autres actifs.

Le rôle des facteurs de nature institutionnelle dans le mouvement des prix sera particulièrement mis en évidence. A des fins de clarté, deux chapitres distincts seront consacrés à l'étude de ces facteurs. Nous envisagerons, d'une part, les caractéristiques du marché du crédit hypothécaire et, d'autre part, les différentes interventions des pouvoirs publics. Les diverses mesures destinées à favoriser l'acquisition d'un logement en Belgique seront envisagées selon les niveaux de pouvoir et la nature des incitants à l'accession à la propriété. Outre l'octroi d'avantages fiscaux, le traitement fiscal du patrimoine immobilier peut orienter la préférence des ménages pour l'acquisition d'un logement et sera à cette occasion brièvement exposé.

Le secteur locatif revêt une importance majeure pour le marché du logement dans son ensemble. Ce secteur sera envisagé au cinquième chapitre. A la suite d'une description globale du marché locatif européen, la réglementation belge relative aux baux locatifs, ainsi que les difficultés auxquelles est actuellement confronté ce secteur, seront examinées. Les principales suggestions formulées dans le débat sur les loyers et les mesures annoncées seront présentées.

La mobilité des travailleurs est notamment influencée par les caractéristiques du marché résidentiel. Elle peut être influencée par la réglementation encadrant les loyers, ainsi que par le niveau des coûts de transaction. Cette problématique sera discutée au sixième chapitre. Les réponses apportées jusqu'à présent à cette question seront également évoquées.

Quel que soit le résultat d'une analyse des valeurs fondamentales des prix des logements, la poursuite de l'expansion des prix n'est pas dénuée de risques pour le niveau général de l'économie et la stabilité financière. Une correction brutale du marché du logement pourrait avoir des répercussions considérables.

Après une analyse préalable de l'importance du marché résidentiel sur le plan macroéconomique, le chapitre sept étudiera l'impact d'un retournement de ce marché sur l'activité économique et les marchés financiers. Cet examen nous amènera à nous intéresser aux facteurs de risques et aux différents scénarios envisageables au niveau de l'ensemble de la zone euro. L'exposition de l'économie belge aux risques potentiels sera spécifiquement évaluée.

Dans ce contexte de vive progression des prix, quelles réponses peuvent être apportées? Quelle solution s'avère la plus judicieuse? Quelle instance est la mieux à même d'apaiser les tensions sur les marchés du logement? Toutes ces questions feront l'objet du dernier chapitre. Tant les possibilités d'action de la politique monétaire, que des autorités politiques nationales, seront étudiées. Les difficultés et les dilemmes auxquels peuvent être confrontées ces instances seront également envisagés.

Au-delà des menaces pour la stabilité économique et financière, la problématique de l'accessibilité au logement des ménages constitue un sujet de préoccupation politique. Les différentes mesures visant à faciliter l'accession au logement, effectivement adoptées ou simplement débattues, entre autres au niveau belge, seront à cet effet discutées. Les propositions de renforcement de la surveillance des établissements financiers seront aussi examinées. Nous terminerons ce travail en évoquant ce que pourrait être une politique d'information et de sensibilisation des citoyens aux risques et, de façon plus générale, en abordant la question de l'information sur les évolutions du marché résidentiel.

**Etant donné que le marché du logement est en constante évolution, il convient de préciser que ce travail a été achevé en février 2007.**

# **1. LES DÉVELOPPEMENTS DES MARCHÉS RÉSIDENTIELS BELGE ET EUROPÉEN**

Ce chapitre décrit tout d'abord dans ses grandes lignes l'évolution des marchés du logement, en se focalisant sur les Etats membres de l'Union économique et monétaire (UEM). Ce choix s'explique, d'une part, par les liens plus étroits entre les économies de ces pays et, d'autre part, par l'influence de la politique monétaire unique sur ces marchés résidentiels. Le chapitre huit explicitera davantage ces interdépendances. L'intégration du marché du logement britannique dans cet examen se révèle pertinente, à la fois dans un objectif de comparaison, mais aussi en raison des spécificités de ce marché.

Cette première section constituera ainsi la "toile de fond", à partir de laquelle le marché belge de l'immobilier résidentiel sera ensuite mis en perspective et analysé de façon plus détaillée.

## **1.1 L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS DU LOGEMENT EUROPÉENS**

Après une série de remarques d'ordre méthodologique, cette section examine la récente dynamique des prix. La description du fonctionnement cyclique des marchés immobiliers permettra ensuite de replacer cette dynamique dans un contexte historique. Enfin, les spécificités du cycle actuel seront mises en évidence.

### **1.1.1 REMARQUES MÉTHODOLOGIQUES**

La comparaison de l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel entre pays européens rencontre des limites d'ordre méthodologique. Aucune donnée harmonisée n'est disponible pour les prix des logements : les données nationales peuvent donc présenter des différences importantes. Les sources fournissant les séries de prix immobiliers diffèrent d'un pays à l'autre. Il peut s'agir d'instituts nationaux de statistiques, d'établissements de crédit hypothécaire, de réseaux d'experts immobiliers ou encore de notaires. Les méthodologies, les fréquences d'élaboration et les délais de disponibilité des indices de prix nationaux ne sont pas non plus uniformisés. L'état de vétusté n'est généralement pas pris en compte. En outre, ces indices recouvrent des réalités différentes, tant au niveau des zones géographiques couvertes (l'ensemble du territoire ou les villes principales), que du type de logement concerné (les maisons d'habitation ou les appartements, les nouvelles constructions ou les logements existants). Pour les pays où seuls les prix des logements dans la capitale sont pris en considération, l'indice risque de surestimer la volatilité des prix du marché résidentiel.

Ces divergences n'apparaissent pas seulement entre les pays, mais peuvent aussi se présenter au sein d'un même pays, en fonction de l'organisme (officiel ou non) qui compile et traite les données. Des écarts dans l'évolution des prix sont liés

aux méthodes utilisées par les diverses sources. Ils s'expliquent également par le fait que le processus d'acquisition d'un bien immobilier s'étend sur une durée plus ou moins longue. Le moment auquel un indice est élaboré revêt dès lors une importance primordiale.

A titre d'exemple, l'indice publié par les agents immobiliers se rapporte à la période la plus récente, à savoir le moment où le bien est mis sur le marché ou celui de la signature du compromis de vente. Cet indice se limite cependant à un nombre réduit de transactions. Par ailleurs, le prix demandé par le vendeur ne correspond pas nécessairement au prix auquel il trouve un acquéreur. Quant aux prix renseignés par les notaires, ils sont seulement connus plus tard, lors de la signature de l'acte, soit plusieurs mois après celle du compromis de vente. Les différences constatées entre les sources s'amenuisent néanmoins sur le long terme.

A partir des différentes données nationales, rassemblées en collaboration avec les Banques Centrales Nationales, la Banque Centrale Européenne (BCE) élabore un indice des prix des logements pour la zone euro. Il correspond à la moyenne des taux de croissance annuels des indicateurs nationaux, pondérée par la part de chaque pays dans le produit intérieur brut de la zone euro. Comme cet indice "européen" constitue une agrégation de données non-harmonisées, les séries de prix ne sont pas homogènes. Une certaine précaution est donc de mise dans leur interprétation et leur comparaison. L'indicateur peut être judicieusement employé pour étudier l'évolution tendancielle des prix des logements, mais requiert un examen prudent des évolutions à très court terme. Des efforts sont actuellement développés afin d'accroître l'homogénéité des données nationales.

Pour une analyse plus spécifique de la dynamique des prix en Belgique, il convient de se référer aux données publiées par l'Institut National de Statistique (INS), ainsi que par le bureau d'études immobilières indépendant Stadim. Les publications de l'INS reprennent le nombre de transactions immobilières, leurs valeurs totales et le prix moyen de vente par type de bien immobilier. Ces chiffres concernent notamment les prix des maisons d'habitation et des appartements anciens<sup>1</sup>, ainsi que les prix des terrains à bâtir.

---

1 Il s'agit plus précisément des biens immobiliers qui ont été vendus, en vente publique ou en vente de gré à gré, avec application des droits d'enregistrement. Les informations fournies par l'INS proviennent de l'Administration de l'Enregistrement du Service Public Fédéral Finances, qui se fonde sur les actes notariés. Seule la cession à titre onéreux de *bâtiments neufs* donne lieu à l'application de la TVA. Conformément à l'article 8, § 1er du Code de la TVA, un bâtiment sera considéré comme neuf jusqu'au 31 décembre de la deuxième année qui suit celle au cours de laquelle la première occupation ou la première utilisation de ce bâtiment a eu lieu. Les autres biens pris en compte par l'INS sont notamment les bâtiments commerciaux et industriels, les terres de culture, etc.

Le bureau Stadim traite les données reçues de l'INS afin d'établir des indices de prix pondérés. La série temporelle couverte par ces indices est relativement étendue : elle commence en 1953 pour les maisons d'habitation et les terrains à bâtir, et en 1968 pour les appartements. Ces indices peuvent être complétés par les données diffusées par les réseaux d'agences immobilières tels qu'ERA ou Trevi, de façon à obtenir un aperçu des derniers développements du marché résidentiel. La prudence s'impose naturellement dans l'interprétation de ces indicateurs.

La BCE utilise précisément les données de Stadim dans son analyse du marché résidentiel belge et la construction de son indicateur. L'indice belge englobe l'évolution des prix de l'ensemble des maisons d'habitation<sup>2</sup>. Jusqu'en 2005, seules les maisons d'habitation *existantes* étaient prises en considération. Suite à un changement de méthodologie dans les données transmises par Stadim, des modifications sont intervenues en 2005 dans l'élaboration de l'indicateur<sup>3</sup>. Désormais toutes les maisons d'habitation, y compris les maisons d'habitation *neuves*, sont intégrées dans la définition de la série des prix des logements. Les indices de prix ont été mis à jour et révisés pour les années précédentes. Comme le détaillera la sous-section suivante, l'impact de cette modification dans la mise au point de l'indicateur est relativement important.

Etant donné que les chiffres de Stadim sont basés sur ceux de l'INS, il convient en outre de noter qu'un nouveau mode de collecte des données et une nouvelle nomenclature ont été mises en œuvre par l'institut de statistiques en 2005, ce qui peut donner lieu à des écarts plus importants par rapport aux années précédentes selon le type de bien immobilier concerné<sup>4</sup>. Les différences sont cependant moins marquées pour l'immobilier résidentiel, par rapport aux bâtiments industriels et commerciaux.

---

2 L'évolution détaillée des prix selon le type de bien immobilier (maison d'habitation, appartement et terrain à bâtir) sera examinée à la sous-section 1.2.4, spécifiquement consacrée au marché belge. Pour un aperçu des logements couverts par cet indice européen selon les pays, cf. Ahnert, H. and A. Page, 2005, "Euro area residential property prices: the aggregation of non-harmonised national data", BIS Paper No 21, April 2005, pp. 301-302 et Eiglsperger, M., 2006, "Residential property price statistics for the euro area and selected EU countries", Paper présenté à l'OECD-IMF Workshop Real Estate Price Indexes, Paris, 6-7 November 2006, p. 2 (<http://www.oecd.org>).

3 European Central Bank (ECB), 2006, *Monthly Bulletin*, Box 7 "Recent trends in residential property prices in the euro area", June 2006, p. 59.

4 Concernant l'ancienne procédure de collecte des données, celles-ci étaient d'abord rassemblées au niveau des antennes régionales de l'INS. Ces données étaient ensuite regroupées, après que des contrôles aient été effectués pour écarter d'éventuels chiffres "irréalistes". Désormais, les données sont contrôlées et transmises directement par le Service Public Fédéral Finances à l'INS. La procédure est donc davantage centralisée.

Il nous semble utile de préciser la méthodologie utilisée par le bureau Stadim, en raison des écarts d'évolution de prix pouvant être constatés selon les organismes. Les indices pondérés sont élaborés par Stadim de la façon suivante : les pondérations nationales et régionales sont établies en fonction du nombre de transactions par année et par arrondissement, les pondérations provinciales et par arrondissement en fonction du nombre de transactions par catégorie de bien immobilier. L'indice relatif aux maisons d'habitation recouvre l'ensemble des catégories de maisons d'habitation distinguées par l'INS, c'est-à-dire les petites et moyennes maisons d'habitation, les villas, les maisons de maître, etc., à l'exclusion des maisons de rapport.

### 1.1.2 L'ÉVOLUTION RÉCENTE DES PRIX IMMOBILIERS

Les dernières données disponibles pour l'ensemble des pays de la zone euro, rassemblées par la BCE, se réfèrent à l'année 2004. Concernant l'année 2005, les chiffres ne sont pas encore disponibles pour tous les pays ou ne le sont que pour deux trimestres uniquement<sup>5</sup>. Ces données à court terme sont encore sujettes à une éventuelle révision. Elles doivent par conséquent être interprétées prudemment. Aussi, les données relatives à 2004 seront privilégiées dans l'analyse sur une plus longue période.

Selon l'indice des prix de l'immobilier résidentiel de la Banque, la progression annuelle des prix des logements s'est élevée en moyenne à 7,2 % en termes nominaux pour 2004. Déflatée par l'indice des prix à la consommation harmonisé de la zone euro, cette hausse atteint 5 %. En 2005, sur la base des données partielles, la croissance nominale des prix est de 7,6 % et leur croissance réelle de 5,3 %.

Ces évolutions générales reflètent toutefois des situations relativement contrastées selon les pays. En 2004, l'augmentation des prix, en valeur nominale, a dépassé les 15 % en Espagne et en France, elle est de l'ordre de 10 % en Belgique, en Irlande, en Italie et au Luxembourg. En revanche, en Allemagne et en Autriche, les prix de l'immobilier ont subi un déclin, tandis qu'ils ont stagné au Portugal. Un rythme de progression des prix proche de la moyenne de la zone euro est observé en Finlande. La croissance des prix a été plus modérée en Grèce et aux Pays-Bas. En ce qui concerne le Royaume-Uni, l'augmentation s'élève à 11,8 %.

---

5 ECB, 2006, *ibid.* et ECB, 2006, *Financial Stability Review*, December 2006, Statistical Annex, S 19, Table S 4.

En 2005, la Belgique enregistre la plus forte hausse des prix de la zone euro, avec une augmentation de 17,2 %. Les autres données disponibles pour 2005 font état d'une hausse continue des prix en France<sup>6</sup> et en Irlande. Inversement, les prix poursuivent leur déclin en Allemagne. La croissance des prix est toujours très dynamique en Espagne, mais néanmoins inférieure aux années précédentes. Les prix semblent connaître une nouvelle progression en Autriche, ainsi qu'en Grèce. La hausse reste modérée aux Pays-Bas et en Finlande. D'après les estimations fondées sur les évolutions semi-annuelles, un ralentissement se serait cependant opéré au second semestre de l'année 2005 dans l'ensemble de la zone euro. Cette tendance est confirmée par les quelques données disponibles pour le 1er trimestre 2006. La Finlande et l'Irlande font cependant figure d'exception, avec un phénomène d'accélération continue des prix au cours des différents trimestres de l'année 2005. Le marché résidentiel britannique a quant à lui connu un ralentissement : l'élévation des prix n'atteint plus que 5,6 %.

Ces développements confirment une tendance moyenne qui se dessine déjà depuis plusieurs années. Dans la plupart des pays, les prix du logement ont en effet été fortement orientés à la hausse dès la fin des années 1990. Le tableau 1 reprend les évolutions des prix de l'immobilier résidentiel dans les pays de la zone euro et au Royaume-Uni depuis 1999. Pour la Belgique, une distinction est établie dans les données en fonction de l'indicateur employé, qu'il soit révisé ou inchangé.

---

6 Selon la Fédération Nationale de l'Immobilier (FNAIM), un ralentissement des prix s'amorcerait en France en 2006. Il serait cependant moins rapide que prévu. D'après l'indice de la Fédération, la hausse des prix de l'immobilier atteindrait 7,1 % en 2006 (avec des différences locales relativement importantes), contre 10,4 % en 2005 et 15,5 % en 2004. Toujours d'après la FNAIM, le ralentissement dans la progression des prix se serait davantage marqué au second semestre 2006 et devrait se poursuivre en 2007. Cf. Rey-Lefebvre, I., 2006, "En France, les prix des logements se sont stabilisés durant l'été", *Le Monde*, 4 octobre 2006 et Rey-Lefebvre, I., 2007, "Immobilier : vers une hausse des prix inférieure à 5 % en 2007", *Le Monde*, 10 janvier 2007.

**Tableau 1**  
**Taux de croissance annuel des prix nominaux des logements dans les pays de la zone euro et au Royaume-Uni 1999-2005**

	BE (nouvel indice)	BE (ancien indice)	D	GR	SP	FR	IE	I	LUX	NL	A	P	FIN	Zone euro	UK
1999	8,7	6,7	0,8	8,9	7,7	7,1	21,0	5,3	7,7	16,2	-1,9	7,9	8,9	4,7	11,5
2000	7,1	4,1	0,3	10,5	8,6	8,8	15,7	7,9	8,1	16,5	-1,2	6,5	6,0	5,8	14,3
2001	6,7	5,3	0,2	14,5	9,9	7,9	8,1	7,4	13,8	11,2	2,1	3,6	0,7	5,7	8,4
2002	7,7	7,7	-1,2	13,0	15,7	8,3	10,1	13,7	11,7	8,5	0,2	1,1	6,1	6,9	17
2003	6,1	7,8	-1,3	5,7	17,6	11,7	15,2	10,6	12,9	4,3	0,3	1,6	6,3	6,9	15,7
2004	10,7	6,8	-1,5	2,6	17,4	15,2	11,4	9,2	10,0	4,8	-2,1	0,4	7,3	7,2	11,8
1999 2004	7,7	6,3	-0,5	8,0	12,1	9,5	12,9	8,6	10,4	9,0	-0,4	2,3	4,7	6,1	12,8
2005	17,2	/	-1,6	ND	13,9	15,3	11,5	9,7	ND	4,9	5,1	ND	6,1	7,6	5,6

Source : BCE et Department for Communities and Local Government pour le Royaume-Uni. En Grèce, les prix ont augmenté de 8,9 % au 1<sup>er</sup> semestre. Au Portugal, la hausse est de 1,9 % pour la même période.

Les développements diversifiés d'un pays à l'autre se manifestent également sur une plus longue série. Entre 1999 et 2004, l'augmentation des prix a été particulièrement vive en Espagne, en Irlande, et au Royaume-Uni. Les prix y ont augmenté en moyenne annuelle et en valeur nominale d'environ 12 %. La France, l'Italie, le Luxembourg et les Pays-Bas ont connu une hausse un peu moins forte, mais néanmoins très soutenue. Certaines économies sont restées à l'écart de ce phénomène d'accélération des prix : ainsi, la croissance des prix des logements a été négative en Allemagne et en Autriche. Les prix nominaux n'ont que faiblement augmenté au Portugal et ont même légèrement diminué en termes réels.

En Belgique, d'après le nouvel indice, l'augmentation des prix est légèrement supérieure à la moyenne européenne au cours de la même période. Selon l'ancien indicateur, la progression des prix belges suivait davantage celle de l'ensemble de la zone euro. Le nouvel indice fait dorénavant état d'une hausse des prix supérieure pour les années 1999 à 2001, ainsi que pour l'année 2004. Par contre, l'augmentation est inférieure en 2003. Un statu quo est observé pour 2002.

En matière de taux de croissance annuel moyen des prix, cette révision entraîne une différence de 1,4 % pour la période comprise entre 1999 et 2004. Si les chiffres de 2005 sont désormais intégrés, la croissance annuelle moyenne des prix depuis 1999 atteint presque deux chiffres en rythme annuel, avec une progression de 9,1 %.

Cette segmentation des marchés résidentiels européens peut être attribuée à une série de caractéristiques locales, qui seront examinées dans les chapitres suivants. Des paramètres comme la disponibilité de terrains à bâtir, le régime fiscal en vigueur ou la compétition dans le secteur bancaire, sont en effet spécifiques à chaque pays. La distribution de la population et de l'activité économique, ainsi que le degré de substituabilité de la demande selon la situation jouent également un rôle.

Une telle fragmentation témoigne de l'importance de la dimension nationale des marchés du logement. Elle se manifeste à la fois au niveau des chocs auxquels peuvent être soumis ces marchés et au niveau de leur réaction à ces chocs. En outre, la progression moyenne des prix au sein d'un même pays peut correspondre à une grande diversité régionale et locale. Des différences importantes peuvent par exemple se manifester entre la capitale et le reste du pays.

### **1.1.3 LE FONCTIONNEMENT CYCLIQUE DU MARCHÉ DE L'IMMOBILIER**

Le marché immobilier présente un caractère cyclique : plusieurs pics et creux dans l'évolution des prix des logements peuvent être distingués, de même que les phases d'expansion et de repli qui les accompagnent.

Les différentes phases de hausse et de repli qui se sont succédé depuis 1970 jusqu'à la période actuelle sont analysées dans une étude récente de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)<sup>7</sup>. En datant les cycles des prix réels de l'immobilier résidentiel, on peut identifier l'existence d'un cycle "moyen" s'étalant sur une période d'environ une dizaine d'années. Ce cycle se caractérise par une phase d'augmentation des prix d'une durée approximative de 6 ans, suivie par une phase de repli d'environ 5 ans.

A travers ces phases d'expansion et de contraction, une tendance des prix à la hausse se dessine néanmoins. L'augmentation moyenne des prix atteint presque 40 % en partie ascendante du cycle, alors qu'une diminution des prix de l'ordre de 25 % est observée pendant la phase de recul. L'évolution des prix immobiliers peut ainsi être décomposée, d'une part, en une composante tendancielle et, d'autre part, en une composante cyclique autour de cette tendance haussière. Une partie de l'augmentation des prix peut par conséquent être imputée à un mouvement de rattrapage par rapport à cette tendance.

Bien que les développements présentent un certain parallélisme, les variations de prix sont décalées à travers le temps et d'ampleur variée selon les pays. Les fluctuations de prix sont plus prononcées sur certains marchés que dans d'autres, et en fonction de l'étendue de la période considérée. Quelques pays paraissent connaître des cycles en avance par rapport à la tendance générale.

L'exemple néerlandais illustre particulièrement ces divergences : les Pays-Bas n'ont pas observé de baisse des prix au cours des années 1990, au contraire de la plupart des autres économies. Celles-ci n'ont enregistré un redémarrage du cycle de hausse qu'à la fin de la dernière décennie. Le marché du logement néerlandais a de plus amorcé un ralentissement dès 2001, après une croissance très vive, alors que l'élévation des prix se poursuivait dans la plupart des autres pays.

---

7 Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord and C. André, 2006, "Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals", OECD Economics Department Working Paper No 475, 23 January 2006, pp. 6-9. L'étude de l'OCDE envisage seulement la période débutant en 1970 pour une question de disponibilités de données pour les pays analysés. L'étude concerne 18 pays de l'OCDE. Ils ne correspondent donc pas aux pays sur lesquels se concentre ce travail. Néanmoins, les principales économies de la zone euro sont intégrées dans l'analyse de l'OCDE. L'absence de la Belgique de cet examen nous donnera l'occasion d'étudier le fonctionnement cyclique du marché résidentiel belge et de le comparer à ce cycle "moyen" dans la suite de ce chapitre.

#### 1.1.4 UNE HAUSSE DES PRIX À RELATIVISER MAIS NÉANMOINS INÉDITE

Une perspective historique permet à la BCE de relativiser l'augmentation des prix de ces dernières années. Mesurée en termes réels et en rythme annuel, la hausse moyenne actuelle, de l'ordre de 5 %, apparaît moins excessive par rapport à l'augmentation de 8 % observée à la fin des années 1980 et au début des années 1990. L'augmentation récente s'est de plus opérée de façon plus progressive. En outre, dans de nombreux pays, elle succède à une phase d'ajustement à la baisse et est donc partiellement attribuable à un phénomène de rattrapage. L'envolée des prix apparaît ainsi plus modérée comparée aux pics précédents.

Un "effet qualité" ne doit pas non plus être écarté dans ce phénomène d'expansion des prix. Au fil du temps, des progrès techniques sont apportés au logement (au niveau de l'isolation, des sanitaires, etc.), qui augmentent le confort et le bien-être des ménages. Une part de la hausse des prix peut être imputée à cette meilleure qualité des logements. La localisation du bien revêt aussi une importance dans la détermination du prix. La majorité des indices de prix nationaux n'incorporent pas cet effet qualité. L'indice mis au point par l'Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques et la Chambre des Notaires en France<sup>8</sup>, utilisé par la BCE, fait notamment figure d'exception.

Si de fortes croissances des prix réels des logements ont pu être constatées par le passé, la période actuelle présente néanmoins des caractéristiques insolites sous différents points de vue. Elle est inhabituelle par la durée et l'ampleur de l'élévation des prix, par la déconnexion avec le cycle économique, ainsi que par le parallélisme entre les différents pays. Ces particularités concernent plus largement le mouvement des prix dans la majorité des pays industrialisés.

La progression des prix s'est tout d'abord opérée sur une durée beaucoup plus longue qu'au cours des cycles précédents. Par exemple, aux Pays-Bas, l'augmentation s'est étendue sur une période deux fois plus longue. Ensuite, les hausses actuelles se révèlent particulièrement amples. Les taux de croissance cumulés des prix dépassent ceux atteints auparavant. La plus forte augmentation cumulée des prix est observée en Irlande, où les prix ont grimpé en termes réels de 265 % en un peu plus de treize ans<sup>9</sup>. Les sommets historiques enregistrés antérieurement sont aussi dépassés dans la plupart des pays. La volatilité des prix apparaît cependant moins importante que par que le passé. Cette diminution dans la volatilité des prix peut être attribuée à une plus grande stabilité macroéconomique et à une moindre variation de l'inflation<sup>10</sup>.

---

8 Moëc, G., 2004, "Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ?", *Bulletin de la Banque de France*, No 129, Septembre 2004, p. 47. Remarquons que si certaines améliorations de la qualité des logements comme leur superficie sont aisées à quantifier, d'autres paramètres, tels que la situation du bien, sont en revanche plus difficilement mesurables.

9 van den Noord, P., 2006, "Are House Prices Nearing a Peak ? A Probit Analysis for 17 OCDE Countries", OECD Economics Department Working Papers No 488, 1 June 2006, p. 11.

10 Terrones, M. and al., 2004, "The Global House Price Boom", *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, September 2004, p. 77. Une grande diversité se manifeste toutefois selon les pays : la volatilité est en règle générale plus forte lorsque les prix des habitations croissent à un rythme plus rapide, bien que cette tendance devienne moins marquée.

La spécificité du cycle actuel tient aussi au décalage, depuis 2001, entre le mouvement des prix des logements et la croissance économique. Les prix ont continué leur accélération alors que l'activité économique ralentissait : le marché du logement est resté très dynamique malgré le contexte d'éclatement de la bulle technologique<sup>11</sup>. La vigueur de ce marché pourrait même avoir contribué à atténuer le fléchissement de l'économie en soutenant l'activité, du moins dans les pays où la propension à consommer la richesse immobilière est forte.

Jusqu'alors, les prix de l'immobilier résidentiel présentaient une évolution étroitement liée à celle de la conjoncture, même si le ralentissement de l'activité avait tendance à précéder la baisse des prix des logements. Une corrélation significative, néanmoins variable selon les pays, a pu être mesurée entre les fluctuations de prix, d'une part, et le cycle économique, d'autre part, pour la période comprise entre 1970 et 1999<sup>12</sup>. Pour ne citer qu'un exemple, la récession au début des années 1980 a été accompagnée d'une chute des prix de l'immobilier résidentiel.

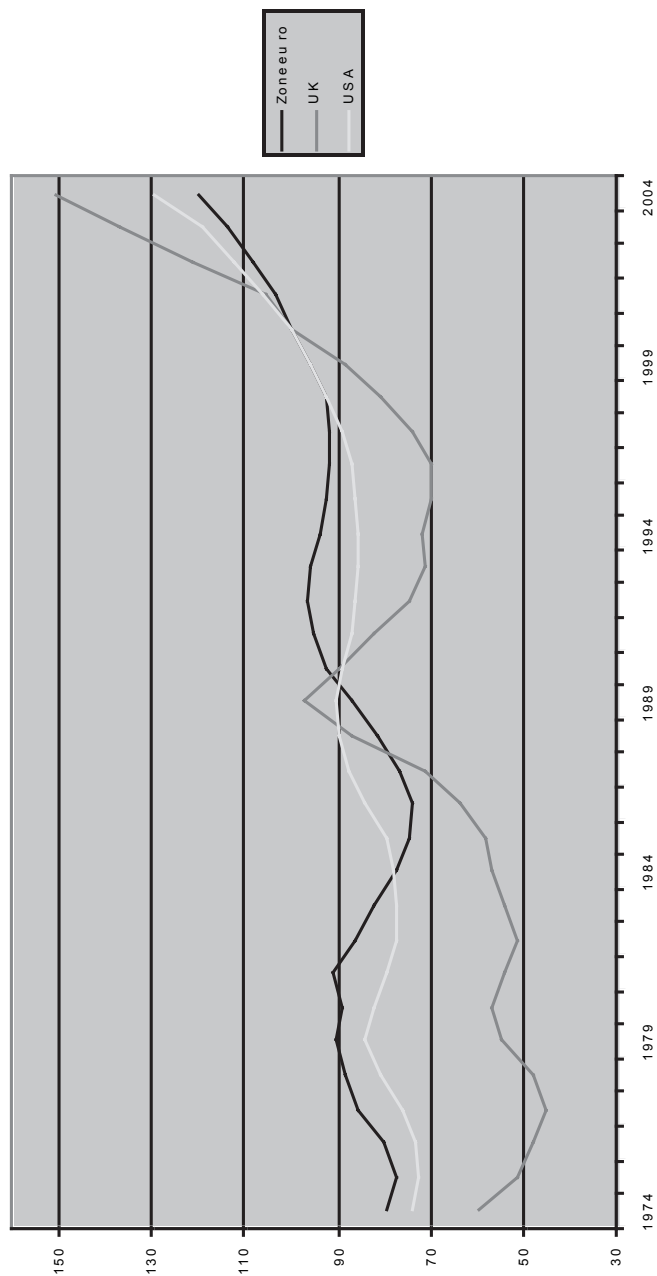
Enfin, caractéristique supplémentaire de la période actuelle, un parallélisme plus prononcé apparaît entre les dynamiques de prix à un niveau international. De nombreux pays ont en effet connu des hausses significatives des prix des logements. Comme le montre le graphique 1, la dispersion dans l'évolution des prix réels des logements aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro tend à diminuer depuis le milieu des années 1990. Malgré la diversité de situations nationales, la tendance à une synchronisation s'accroît. Elle reflète le rôle joué par les facteurs globaux, comme le mouvement des taux d'intérêt, dans ce processus de convergence.

---

11 La situation sur le marché de l'immobilier résidentiel contraste avec celle de l'immobilier commercial qui a été affecté par la faiblesse de l'environnement économique.

12 Girouard, N. and S. Blöndal, 2001, "House Prices and Economic Activity", OECD Economics Department Working Paper No 279, 26 January 2001, p. 6.

**Graphique 1**  
**Tendance vers une synchronisation des prix réels des logements 1974-2004 (indice 100 = 2000)**



Source : Commission européenne

La synchronisation au sein même de la zone euro est cependant limitée. Le profil allemand en particulier apparaît très spécifique dans le contexte européen. Suite à la réunification, la phase d'expansion des prix s'est prolongée en Allemagne jusqu'en 1995, alors que la plupart des autres pays connaissaient, dès le début des années 1990, un ralentissement de leur marché résidentiel. Depuis 1995, les prix des logements allemands, en termes réels, ont connu une diminution lente et régulière. Le surinvestissement dans le domaine du logement, de même qu'une moindre croissance des revenus des ménages, permettent de comprendre ce développement. Il s'explique également par l'importance du marché locatif, qui représentait en 2002 environ 55 % de l'ensemble du marché du logement. En raison d'un système de contrôle des loyers destiné à limiter les hausses de prix, l'opportunité d'acquérir un logement est particulièrement faible pour les locataires allemands. Cette exception allemande peut par conséquent poser des problèmes d'agrégation des données au niveau de l'ensemble de la zone euro.

## 1.2 ANALYSE DE L'ÉVOLUTION DU MARCHÉ RÉSIDENTIEL BELGE

Cette section commence par analyser la spécificité de la dynamique des prix en Belgique par rapport aux autres pays européens. Le cycle actuel sera ensuite replacé dans une perspective historique. Il sera comparé à la forte montée des prix immobiliers des années 1970, d'abord à un niveau strictement belge, puis en rapport avec d'autres pays.

L'évolution des ventes réalisées en 2005 sera étudiée séparément, en raison des particularités qu'elle présente et de la controverse suscitée par la publication de ces chiffres par Stadim. Les perspectives pour l'année 2006 seront à cette occasion évoquées.

Les principaux développements des prix depuis la décennie précédente seront également décomposés selon les types de biens immobiliers et selon les régions et provinces. Enfin, les indicateurs, autres que les indices de prix, reflétant l'activité soutenue du marché de l'immobilier résidentiel seront envisagés.

### 1.2.1 LE MOUVEMENT DES PRIX DANS UN CONTEXTE EUROPÉEN

La dynamique des prix des logements en Belgique se caractérise par une hausse *modérée et continue*. L'élévation des prix réels a été plus progressive par comparaison à d'autres pays, tels l'Espagne, l'Irlande ou le Royaume-Uni qui ont connu une croissance des prix à deux chiffres pendant plusieurs années. L'augmentation s'est aussi effectuée sur une période beaucoup plus longue : comme le dernier "creux" du cycle immobilier belge remonte à 1985, les prix poursuivent leur tendance à la hausse depuis deux décennies. Ce mouvement contraste avec la tendance générale observée en zone euro. Une correction des prix est effectivement survenue sur la plupart des marchés du logement à la fin des années 1980 ou au cours des années 1990.

Comme on l'a déjà souligné, les Pays-Bas sont aussi restés à l'écart de ce phénomène de correction des prix. En fait, les marchés résidentiels belge et néerlandais ont présenté une évolution partiellement similaire. Après un déclin au milieu des années 1980, les prix ont continué d'augmenter de façon progressive dans les deux pays. La similitude s'arrête cependant dès la seconde moitié des années 1990. A partir de ce moment, le rythme de croissance des prix s'est intensifié aux Pays-Bas, avant de connaître une décélération dès 2001. La tendance à la hausse est par contre restée relativement constante en Belgique jusqu'en 2003. Elle s'est nettement accentuée au cours des deux années suivantes.

Si la croissance des prix a été plus graduelle en Belgique, la hausse cumulée n'en reste pas moins substantielle. Entre 1985 et 2004, les prix nominaux des maisons d'habitation ont été multipliés par 3,75 et leurs prix réels par 1,55.

Une autre caractéristique du marché belge apparaît au niveau de la volatilité des prix. Entre 1980 et 2001, les prix des logements ont fluctué de façon similaire dans la capitale et le reste du pays. Des écarts importants étaient par contre enregistrés dans des pays comme le Royaume-Uni<sup>13</sup>. Les fortes disparités peuvent s'expliquer par des différences en matière de densité de population et de concentration de l'activité économique. A noter qu'un tel parallélisme dans la variation des prix entre la capitale et le reste du territoire est aussi observé en Espagne, aux Pays-Bas et au Portugal.

## 1.2.2 L'ÉVOLUTION DES PRIX DANS UNE PERSPECTIVE HISTORIQUE

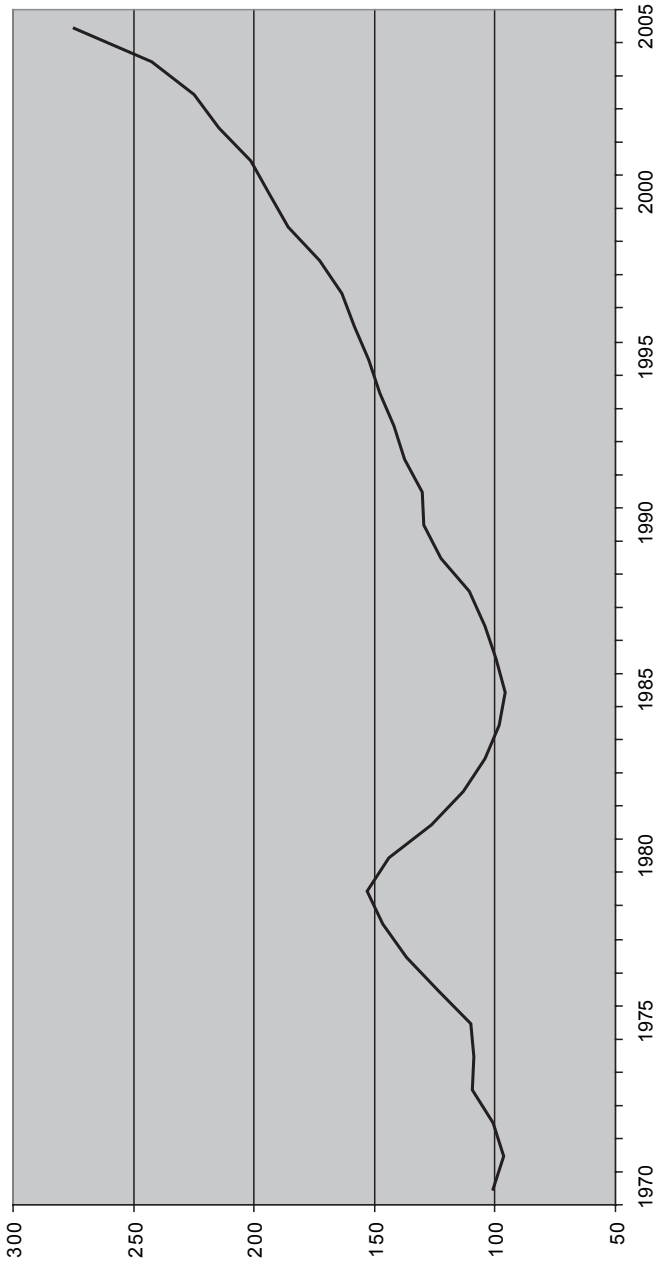
Afin d'apprécier l'amplitude de la hausse des prix, le cycle actuel mérite d'être mis en parallèle avec les cycles précédents. Cette comparaison ne consiste nullement à déterminer un éventuel caractère excessif des prix. L'objectif est seulement d'apporter un éclairage historique. Les indices de prix employés dans la suite de ce chapitre sont ceux établis par le bureau d'études Stadim.

Plusieurs cycles immobiliers, comprenant des périodes de "boom" et de récession, peuvent être distingués au fil du temps. L'accent sera mis sur le cycle qui s'est développé à partir du milieu des années 1970, avec un pic enregistré en 1979 et un creux atteint en 1985. Soulignons d'emblée que la phase d'expansion des prix de la seconde moitié des années 1970 s'est déroulée dans un contexte très différent. Cette époque était en effet caractérisée par une forte inflation. En l'absence d'une hausse sensible des taux d'intérêt, l'investissement en biens immobiliers constituait un rempart face à l'érosion monétaire. Ce mouvement cyclique des prix réels des maisons d'habitation depuis 1970 est représenté au graphique 2.

---

13 ECB, 2003, *Structural factors in the EU housing markets*, March 2003, p. 19. Comme nous le verrons au point 1.2.3, les évolutions des prix en 2005 à Bruxelles pourraient atténuer ce parallélisme.

**Graphique 2**  
**Evolution du prix réel des maisons d'habitation 1970-2005 (indice 100 = 1970)**



Source : Stadim

Les deux cycles peuvent être comparés, d'une part, au niveau du rythme de progression annuel des prix des logements et, d'autre part, au niveau de la fluctuation de ces prix. Jusqu'en 2004, le taux de croissance annuel des prix est resté inférieur, en termes réels, à celui mesuré lors de la phase ascendante du cycle dans les années 1970. Les prix réels des logements avaient alors augmenté en moyenne de plus de 10 % sur une base annuelle. L'année 2005 s'inscrit toutefois en rupture : les prix des maisons d'habitation ont progressé à un rythme sans précédent.

Par rapport au cycle actuel, les fluctuations de prix ont été beaucoup plus amples au cours des années 1970 et 1980. La forte hausse des prix enregistrée dès 1976 a en effet été suivie d'une période de baisse importante des prix de 1980 à 1985 : les prix réels des maisons d'habitation ont grimpé de 41 %, pour ensuite chuter de 38 %. Ce déclin était associé à un contexte économique atone et un relèvement significatif des taux d'intérêt en valeur nominale et réelle.

L'évolution des prix en Belgique jusqu'en 2004 a été interprétée par le Fonds monétaire international (FMI)<sup>14</sup> au moyen d'une méthodologie mise au point par T. F. Helbling et M. Terrones. Celle-ci est développée dans leur étude sur la dynamique des prix dans 14 pays industrialisés entre 1970 et 2002<sup>15</sup>. Cette méthodologie vise à mesurer l'ampleur de la hausse des prix au cours d'un cycle immobilier. La démarche adoptée par Helbling et Terrones est brièvement exposée, avant d'examiner les résultats obtenus par le FMI pour le marché belge du logement.

Les deux auteurs mettent en évidence les périodes de *booms* et de *busts* dans les cycles immobiliers. Ils identifient tout d'abord les phases d'augmentation et de diminution des prix réels des logements, qui caractérisent respectivement un marché résidentiel à la hausse ou à la baisse. L'analyse définit ensuite les *booms* comme les périodes d'augmentation importante de prix et les *busts* comme les périodes de forte diminution de prix. Une modification de prix sera considérée comme importante si, en cas de hausse, elle se situe dans le quartile supérieur des augmentations de prix constatées et, en cas de baisse, dans le quartile inférieur des diminutions de prix. Pour déterminer les *booms*, Helbling et Terrones comparent les augmentations de prix séparant les pics des cycles immobiliers, plutôt que la montée des prix entre le pic et le creux d'un cycle. Etant donné qu'une hausse suivant une récession peut être imputée partiellement à un rattrapage de la tendance, cette méthode permet d'écarter ce phénomène de correction et de mesurer une augmentation de la tendance elle-même.

---

14 Yelten, S., 2006, "How risky are real estate price developments in Belgium ?", Belgium: Selected Issues, IMF Country Report No 06/76, February 2006, pp. 5-6.

15 Helbling, T. and M. Terrones, 2003, "Real and Financial Effects of Bursting Asset Price Bubbles", *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, April 2003, pp. 61-76; et Helbling, T., 2005, "Housing price bubbles – a tale based on housing price booms and busts", BIS Paper No 21, April 2005, pp. 30-41.

L'application de cette méthodologie révèle une hausse considérable des prix en Belgique. Depuis le dernier pic de 1979, l'augmentation des prix réels atteint 44 % en 2004. Le FMI compare également cette évolution à un échantillon de six pays : la montée des prix dépasse les hausses de 42 % aux Pays-Bas et de 41 % en France, mais reste inférieure aux augmentations de 53 % en Espagne et de 50 % au Royaume-Uni. Notons que la hausse la plus élevée est observée en Australie, avec un taux de croissance de 61 %.

Au niveau belge, la hausse de 86 % par rapport au creux de 1985 est aussi impressionnante. Seuls les Pays-Bas présentent un accroissement des prix plus élevé depuis le dernier creux enregistré. Comparée à l'échantillon étudié par Helbling et Terrones, l'expansion des prix apparaît également substantielle : l'augmentation moyenne, pour les périodes de *boom*, est de 32,7 % entre deux pics et, pour toutes les périodes, de 11,3 % entre un creux et un pic.

L'élévation des prix en Belgique peut cependant être relativisée en examinant sa durée, étant donné que, comme aux Pays-Bas, elle s'est déroulée sur une période beaucoup plus longue.

### **1.2.3 L'ÉVOLUTION DU MARCHÉ RÉSIDENTIEL EN 2005 ET 2006**

Après avoir présenté les spécificités de l'évolution du marché résidentiel en 2005, nous exposerons la polémique qui s'est développée sur le mouvement des prix en Région de Bruxelles-Capitale. L'interprétation de la dynamique des prix sera à cette occasion plus largement discutée. Les tendances qui se dessinent pour l'année 2006 seront enfin examinées.

#### *a Une année remarquable*

L'année 2005 semble constituer une année exceptionnelle à plusieurs égards. Elle se distingue par le rythme de progression des prix, par les évolutions observées sur le marché bruxellois, ainsi que par la répartition des ventes entre les maisons unifamiliales et les appartements.

L'intensification de la hausse des prix a plutôt été surprenante. En effet, tout au long de l'année 2005, plusieurs indicateurs avaient laissé présager un ralentissement du marché résidentiel. La durée pendant laquelle un logement demeurerait en vente s'était allongée. De plus, l'écart entre le prix de vente demandé et le prix de vente effectif s'était accentué par rapport à l'année précédente.

Or, contre toute attente, les prix ont connu une croissance particulièrement soutenue en 2005. Au niveau national, les prix des maisons d'habitation ont augmenté de 16,2 %, des appartements de 13,4 % et des terrains à bâtir de 24,1 %. Déflatée par

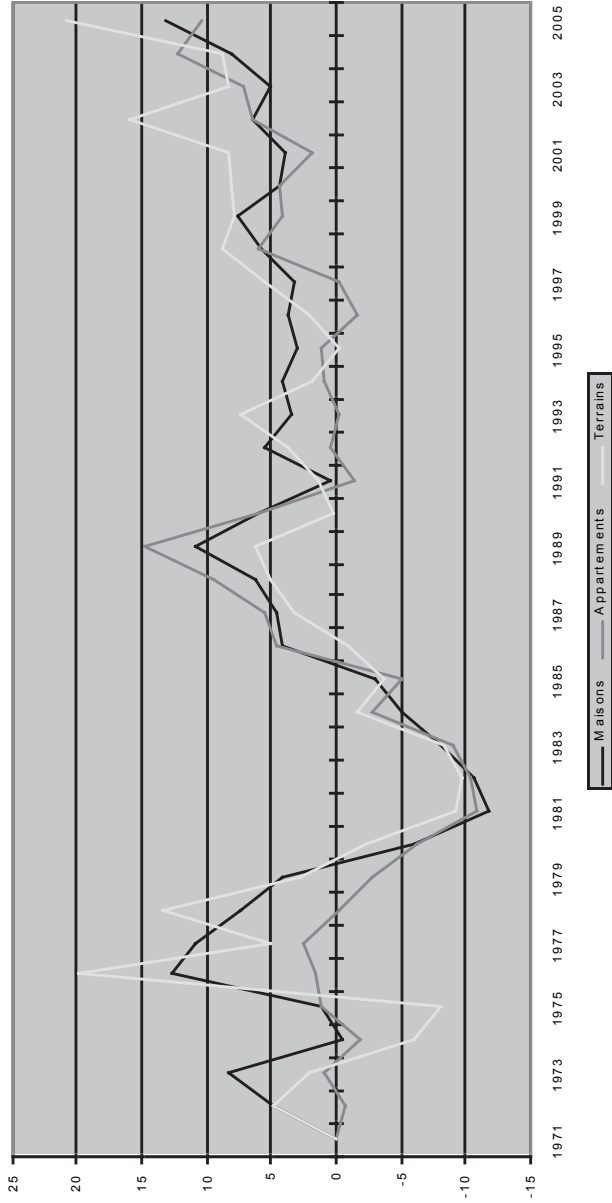
l'indice des prix à la consommation national, l'augmentation est respectivement de 13,1 %, de 10,4 % et de 20,8 %. Comme l'illustre le graphique 3, le taux de progression des prix en termes réels des maisons d'habitation et celui des terrains s'élèvent à un niveau jamais atteint.

Lors du cycle précédent, en 1976, les prix nominaux des maisons d'habitation avaient certes grimpé de 22,9 % et ceux des terrains à bâtir de 30,9 %. Mais l'inflation de l'époque était particulièrement forte : les hausses réelles n'atteignaient plus que 12,6 % pour les maisons et 19,9 % pour les terrains. Ce constat se doit cependant d'être nuancé. Dans ce contexte inflationniste, les taux d'intérêt hypothécaires réels étaient nuls ou négatifs et rendaient le financement hypothécaire particulièrement attractif. Les taux réels en 2005, certes très faibles, atteignaient en moyenne 1,19 %.

Par contre, concernant les prix des appartements, le pic atteint en 1989 n'a pas été dépassé.

**Graphique 3**

**Pourcentage de variation annuelle des prix réels des maisons, appartements et terrains à bâtir 1971-2005**



Source: Stadim

C'est à Bruxelles que la hausse des prix en 2005 semble la plus spectaculaire. Par rapport à l'année précédente, les prix des maisons d'habitation ont progressé de 54 % en termes nominaux. Cette augmentation s'est principalement concentrée sur le début de l'année. En Flandre et en Wallonie, les prix des maisons connaissent "seulement" une croissance de 15,4 % et de 13,7 % respectivement. Au niveau du classement géographique, cette évolution place Bruxelles en 1ère position, tant en matière de niveau que d'accélération des prix. Les prix de référence, calculés sur la base du troisième quartile des ventes pour écarter les biens bon marché qui nécessitent des rénovations importantes, sont de 350.000 € à Bruxelles, 200.000 € en Flandre et 150.000 € en Wallonie. Le volume de transactions sur les maisons d'habitation a aussi enregistré un taux de croissance considérablement plus élevé. Le nombre de transactions a presque doublé à Bruxelles, tandis qu'il augmentait faiblement en Flandre et reculait même en Wallonie.

En ce qui concerne les appartements, la proportion des ventes réalisées en 2005 sur le marché primaire national est assez inhabituelle. Le nombre de ventes d'appartements neufs égale presque celui des appartements existants. Un tel partage entre le neuf et l'ancien ne s'était plus produit depuis 1980. Un contraste avec les années précédentes se marque aussi au niveau de la répartition des ventes entre les appartements et les maisons d'habitation unifamiliales. La part de marché de ces dernières, qui avait tendance à s'effriter, augmente de nouveau.

#### *b La controverse sur la dynamique des prix sur le marché bruxellois*

Selon Stadim, la flambée des prix des maisons d'habitation sur le marché bruxellois s'explique par deux paramètres. D'une part, un effet "qualité" peut être discerné dans cette hausse. La superficie des terrains sur lesquels sont érigées les maisons vendues en 2005 s'est accrue. Le niveau très élevé et le renchérissement des prix des terrains à bâtir ont dès lors exercé un effet de contagion sur le prix des maisons d'habitation. D'autre part, la demande des ménages pour les maisons d'habitation a été très forte en raison de la réduction de l'écart de prix qui les séparait des appartements.

Les données publiées par Stadim ont cependant engendré une vive controverse. Ces chiffres sont loin de faire l'unanimité parmi les professionnels du secteur immobilier, notamment l'Union des Géomètres-Experts de Bruxelles (UGEB), les notaires de Bruxelles et le groupe Trevi<sup>16</sup>. Selon l'UGEB, l'augmentation de prix ne s'élèverait qu'à 12,2 % pour l'année 2005 et, d'après les notaires de Bruxelles, à 13%. Signalons que les montants de l'INS, non pondérés, font état d'une hausse de 66,5 % pour les maisons d'habitation ordinaires et de 22,3 % pour les villas<sup>17</sup>.

16 Pour un aperçu des différentes réactions à l'analyse du bureau Stadim cf. Mikolajczak, C., 2006, "Boom de l'immobilier : depuis quand ?", *La Libre Belgique*, 16 mai 2006 ; Mouton, O., 2006, "Nous devons retrouver la sérénité", *Le Soir*, 18 mai 2006 ; Charlet, M., 2006, "Une flambée très contestée", *Le Soir*, 20 mai 2006 et Blavier, J., 2006, "Le débat sur les prix du résidentiel fait rage", *L'Echo*, 26 mai 2006.

17 Le rythme de croissance des prix des maisons d'habitation ordinaires diverge fortement selon les communes : par exemple, la commune de Woluwé-Saint-Pierre enregistre la hausse la plus forte de 238 %, tandis que la commune d'Evere connaît l'augmentation la plus faible de "seulement" 32 %.

Les résultats obtenus par Stadim et l'UGEB sont nettement moins divergents lorsque la dynamique des prix est examinée sur une plus longue série temporelle. La hausse cumulée des prix entre 1995 et 2005 atteint 154 % selon Stadim et 156 % d'après l'UGEB. En fait, celle-ci détermine une hausse continue des prix plus soutenue depuis 2000, tandis que Stadim concentre l'augmentation sur l'année 2005. Ce phénomène de rattrapage explique par conséquent un taux de croissance des prix sensiblement plus élevé. Par ailleurs, les niveaux des prix de référence sont relativement similaires pour ces deux professionnels de l'immobilier.

Soulignons que les méthodes d'évaluation de l'UGEB sont différentes. L'organisation ne fonde pas son analyse sur un prix de vente moyen. Elle se limite à un nombre moins important de transactions (de l'ordre de 800, contre plus de 4000 pour Stadim) pour prendre davantage en considération l'aspect qualitatif dans la mise au point de coefficients. Ceux-ci visent à intégrer un rapport qualité/prix en tenant compte de la situation, de l'âge, de l'état d'entretien, de l'équipement, etc., du bien vendu.

Ces différentes estimations du mouvement des prix soulignent la nécessité d'une interprétation prudente des données diffusées, d'une prise en compte des méthodologies utilisées et d'un examen d'une série temporelle suffisamment étendue. Par ailleurs, la hausse de prix sur une plus longue période, sur laquelle convergent les deux organismes, pourrait refléter un phénomène de rattrapage partiel des prix à Bruxelles par rapport aux autres capitales européennes. Celle-ci figure en effet parmi les capitales où les prix des logements sont les plus "raisonnables"<sup>18</sup>.

L'effet "qualité" dans la croissance des prix immobiliers, invoqué pour le marché bruxellois, pourrait plus largement être observé à l'échelle nationale. Dans cette optique, les acquéreurs, encouragés par des conditions de financement très favorables, auraient davantage opté pour des biens se situant sur d'autres segments du marché et de catégorie plus onéreuse (en fonction de leur localisation, de leur taille, etc.). En raison de cette dimension de qualité, les biens vendus en 2005 pourraient difficilement être comparables à ceux vendus les années antérieures. Ce phénomène expliquerait en partie la hausse des prix constatée, mais aussi les prétentions parfois exagérées de certains propriétaires. La large diffusion des chiffres sur la "flambée" des prix en 2005 aurait effectivement amené certains propriétaires à demander des prix excessifs pour le type de logement proposé, avec pour conséquence des difficultés de vente<sup>19</sup>.

---

18 Il s'agit des résultats d'une étude du réseau d'agences ERA. Cf. Blavier, J., 2006, "Bruxelles reste une capitale bon marché", *L'Echo*, 22 septembre 2006.

19 D'après les propos de l'administrateur délégué d'ERA, Iain Cook, cf. Blavier J., *ibid*.

### *c Le mouvement des prix en 2006*

Plusieurs indicateurs de l'évolution du marché résidentiel font état d'un certain tassement dans l'évolution des prix : déjà amorcé fin 2005, ce ralentissement se confirmerait en 2006. Le plafond dans le rythme de progression de prix pourrait ainsi avoir été atteint. Ce mouvement se refléterait notamment dans la décélération des indices de prix publiés par les réseaux d'agences, l'allongement des délais de vente, l'accroissement de la marge de négociation de prix, ou encore la baisse du nombre de transactions immobilières.

Les chiffres publiés par l'INS pour les trois premiers trimestres de 2006 indiquent néanmoins une hausse encore très soutenue des prix. Les prix des maisons d'habitation augmentent de 11%, des appartements de 9,6 % et des terrains de 8 %. Si les différentes données diffusées peuvent sembler entrer en contradiction, un élément d'explication peut être apporté par la prise en compte d'un "effet de débordement" de l'évolution *moyenne* des prix en 2005 sur l'année 2006<sup>20</sup>.

Il est certes prématuré de tirer des conclusions à partir de données partielles. L'hypothèse d'un éventuel ralentissement doit naturellement encore être confirmée. La détente du marché résidentiel a déjà été annoncée à plusieurs reprises ces dernières années, mais ne s'est encore jamais concrétisée.

## **1.2.4 DESCRIPTION DÉTAILLÉE DE LA HAUSSE DES PRIX EN BELGIQUE**

### *a L'évolution selon les types de biens immobiliers*

Seuls les prix des maisons d'habitation sont repris dans l'indice des prix des logements belges publié par la BCE. Il est néanmoins intéressant d'examiner en parallèle l'évolution du marché des appartements et des terrains à bâtir. Les choix des ménages en faveur du logement neuf ou existant, ou de l'une ou l'autre catégorie de logements méritent également l'attention.

Une préférence croissante pour les appartements se marque dès le début des années 1990. Leur part dans le chiffre d'affaires de l'ensemble du marché secondaire de l'immobilier a depuis lors augmenté substantiellement. Alors qu'elle s'élevait à seulement 13,7 % en 1990, elle atteint 19,6 % en 2003 et même 21 % en 2004. Cette évolution s'est essentiellement opérée au détriment de la maison d'habitation unifamiliale et des terrains à bâtir. La part des maisons d'habitation dans les transactions immobilières est ainsi passée de 50,6 % en 1996 à 46,5 % en 2004. L'année 2005, on l'a signalé, change néanmoins la donne : ce pourcentage atteint désormais 52,1 %.

20 Van de Cloot, I., 2006, "Atterrissage en douceur du marché immobilier toujours possible", Focus on residential Real Estate in Belgium, ING Economics Department, Novembre 2006, pp. 5-6. Reprenant les données de l'INS, l'auteur illustre ce principe de la façon suivante : si le prix moyen d'une maison d'habitation en Belgique passe de la valeur 100 au 1er janvier 2005 à la valeur 129,6 au 31 décembre 2005, une augmentation purement statistique de 12,9 % sera observée en 2006.

Une diminution tendancielle du nombre de transactions sur les terrains à bâtir est également constatée. Le nombre de transactions réalisées en 2003 représentait moins de la moitié du niveau atteint en 1989. La part des terrains à bâtir dans la totalité des transactions immobilières s'est réduite de 12 % à 6,5 % au cours de cette période. Elle a cependant augmenté depuis lors pour représenter 8 % des ventes en 2005.

Ces développements reflètent des modifications d'ordre démographique et des choix en matière de style de vie. Les appartements sont de plus en plus fréquemment acquis en tant que logements propres. De ce point de vue, la période actuelle se différencie de nouveau des années 1970. Les ventes d'appartements avaient aussi connu une croissance significative dans la première moitié de cette décennie. Le contexte d'inflation élevée avait renforcé leur attrait comme placement, en particulier pour les investisseurs. Aujourd'hui, on assiste davantage à l'extension d'un mode de vie citadin dans les zones périphériques. Les ménages plus âgés souhaitent se libérer des contraintes liées à l'entretien de grandes maisons d'habitation. Ils ont ainsi tendance à se tourner vers les appartements. En outre, certains acheteurs ont dû se rabattre sur les appartements en raison du prix parfois inabordable des maisons d'habitation.

A propos de la dynamique des prix, le marché des appartements a d'abord connu, jusqu'en 1997, un développement plus lent que celui des maisons d'habitation. Alors que le prix nominal de celles-ci augmentait en moyenne de 6,1 % par an, celui des appartements n'affichait qu'une croissance moyenne de 2,1 % en rythme annuel. Par la suite, le marché des appartements a commencé à rattraper partiellement cet écart. Le taux de croissance annuel atteint 6,8 % en moyenne entre 1997 et 2003, contre 6,2 % pour les maisons d'habitation<sup>21</sup>. L'écart est plus marqué en 2004 : l'augmentation des prix des appartements s'élève à 14,6 % et celle des maisons d'habitation à seulement 10,3 %. En raison du décalage subsistant, les appartements peuvent constituer une alternative économique aux maisons d'habitation, ce qui accroît leur demande de la part des ménages et fait monter leurs prix. La tendance s'est toutefois inversée en 2005, avec une progression plus rapide du prix des maisons d'habitation par rapport à celui des appartements.

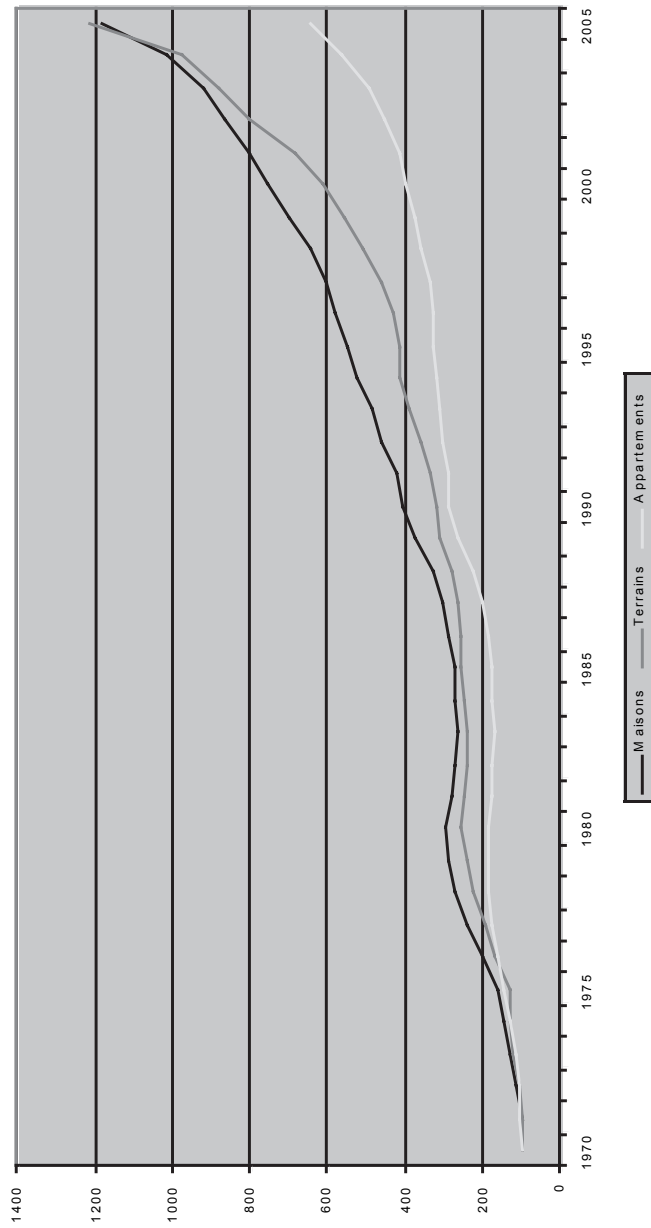
La hausse des prix des terrains à bâtir a été particulièrement explosive dès la seconde moitié des années 1990. L'indice national des prix des terrains a comblé le retard qu'il avait accumulé depuis les années 1950 sur l'indice des prix des maisons d'habitation. L'évolution de l'indice des prix de ces différentes catégories de biens immobiliers depuis 1970 est schématisée au graphique 4.

---

21 Janssens, P. et P. De Wael, 2005, *50 années de marché immobilier en Belgique 1953-2003 où l'histoire nourrit l'avenir*, Roularta Books, Bruxelles, p. 100.

### Graphique 4

Indice des prix des maisons d'habitation, appartements et terrains à bâtir 1970-2005 (indice 100 = 1970)



Source : Stadim

Un arbitrage s'opère également entre le marché primaire et le marché secondaire. L'acquisition d'un logement neuf présente à la fois des avantages et des inconvénients par rapport à l'achat d'un logement existant. Ces deux types de logement ne sont pas parfaitement substituables. L'arbitrage tient non seulement au coût direct, mais aussi aux préférences traditionnelles, à l'offre de terrains à bâtir, ou encore au système de subsides et d'incitants fiscaux disponibles. Une préférence pour les nouvelles constructions peut notamment s'expliquer par l'inadaptation de l'offre existante à une demande spécifique en matière de logement.

Le nombre de maisons d'habitation entamées a sensiblement baissé depuis 1997, même s'il a légèrement augmenté au cours de ces deux dernières années. Parallèlement à l'évolution des transactions sur terrains, ce mouvement signale un déplacement du marché du neuf vers celui de l'occasion. La flambée des prix des terrains à bâtir, surtout en Flandre, a eu pour effet d'inciter les ménages à se tourner vers les habitations existantes.

La ventilation des crédits hypothécaires selon leur but laisse également entrevoir le glissement vers le marché de l'occasion. Selon l'Union Professionnelle du Crédit (UPC), la part des crédits réalisés à des fins de construction dans le montant total des crédits hypothécaires s'est réduite de 20,5 % en 1996 à 13,1 % en 2005. Elle a néanmoins augmenté au cours des trois premiers trimestres de 2006 pour représenter 15,8 % des prêts.

Le rôle des promoteurs immobiliers dans la baisse des transactions sur les terrains à bâtir ne doit toutefois pas être négligé<sup>22</sup>. Ces promoteurs achètent des terrains pour y construire des complexes d'appartements ou de maisons. Ils offrent ainsi un plus grand nombre de logements sur un même terrain. Cette tendance se reflète dans le nombre plus élevé de logements entamés par rapport à celui des ventes de terrains. Ce décalage peut aussi indiquer une augmentation de donations de terrains et de reconstructions suite à des démolitions de bâtiments.

La présence des promoteurs immobiliers sur le marché des terrains à bâtir contribue par ailleurs à alimenter la flambée des prix. De surcroît, avec la multiplication des projets de logements "clés sur porte", les promoteurs pourraient dans une certaine mesure avoir intérêt à ce que le coût du terrain soit alourdi pour représenter une plus large part du prix total du logement. L'acquéreur supporte dans ce cas des frais de transaction moins élevés. Comme le détaillera le chapitre quatre, le taux des droits d'enregistrement sur la valeur du terrain est en effet inférieur à celui de la TVA applicable à la valeur de la construction elle-même.

---

22 L'Echo, 2006, *Le guide immobilier 2006*, supplément à L'Echo du 6 mai 2006, p. 9.

Le renchérissement du prix des terrains a également conduit à une plus grande densité du logement. Le nombre de constructions d'appartements a ainsi dépassé celui d'autres types de logements. Les appartements ont représenté près de 52 % de l'ensemble des nouvelles constructions en 2004, alors qu'ils n'en constituaient que 43 % en 2000. Cette tendance est aussi observable au niveau de l'évolution des permis de bâtir. Les permis délivrés pour la construction d'appartements connaissent depuis 2000 une augmentation sensible et continue.

### *b L'évolution géographique*

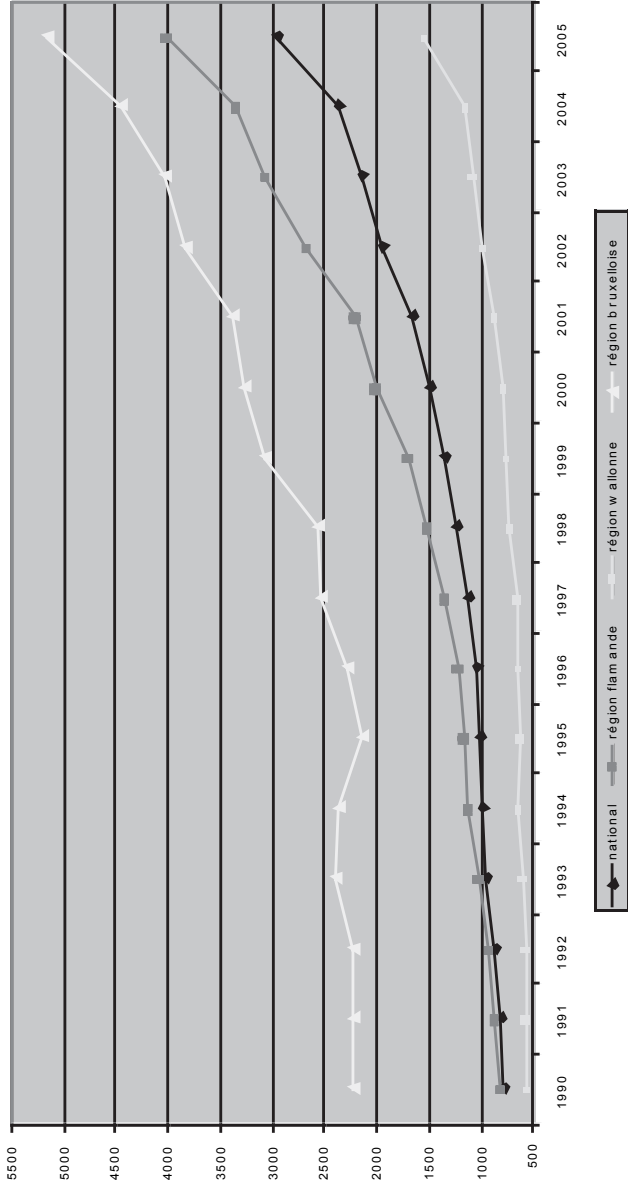
Des disparités en matière de prix des logements apparaissent entre les Régions bruxelloise, flamande et wallonne. Les moyennes régionales masquent en outre une certaine hétérogénéité entre les provinces. Il convient de distinguer le *niveau* des prix de leur *rythme* de progression selon les catégories de biens immobiliers.

Concernant le niveau des prix, c'est dans la Région de Bruxelles-Capitale que les prix des biens immobiliers, toutes catégories confondues, sont les plus élevés du pays. Comme l'indique le graphique 5, la différence est particulièrement marquée pour les terrains à bâtir. Elle est attribuable au fait qu'un grand nombre de transactions concernent des terrains sur lesquels seront érigés des complexes d'appartements ou de maisons. Les terrains sont aussi plus rares en raison du caractère essentiellement urbain de la Région de Bruxelles-Capitale.

Par ailleurs, le rythme de progression des prix s'est fortement accéléré en Flandre de 1997 à 2004. L'écart est particulièrement important par rapport à la Wallonie. Pour cette période, la hausse cumulée des prix en valeur nominale s'élève à 148 % en Flandre, 128 % en Région de Bruxelles-Capitale et seulement 76 % en Wallonie. Un mouvement de rattrapage s'est néanmoins amorcé en 2005 : les prix des terrains ont grimpé de 34 % en Wallonie, contre "seulement" 20 % en Flandre et 16 % en Région de Bruxelles-Capitale.

**Graphique 5**

**Indice des prix des terrains à bâtir selon les régions 1990-2005 (indice 100 = 1953)**



Source: Stadim

La propension pour les nouvelles constructions est traditionnellement plus forte en Flandre. Le rationnement de l'offre face à cette demande soutenue explique la croissance considérable du prix des terrains au Nord du pays. On y observe en parallèle une diminution sensible de la superficie moyenne des parcelles vendues. Selon les données de l'INS, cette superficie est passée de 1227 m<sup>2</sup> en 2001 à 830 m<sup>2</sup> en 2005. Face à la flambée des prix, les ménages ont opté pour des terrains à bâtir de taille plus petite. Cette évolution entraîne par conséquent un rythme de progression des prix plus rapide au m<sup>2</sup> que par parcelle vendue.

En raison de l'explosion des prix, le nombre de transactions sur les terrains à bâtir a aussi fortement chuté en Flandre. Le déplacement vers le marché secondaire, analysé précédemment, s'y est opéré de façon plus prononcée. Ce phénomène de débordement peut être appréhendé par l'examen du ratio entre les transactions sur les terrains à bâtir et les transactions sur les maisons d'habitation existantes : en 1989, on comptait 77 transactions sur terrains pour 100 transactions sur maisons d'habitation ; en 2004, on ne dénombre plus que 26 ventes de terrains pour 100 ventes de maisons d'habitation.

Cette tendance est nettement moins significative en Wallonie. La part des ventes de terrains à bâtir y est cependant plus faible au départ. Le ratio de transactions sur terrains est passé de 39 % en 1989 à 27 % en 2004. Par ailleurs, la diminution du nombre de permis de bâtir et des constructions nouvellement entamées à la fin des années 1990 a été plus prononcée en Flandre.

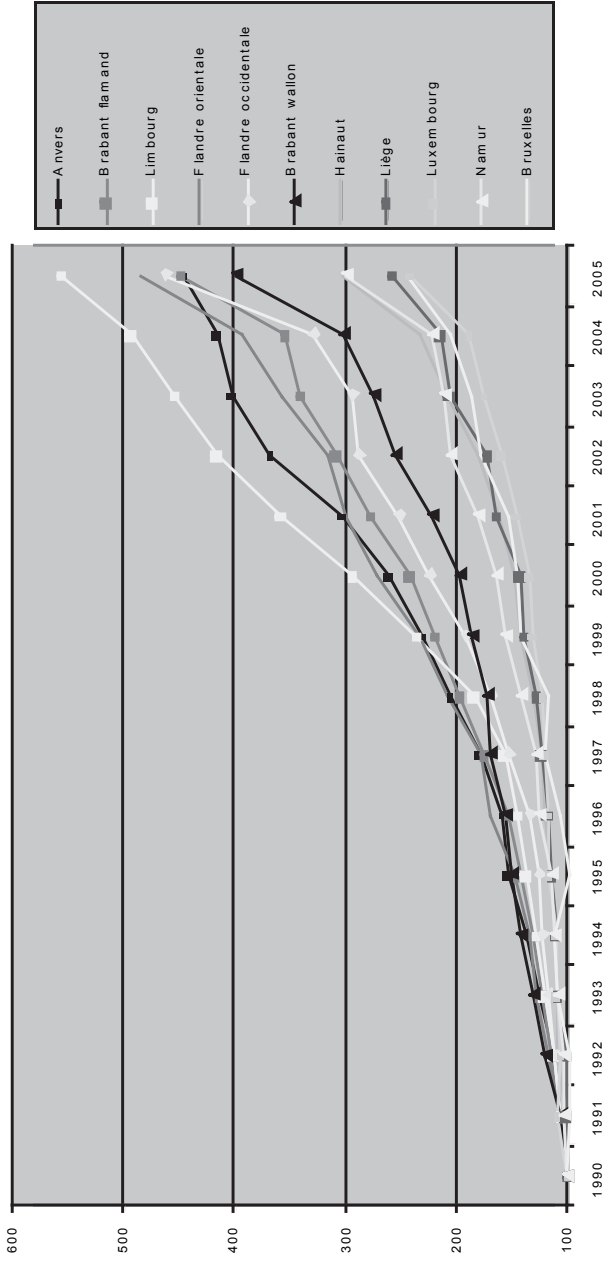
A la différence des terrains à bâtir, l'évolution générale des prix des maisons et des appartements depuis le début des années 1990 diverge relativement peu entre les trois Régions. On peut cependant remarquer un taux de croissance des prix des maisons d'habitation un peu plus rapide en Flandre. Concernant le prix des appartements, la hausse a été plus vive en Région de Bruxelles-Capitale au cours de ces trois dernières années, après avoir été à la traîne au début de la période considérée.

Une fragmentation géographique apparaît également selon les provinces. Les prix des logements les plus élevés, en termes absolus, sont observés dans les communes bruxelloises, suivies par le Brabant wallon et le Brabant flamand. Le niveau des prix dans la capitale exerce un effet de débordement sur les deux Brabant. A l'opposé, les prix des logements sont inférieurs à la moyenne nationale dans les provinces du Hainaut et de Liège. Signalons toutefois la spécificité de la région côtière : l'indice des prix des appartements y est considérablement plus élevé.

L'écart régional relatif aux terrains à bâtir se marque aussi au niveau des provinces. La progression et le niveau des prix sont effectivement plus élevés dans les provinces du Nord du pays. Dans le paysage wallon, le Brabant fait cependant figure d'exception, avec un niveau et une croissance des prix des terrains sensiblement supérieurs à la moyenne régionale, tout en restant inférieurs à ceux de la Flandre. Le graphique 6 fait apparaître ces écarts dans l'évolution des prix des terrains selon les provinces.

Graphique 6

Indice des prix des terrains à bâtir selon les provinces 1990-2005 (indice 100 = 1990)



Source: Stadim

Concernant le taux de croissance des prix, toutes catégories de biens immobiliers confondues, le Limbourg enregistre la plus forte progression depuis le début de la décennie précédente. La hausse est particulièrement explosive pour les terrains à bâtir : leur prix a plus que quintuplé entre 1990 et 2005. De fortes augmentations des prix de l'immobilier résidentiel sont aussi observées dans les provinces d'Anvers et de Flandre orientale. L'évolution dans le Limbourg, est due, d'une part, à l'activité soutenue dans le secteur de la construction et, d'autre part, à la "concurrence" venue des Pays-Bas. Ce deuxième facteur a également joué dans la dynamique des prix des provinces d'Anvers et de Flandre orientale. En raison de la flambée des prix sur leur marché national, les ménages néerlandais des régions frontalières ont préféré acquérir un logement en Belgique. Des raisons fiscales ont pu aussi motiver ce choix. Cet accroissement de la demande a exercé une pression sur les prix. Ce phénomène se serait quelque peu stabilisé en 2005, même si les prix demeurent plus élevés en zone frontalière.

Des différenciations peuvent aussi apparaître à un niveau plus local (arrondissements et communes). L'importance du facteur géographique ne doit pas être négligée. La distance séparant un bien immobilier des principaux pôles d'activité et d'emploi, ainsi que la durée de ces trajets orientent le mouvement des prix. De telles barrières géographiques exercent une incidence négative sur les prix des logements : les prix des biens dont la situation est isolée des pôles d'activité tendent à être inférieurs à ceux des logements qui bénéficient d'une localisation plus attractive<sup>23</sup>.

### **1.2.5 LES INDICATEURS DE L'ACTIVITÉ DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL**

Le dynamisme du marché du logement peut se mesurer par l'intermédiaire d'autres indicateurs que la croissance des prix. L'évolution du nombre de transactions, de permis de bâtir, de logements nouvellement entamés, ainsi que le volume et le nombre de crédits hypothécaires octroyés témoignent également de l'intensification de l'activité sur le marché résidentiel.

Une augmentation du nombre de transactions immobilières constitue généralement un signe que "le marché tourne bien". A l'inverse, une baisse du nombre de transactions peut signaler que les vendeurs se retirent du marché résidentiel dans l'attente de conditions plus favorables. Par exemple, lors du cycle précédent, le nombre de transactions sur les maisons d'habitation avait atteint un chiffre record lors du pic de 1979, avant de connaître une chute de plus de 20 % au cours de la période de récession ultérieure.

---

23 De Bruyne, K. and J. Van Hove, 2006, "Explaining the spatial variation in housing prices: an economic geography approach", Center for Economic Studies, Discussion Paper Series DPS No15, September 2006.

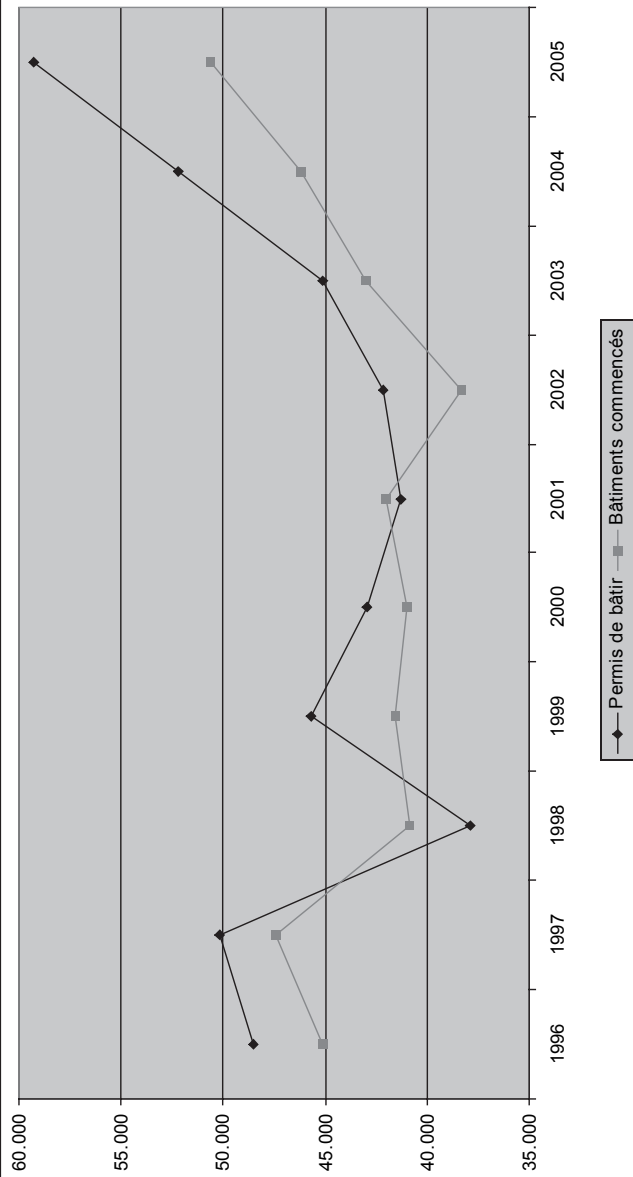
Pour la période récente, le volume de transactions sur les maisons d'habitation oscille d'une année à l'autre, mais se maintient à un niveau relativement élevé. Les ventes de terrains à bâtir, qui connaissaient une diminution sensible et constante, sont légèrement reparties à la hausse en 2005.

Le nombre de transactions sur appartements a par contre fortement chuté au cours de cette même année. Il recule de plus de 25 % par rapport à 2004. La concurrence des appartements neufs, signalée précédemment, est largement liée à ce phénomène. La construction d'appartements connaît en effet un développement important. Ceux-ci représentaient environ la moitié du total des nouveaux permis de bâtir en 2005, contre seulement un tiers dix ans auparavant. La baisse des transactions enregistrée en 2005 doit en outre être relativisée par la forte croissance des ventes au cours des quatre années précédentes.

Rappelons toutefois que les données partielles pour l'année 2006 semblent indiquer une baisse générale du nombre de transactions, qui pourrait elle-même refléter un tassement du marché.

L'activité sur le marché du logement neuf peut précisément être examinée grâce aux indices du secteur de la construction, tels que les autorisations de bâtir et les logements réellement commencés. Comme l'illustre le graphique 7, le nombre de permis de bâtir et le nombre de logements entamés ont connu un déclin prononcé dès 1997. Ils sont en hausse constante depuis 2001 et 2002 respectivement. L'évolution du nombre de permis de bâtir délivrés est particulièrement soutenue depuis 2003. Elle atteint 40 % pour la période comprise entre 2003 et 2005, ce qui reflète une demande de logements neufs très vigoureuse. A propos des chiffres relatifs à l'ensemble de l'année 2005, un nombre comparable de nouveaux permis n'avait plus été enregistré depuis 25 ans.

**Graphique 7**  
**Evolution du nombre de permis de bâtir et de logements entamés**  
**1996-2005**



Source: INS

Ce dynamisme se répercute dans la forte progression de l'activité des entreprises de la construction, évaluée à 5,4 % du PIB en 2005. Elle apporte ainsi un soutien à la croissance économique dans son ensemble. Le dynamisme observé dans le secteur de la construction est essentiellement attribué au niveau extrêmement faible des taux d'intérêt sur le marché du crédit hypothécaire<sup>24</sup>.

La ventilation des permis urbanistiques selon les Régions indique par ailleurs une activité plus importante en Flandre et une reprise significative des nouvelles constructions à partir de 2004.

Il convient de noter que le nombre de permis de bâtir délivrés ne correspond pas à celui des permis effectivement concrétisés. Par conséquent, il ne permet pas de suivre parfaitement l'activité de la construction résidentielle, mais traduit l'intensité de la demande. A l'exception des années 1998 et 2001, le nombre de permis octroyés est resté supérieur à celui des mises en chantier. Cette différence peut entre autres s'expliquer par le délai nécessaire à la mise en œuvre des constructions, ainsi que par l'environnement conjoncturel. En période de faible conjoncture ou dans un climat d'incertitude, les demandes de permis sont introduites, mais la réalisation des plans de construction tend à être reportée.

Enfin, les crédits hypothécaires ont présenté un développement considérable ces dernières années, tant au niveau du nombre de crédits octroyés, que du volume global des prêts accordés. Cette évolution sera toutefois commentée en détail au troisième chapitre, spécifiquement consacré au marché du crédit hypothécaire.

---

24 Confédération Construction, 2006, *Les bonnes performances de la construction*, 13 juin 2006, ([http://www.confederatiebouw.be/press/releases/2006/annualreport/13062006\\_web\\_2\\_fr.pdf](http://www.confederatiebouw.be/press/releases/2006/annualreport/13062006_web_2_fr.pdf)).

## 2 SURÉVALUATION DES PRIX OU ÉVOLUTION JUSTIFIÉE PAR LES FONDAMENTAUX ?

La vive progression des prix dans de nombreux pays traduit-elle l'existence d'une bulle immobilière ? Les prix sont-ils surévalués à l'heure actuelle ? Même si elle est impressionnante, une forte hausse des prix n'est nullement synonyme de bulle ou de surévaluation. Elle peut simplement refléter un ajustement sur l'augmentation de la valeur d'équilibre des logements.

Suivant la définition donnée par l'économiste américain Joseph Stiglitz<sup>25</sup>, la bulle spéculative caractérise un état du marché au sein duquel la montée des prix est uniquement alimentée par des attentes de futures hausses. Elle est déconnectée des fondamentaux. Le mouvement des prix et ces anticipations se renforcent mutuellement : les attentes sont confortées par les augmentations observées et cette confiance engendre de nouvelles progressions de prix. Un retournement de ces anticipations peut dès lors provoquer une correction brutale.

Une bulle spéculative doit en fait être différenciée d'une surévaluation, qui découle d'une erreur d'anticipation des agents économiques ou d'un surajustement par rapport aux fondamentaux. L'écart n'est que transitoire, tandis qu'il est persistant et prononcé dans le cas d'une bulle. Celle-ci se distingue en outre par son caractère autoréalisateur<sup>26</sup>.

L'éventuelle déviation des prix, temporaire ou durable, de leur valeur fondamentale peut être décelée par une analyse des déterminants des prix des logements. Cet examen doit permettre d'infirmer ou de confirmer les propos alarmistes quant à un probable effondrement du marché immobilier.

Plusieurs approches peuvent être adoptées pour juger de la soutenabilité des prix: l'approche macroéconomique, le recours à des indicateurs ou l'optique financière. Les différentes variables économiques, tant du côté de l'offre que du côté de la demande, qui déterminent les prix des logements seront tout d'abord examinées. Cette approche macroéconomique sera ensuite complétée par le passage en revue d'une série de ratios, indicateurs utiles de l'état du marché résidentiel et du niveau des prix. Enfin, dans une approche davantage financière, la nature d'actif de l'immobilier sera envisagée. Celui-ci présente en effet une double nature d'un point de vue économique : l'immobilier procure un service de logement à son occupant, mais il est aussi un bien en capital auquel un rendement est affecté. L'opportunité d'investir dans le marché résidentiel est par conséquent à évaluer.

---

25 Stiglitz, J., 1990, "Symposium on Bubbles", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 4, No 2, Spring 1990, p. 13.

26 Blot, C., 2006, "Peut-on parler de bulle sur le marché immobilier au Luxembourg ?", Cahier d'études Working Paper No 20, Banque Centrale du Luxembourg, Mai 2006, p. 15.

## 2.1 ANALYSE DES VARIABLES ÉCONOMIQUES

Parmi ces variables, une distinction peut être établie entre, d'une part, les éléments qui orientent la demande de logements et, d'autre part, les facteurs qui influencent l'offre. Cette distinction renvoie à la séparation entre le court et le long terme. Dans le court terme, l'offre de logements réagit de façon relativement peu élastique à une demande soutenue. Les prix sont donc essentiellement déterminés par les facteurs qui affectent la demande. En raison de cette rigidité de l'offre, des fluctuations parfois importantes de prix autour de la valeur d'équilibre peuvent relever d'un fonctionnement normal du marché. A plus long terme, l'offre s'ajuste à la demande, tout en restant soumise à un certain nombre de contraintes, telles que la disponibilité de terrains à bâtir.

Afin de mesurer l'influence des multiples variables, plusieurs études ont développé un modèle économétrique à partir d'équations d'offre et de demande de logements. L'objectif est de déterminer si l'évolution des prix sur une longue période se justifie par le développement des conditions relatives à l'offre et à la demande. Un écart sensible entre les prix constatés et les prix prédits par le modèle traduit une déconnexion des prix par rapport à leurs fondamentaux. Comme la création d'un tel modèle dépasse l'objet de cette étude, l'approche adoptée consistera en une analyse qualitative des déterminants des prix des logements. Les résultats de la littérature empirique seront succinctement exposés.

Du côté des variables qui ont soutenu la demande en logements, les facteurs non-financiers seront d'abord évoqués. Les revenus des ménages et les changements démographiques ont influencé cette demande et, partant, la progression des prix. L'analyse portera ensuite sur les facteurs financiers, plus précisément le mouvement ~~des taux d'intérêt~~ et l'évolution du marché du crédit hypothécaire. L'incidence des interventions publiques, par les systèmes de taxes ou de subsides, sera brièvement évoquée. La réponse du côté de l'offre de logements sera enfin étudiée.

Après une présentation théorique du rôle de chacune de ces variables, cette section examine la façon dont elles ont effectivement orienté le mouvement des prix immobiliers européens. L'influence de certains facteurs structurels est commune à l'ensemble des pays, quoiqu'à des degrés divers. L'accent sera mis sur les marchés résidentiels où cet impact est particulièrement significatif. Ces paramètres induisent en effet une dynamique propre au niveau local. Lorsqu'elle sera pertinente, leur incidence au niveau belge sera aussi envisagée. Les facteurs permettant d'expliquer la récente accélération des prix en Belgique seront spécialement identifiés.

Aucune de ces variables ne permet cependant à elle seule de rendre compte du développement des prix. Elles sont de plus susceptibles de varier au cours du temps en fonction des modifications intervenues. Les anticipations des acteurs économiques quant à l'évolution de ces facteurs peuvent aussi jouer un rôle significatif. De telles attentes sont cependant difficilement observables et échappent par conséquent à l'analyse. Leur rôle dans la dynamique des prix sera néanmoins signalé.

### 2.1.1 LE REVENU DISPONIBLE DES MÉNAGES

L'évolution du revenu disponible des ménages constitue une importante variable explicative des fluctuations des prix des logements. La progression du revenu disponible est liée à la croissance économique. Un climat conjoncturel plus favorable tend à accroître l'emploi et le revenu des ménages. Cette hausse améliore leur solvabilité et engendre, partant, une augmentation de leur demande en logements. Les prix sont par conséquent poussés à la hausse. Selon des études empiriques, l'élasticité des prix des logements à une variation de revenus serait proche ou inférieure à l'unité<sup>27</sup>.

Les attentes des ménages relatives à leurs revenus futurs interviennent également dans leur décision d'acquisition d'un logement. En dernier ressort, la demande de logements est déterminée par le revenu permanent, défini comme le flux actualisé des revenus courants et futurs<sup>28</sup>. La variation du taux de chômage exerce une incidence à cet égard : une baisse du chômage réduit l'incertitude quant aux revenus futurs et encourage les ménages à s'endetter pour acheter un logement. Comme le revenu permanent est difficilement observable, son évaluation s'avère néanmoins problématique. De plus, en raison des contraintes liées au financement, les ménages peuvent être amenés à se focaliser sur leurs revenus présents. Pour ces motifs, l'analyse se limite aux revenus courants.

Les différents mouvements des prix des logements sont à mettre en parallèle avec les écarts observés en matière de croissance économique. Les pays présentant une forte inflation immobilière ont connu une croissance plus vive. A la fin des années 1990 et au début de la décennie suivante, le rythme de progression des prix a été particulièrement élevé en Espagne et en Irlande. Ces pays ont aussi affiché une croissance économique supérieure à la moyenne européenne, qui a contribué à augmenter le revenu disponible des ménages. La croissance s'est même légèrement accélérée en 2005, alors qu'un fléchissement de l'activité était observé dans la plupart des autres pays. En outre, les créations d'emploi ont été très importantes. Entre 1994 et 2003, le taux de chômage est passé de 19,5 % à 8,4 % en Espagne et de 11,7 % à 4 % en Irlande. L'activité très dynamique au Royaume-Uni est également à associer au phénomène d'élévation soutenue des prix.

---

27 ECB, 2003, *Structural factors in the EU housing markets*, op. cit., p. 22..

28 Baugnet, V., D. Cornille et M. Druant, 2003, "Le marché belge du logement dans une perspective européenne", *Revue Economique*, BNB, 2ème trimestre 2003, p. 41.

Les liens avec le marché résidentiel ne jouent pas en sens unique. La vigoureuse croissance espagnole est notamment attribuée au dynamisme du secteur de la construction dans un marché immobilier en plein essor<sup>29</sup>. En Irlande, l'importance de l'activité de la construction, principalement la construction résidentielle, a aussi contribué à soutenir la croissance du pays lors du ralentissement économique général du début des années 2000<sup>30</sup>. Ces développements se reflètent dans la part très élevée de la construction dans le PIB de ces pays.

A l'autre extrémité de ce spectre, la faiblesse de la croissance économique est allée de pair avec une stagnation ou une diminution des prix en Allemagne. Le tassement du marché de l'immobilier aux Pays-Bas dès 2001 a aussi coïncidé avec un ralentissement plus prononcé de la croissance que dans les autres pays européens.

L'économie belge n'a pas connu une croissance aussi robuste qu'en Irlande ou en Espagne, qui aurait exercé une pression à la hausse d'une même ampleur sur la demande et les prix des logements. L'augmentation plus modérée des prix (du moins jusqu'en 2004) doit être rapprochée d'un taux de croissance annuel se situant aux alentours de la moyenne européenne.

## 2.1.2 LES MODIFICATIONS DÉMOGRAPHIQUES

Les développements démographiques constituent un autre facteur permettant de rendre compte des variations de la demande en logements. Une hausse du nombre de ménages entraîne une plus forte demande de logements et influence la dynamique des prix. Il faut en outre prendre en considération l'évolution de la structure de la population en fonction des différentes tranches d'âge. Les caractéristiques de certains groupes par rapport à la population totale, en particulier l'âge auquel les personnes sont susceptibles de former un ménage, déterminent effectivement la demande.

Le nombre de ménages dépend non seulement du taux de croissance global de la population, mais aussi de l'évolution du nombre moyen de personnes par ménage. Au cours de ces dernières années, cette seconde variable a constitué l'élément le plus significatif sur la demande de logements. La croissance de la population totale est en effet restée relativement limitée dans la plupart des pays. Le nombre de ménages a par contre progressé à un rythme plus rapide que la population totale. Cet écart reflète une tendance générale vers une diminution de la taille moyenne des ménages dans les pays européens. Ce développement peut être attribué à l'éclatement des cellules familiales, au vieillissement de la population, à une plus grande autonomie des personnes âgées, ou encore à la baisse du nombre de naissances.

29 Cette situation reflète aussi la vulnérabilité de l'économie espagnole en cas de refroidissement du marché immobilier. Une baisse de la demande de logements pourrait entraîner un ralentissement de l'activité et une diminution de l'emploi. Cf. Igal, J., 2006, "The Spanish housing market: are we in for a soft landing?", ECFIN Country Focus, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Volume 3, issue 1, 28 February 2006.

30 Čech, Z., 2006, "Ireland: no place like (my own) home?", ECFIN Country Focus, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Volume III, Issue 13, 20 October 2006. L'auteur souligne les questions soulevées par ce boom de la construction, notamment au niveau de l'efficacité de l'allocation des ressources et de la stabilité des recettes fiscales, dont la dépendance aux évolutions du marché résidentiel s'est accrue.

Ce phénomène de réduction de la taille des ménages est également observable en Belgique. La taille moyenne des ménages belges est passée de 2,95 personnes en 1970 à seulement 2,32 personnes en 2005. Cette tendance au rétrécissement des noyaux familiaux est plus marquée en Flandre.

En raison de cette diminution de la taille des ménages, le nombre d'unités d'habitation nécessaires se trouve accru, à évolution démographique inchangée. L'effet de ce changement démographique n'est pas seulement d'ordre quantitatif, il est aussi qualitatif. Il traduit une importante modification des styles de vie en cours depuis plusieurs années. La demande s'oriente davantage vers des maisons d'habitation plus petites ou vers les appartements<sup>31</sup>.

Dans le cas de l'Espagne et de l'Irlande, l'immigration élevée a également contribué à la croissance de la demande en logements. Si elle se poursuit, cette évolution démographique pourrait contrebalancer la baisse du taux de croissance de la population dans les années à venir.

Concernant la spécificité du marché allemand, le déclin des prix immobiliers est à associer à un ralentissement du taux de croissance de la population et même à une diminution de la population à partir de 2004. Le nombre de ménages continue cependant d'augmenter, quoique à un rythme moins rapide qu'au début des années 1990.

Au niveau de la structure de la population, une hausse de la part du groupe atteignant la trentaine augmente la proportion d'individus en âge de constituer un ménage. Un tel développement stimule la demande en logements et se répercute sur les prix. Un taux de croissance plus rapide de cette part de la population a pu être observé en Espagne, en France, en Irlande et aux Pays-Bas. Or, les prix des logements ont connu une progression très rapide dans ces pays.

D'autres évolutions socio-démographiques exercent une influence sur les différentes variables économiques envisagées et donc sur l'ensemble du marché résidentiel. Par exemple, la participation accrue des femmes au marché du travail donne lieu à une généralisation des ménages à deux revenus. Bénéficiant de revenus plus élevés, ces ménages sont encouragés à s'endetter plus lourdement pour acquérir un logement. De plus, le vieillissement de la population peut avoir des conséquences au niveau du taux d'épargne et des taux d'intérêt<sup>32</sup>. En vue de se préparer à la retraite, les individus ont tendance à augmenter leur taux d'épargne, ce qui pousse les taux d'intérêt à long terme à la baisse. L'importance de ce facteur financier sur la demande, examinée ci-après, se trouve dès lors renforcée. Rappelons aussi l'impact du vieillissement de la population sur le type de logement recherché.

---

31 ERA, 2005, "ERA Europe Market Survey 2004/2005", Issue No 5, September 2005, p. 12.

32 Ahearne, A., J. Ammer, B. Doyle, L. Kole and R. Martin, 2005, "House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No 841, September 2005, p. 12.

### 2.1.3 LES FACTEURS FINANCIERS

L'acquisition d'un logement étant généralement financée par un emprunt<sup>33</sup>, les facteurs financiers jouent un rôle primordial dans la dynamique des prix. La décision d'acheter un logement dépend du coût, de la disponibilité et de la flexibilité du financement externe. Le coût de ce financement sera d'abord analysé à travers le mouvement des taux d'intérêt. L'évolution des contraintes de financement pesant sur les ménages européens sera ensuite étudiée. Seul le mécanisme d'influence de ces facteurs sur la demande est envisagé ci-après. L'examen des principales caractéristiques des marchés du crédit hypothécaire européens fera l'objet du troisième chapitre.

#### *a Le mouvement des taux d'intérêt hypothécaires*

Les taux d'intérêt hypothécaires ont connu une diminution sensible, à la fois en termes réels et nominaux. Ce repli a concerné l'ensemble des taux peu importe leur durée, bien qu'à des degrés divers.

Ce développement a exercé une influence prépondérante sur le marché résidentiel dans son ensemble. Le niveau historiquement bas des taux a rendu le crédit hypothécaire particulièrement bon marché. Or, la demande de crédit est largement influencée par le coût nominal du service de la dette en période initiale de l'emprunt. De nombreux candidats acheteurs ont ainsi été incités à emprunter pour acquérir un logement. Les locataires en situation stable ont aussi été encouragés à passer à l'achat. Les charges de remboursement d'un emprunt dès le début du prêt se sont parfois avérées moins élevées que le montant du loyer d'un logement équivalent. De plus, ces charges financières restent stables<sup>34</sup>, alors que les loyers peuvent être soumis à une indexation. Les ménages qui possédaient déjà un emprunt ont pu profiter du faible niveau des taux pour refinancer leur prêt, surtout lorsque les charges qu'entraîne cette opération sont modérées. En plus de cette attractivité du coût du crédit hypothécaire, les taux de rendement peu élevés des actifs financiers ont renforcé l'attrait du placement immobilier pour les investisseurs privés.

Plusieurs facteurs, de nature temporaire ou structurelle, permettent d'expliquer la diminution des taux réels et nominaux. Elle est en partie due à une innovation et à une compétition accrue dans le secteur bancaire suite à la libéralisation des marchés financiers, ainsi qu'à des modifications réglementaires.

---

33 Nous utiliserons indifféremment les termes de crédit hypothécaire et de crédit au logement (ou à l'habitat) dans la suite de cette sous-section. Une distinction peut cependant être établie entre ces deux dénominations. Le crédit hypothécaire fait référence à un crédit contracté pour acquérir un logement et garanti par le bien immobilier. Le crédit au logement est en revanche garanti par une caution personnelle. La prépondérance de l'un ou l'autre type de crédit diffère selon les pays européens.

34 Cela est particulièrement valable pour les contrats à taux fixe.

La mise en place de l'UEM a également influé sur la baisse des taux. Dans la perspective de l'adoption de l'euro, les taux d'intérêt européens se sont alignés sur les taux allemands<sup>35</sup>. L'ampleur de ce processus de convergence a différé selon les pays. La baisse des taux d'intérêt a été particulièrement importante en Espagne, en Grèce, en Irlande et au Portugal, qui affichaient au départ les taux les plus élevés. Ce mouvement s'est répercuté sur les taux hypothécaires, ce qui a stimulé la demande de crédits et de logements. Ces pays ont enregistré des hausses de prix des logements parmi les plus élevées de la zone. L'évolution de l'inflation détermine par ailleurs le niveau des taux réels. L'inflation plus forte dans ces pays, due à un effet de rattrapage économique (l'effet Balassa-Samuelson), a contribué à la diminution des taux réels. Ceux-ci ont même été négatifs, ce qui a renforcé la demande. La baisse des taux a par contre été moins significative dans les pays, comme la Belgique, où un objectif de cours de change liait la politique monétaire nationale à celle de l'Allemagne<sup>36</sup>.

Les taux ont aussi été entraînés à la baisse par une politique monétaire plus accommodante, visant à stimuler l'économie face au ralentissement conjoncturel de 2001. Outre le très faible niveau des taux, leur plus grande stabilité mérite d'être soulignée. Cette stabilité découle de la politique monétaire menée par la BCE pour maîtriser l'inflation, ainsi que de la crédibilité accrue par cette politique monétaire.

Cependant, l'effet d'une baisse des taux sur la demande et les prix immobiliers peut être assez contrasté. Il dépend de l'ampleur et de la rapidité de la transmission des décisions de politique monétaire en matière de taux directeurs. La façon dont les modifications de taux monétaires sont répercutées sur les taux pratiqués par les banques de détail en matière de crédit hypothécaire varie selon les pays. Les facteurs institutionnels jouent un rôle important à cet égard. L'intégration des marchés financiers, la compétitivité du système bancaire, le cadre réglementaire, la concurrence d'autres formes de financement, ainsi que les préférences traditionnelles pour les contrats à taux fixe ou variable sont autant d'éléments à prendre en considération pour évaluer cet impact<sup>37</sup>.

La sensibilité des taux hypothécaires à une variation des taux directeurs dépend en effet du type de taux du contrat de prêt. Les taux variables sont essentiellement influencés par les taux à court terme, tandis que les taux fixes suivent plutôt l'évolution des taux à long terme. Par conséquent, lorsque les prêts hypothécaires sont majoritairement consentis à taux variable, le coût de l'acquisition d'un logement dépend davantage des variations de taux d'intérêt de la politique monétaire. Les ménages espagnols et irlandais, qui s'endettent principalement à taux variable, ont ainsi pleinement bénéficié de la baisse des taux. Face à la forte demande de crédits et de logements, les prix de l'immobilier résidentiel sont montés en flèche.

---

35 Cette convergence des taux européens est analysée par Angeloni, I. and M. Ehrmann, 2003, "Monetary Policy Transmission in the Euro Area: Any Changes after EMU ?", ECB Working Paper No 240, July 2003.

36 Bagnat, V., D. Cornille et M. Druant, 2003, *ibid*. Les auteurs signalent l'exception des Pays-Bas où le taux d'intérêt réel a connu une diminution plus prononcée en raison de l'accélération de l'inflation.

37 Il convient de noter que la mise en place de l'UEM tend à réduire l'hétérogénéité de cette transmission. Cf. Mojon, B., 2000, "Financial Structure and the Interest Rate Channel of ECB Monetary Policy", ECB Working Paper No 40, November 2000.

Le repli des taux à court terme s'est toutefois répercuté sur les taux à long terme. Les taux obligataires ont atteint un niveau plancher dans un contexte caractérisé par le repli prolongé des taux courts, le faible niveau d'inflation, la crédibilité accrue des politiques monétaires et l'aversion pour les placements risqués<sup>38</sup>. Ce mouvement a permis aux pays à dominance de crédits hypothécaires à taux fixe de tirer également parti de la diminution des taux. Le troisième chapitre analysera en détail ces différents systèmes de financement dans l'Union européenne (UE).

Pour un taux d'intérêt réel constant, le coût d'un logement est aussi affecté par le niveau d'inflation. Deux effets opposés sont ici à distinguer. D'un côté, en cas d'inflation plus élevée, le montant réel des premiers remboursements d'un emprunt augmente<sup>39</sup>. Les ménages qui souhaitent acquérir un logement rencontrent des contraintes de financement plus importantes. Ils peuvent être davantage réticents à contracter un emprunt, notamment en raison du décalage avec lequel leurs revenus sont indexés ou d'une plus grande attention prêtée aux taux d'intérêt nominaux. D'un autre côté, les ménages déjà endettés voient leurs charges financières s'alléger. En outre, si la nature d'actif de l'immobilier est prise en compte, l'attrait du placement immobilier comme rempart face à l'inflation se trouve renforcé. Les perspectives de rendement locatif, grâce à l'indexation des loyers, et de réalisation de plus-value deviennent attrayantes aux yeux des investisseurs. Le rôle joué par l'inflation dans les fluctuations des prix des logements s'est cependant atténué au cours de ces dernières années, surtout en comparaison avec les années 1970. Le niveau d'inflation est en effet devenu nettement plus faible et moins volatile<sup>40</sup>.

---

38 D'autres facteurs globaux rendent compte du faible niveau des taux longs. Il est ainsi attribué à une augmentation de la propension à épargner dans les pays émergents et en voie de développement. L'attitude des banques centrales asiatiques (avec un rôle prépondérant de la Banque centrale chinoise) est également avancée comme facteur explicatif. Afin de limiter l'appréciation de leur monnaie et de préserver la compétitivité de leurs exportations, elles ont acheté massivement des bons du Trésor américain. En renforçant de ce fait la demande pour les emprunts étatiques, elles ont contribué à la diminution des taux à long terme. A ce facteur s'ajoute le recyclage des pétrodollars. La demande a aussi été soutenue par la recherche d'obligations de longue maturité par les fonds de pension, surtout au Royaume-Uni, soucieux d'assurer la couverture de leurs passifs sur le long terme (pour une analyse de cette problématique cf. Ahrend, R., P. Catta and R. Price, 2006, "Factors Behind Low Long-Term Interest Rates", OECD Economics Department Working Paper No 490, 13 June 2006).

39 Cela s'explique par le schéma de remboursement d'un emprunt. Pour un prêt "classique", les paiements en début de période sont principalement constitués de paiements d'intérêts et comprennent relativement peu de remboursement du capital emprunté. La part d'intérêts diminue progressivement au fur et à mesure du remboursement, tandis que celle du capital augmente. Lorsque l'inflation et les taux d'intérêt nominaux sont élevés, les intérêts à payer sur la durée totale du prêt sont plus importants. Les charges financières se déplacent par conséquent sur la phase initiale de l'emprunt. Comme le montant des premiers remboursements se trouve augmenté, l'impact sur la demande de crédit est négatif. Les contraintes de financement sur le court terme dépendent donc essentiellement du taux d'intérêt nominal. Cf. Debelle, G., 2004, "Macroeconomic implications of rising household debt", BIS Working Paper No 153, June 2004, p. 5.

40 Cette diminution du rôle de l'inflation est vérifiée empiriquement par Tsatsaronis, K. and H. Zhu, 2004, "What drives housing price dynamics: cross-country evidence", *BIS Quarterly Review*, March 2004, pp. 71-76.

Le rôle des attentes des ménages a déjà été souligné à propos de leurs revenus disponibles. Le taux d'intérêt *attendu* et les anticipations inflationnistes constituent également des facteurs déterminants des décisions d'investissement des ménages. Cette remarque rencontre cependant la même limite que précédemment, à savoir l'impossibilité d'observer de telles anticipations.

### *b Le marché du crédit hypothécaire*

En dehors du taux d'intérêt, le comportement des établissements de crédit en matière d'offre détermine les conditions de financement d'un logement. Un accès plus large au crédit, un assouplissement des exigences d'attribution des crédits aux ménages, ainsi qu'une gamme élargie de produits hypothécaires, ont stimulé la demande de prêts au logement.

#### *\* Un accès plus aisé au crédit*

Les contraintes de financement pesant sur les ménages ont été réduites grâce à la libéralisation et la dérégulation des marchés financiers, qui se sont déroulées au cours des années 1980. Ce mouvement a donné lieu à un accroissement significatif des crédits. Une part non négligeable de ces liquidités a été utilisée à des fins immobilières. Auparavant, les marchés du crédit étaient hautement réglementés et caractérisés par une faible compétition. Les prêts aux ménages et aux entreprises étaient fortement rationnés. Les restrictions pouvaient par exemple correspondre à des limitations quantitatives, notamment sous la forme de l'existence de plafonds. Un contrôle était aussi effectué sur les taux des crédits et des dépôts, ce qui entravait les possibilités de prêts des banques. De plus, une certaine "entente" pouvait exister entre les banques pour s'aligner sur les taux pratiqués par l'institution bancaire publique. La libéralisation a accru la compétition sur le marché du crédit hypothécaire et renforcé son intégration au sein du système financier.

La modération du financement des sociétés permet aussi d'expliquer la stratégie d'offre accrue des banques en faveur des ménages. L'octroi de crédits aux entreprises non-financières a effectivement diminué ces dernières années dans la zone euro, à la suite d'une demande plus faible de nouveaux crédits<sup>41</sup>. Les montants disponibles pour l'activité de prêt ont dès lors été reportés sur les crédits aux particuliers, principalement sur les crédits au logement. Le risque associé à ces crédits apparaît en outre plus faible que le crédit aux entreprises, vu qu'ils sont garantis par un bien immobilier pouvant être acquis par l'organisme prêteur en cas de défaut de paiement<sup>42</sup>. Une vive concurrence s'est ainsi développée entre les établissements bancaires pour capter ce marché.

41 Cette demande plus faible est attribuée, d'une part, à un comportement attentiste de la part des sociétés à l'égard de nouveaux investissements et, d'autre part, à une plus grande disponibilité de fonds propres grâce à la hausse de la rentabilité, cf. Banque nationale de Belgique (BNB), 2005, Encadré 5 "Prêts bancaires au secteur privé dans la zone euro", *Rapport 2004*, Février 2005, pp. 37-39.

Dans l'ensemble de la zone euro, l'endettement des entreprises a néanmoins de nouveau augmenté en 2005. En Belgique, le recours à l'emprunt est toutefois resté limité.

42 Les banques restent néanmoins exposées à un certain nombre de risques, qui seront envisagés au chapitre sept.

Dans ce contexte de compétition accrue, les banques ont accepté des quotités de financement représentant une part plus importante de la valeur des biens immobiliers achetés. Les opportunités d'emprunt des ménages disposant de peu de fonds propres se sont en conséquence élargies. L'environnement concurrentiel a aussi exercé une pression sur les taux débiteurs appliqués par les banques, ce qui a rendu le crédit hypothécaire encore plus attractif. Néanmoins, la marge bénéficiaire réalisée sur ces crédits a toujours été relativement faible. Ils constituent en fait un produit d'appel pour les banques, leur permettant d'attirer de nouveaux clients et de les fidéliser, notamment par la domiciliation des salaires et par la vente d'autres produits plus rentables. La hausse du volume des prêts octroyés a de plus permis de compenser la réduction des marges bénéficiaires. Il n'en demeure pas moins que les banques ont accru leur dépendance aux revenus découlant de leur activité de prêt hypothécaire.

Une plus grande disponibilité du crédit a de surcroît été rendue possible grâce à des changements structurels au niveau du financement des créances hypothécaires. Les modes de financement dont disposent les établissements de crédit se sont nettement élargis. Fondé traditionnellement sur les dépôts bancaires des particuliers, le financement peut désormais s'effectuer par l'émission d'obligations hypothécaires et par la titrisation des créances. De grandes différences subsistent néanmoins entre pays.

Un mécanisme de renforcement mutuel est par ailleurs à l'œuvre entre, d'une part, le dynamisme du marché du logement et, d'autre part, celui du marché du crédit hypothécaire. La croissance du crédit, associée à l'augmentation du revenu disponible, soutient la demande et alimente la progression des prix des logements. Les ménages sont dès lors contraints d'emprunter davantage pour accéder à la propriété. La valeur du bien apporté en garantie étant plus élevée, le risque d'aléa moral dans la relation entre le prêteur et l'emprunteur est atténué. Comme le prêteur est dans l'impossibilité de contrôler l'action de l'emprunteur une fois le crédit accordé, le risque est que ce dernier adopte un comportement imprudent qui pourrait affecter sa capacité de remboursement. En cas de défaillance, les établissements de crédit peuvent néanmoins saisir le bien immobilier, dont la valeur s'est accrue, et récupérer leur mise. Ils sont ainsi encouragés à relâcher les conditions de crédit et à prêter davantage. La prime de financement externe se trouve réduite. En augmentant la valeur du collatéral, la hausse des prix pousse donc à son tour le crédit à la hausse.

Ce mécanisme peut être à la source de déséquilibres financiers : en particulier, si les prêteurs anticipent une augmentation de la valeur du collatéral, ils peuvent être amenés à sous-estimer leur prise de risques dans l'octroi de prêts. Les risques liés à cette interaction dynamique entre prix immobiliers et crédit hypothécaire seront envisagés au septième chapitre.

L'évolution des conditions d'attribution des crédits à l'habitat au sein de la zone euro peut être appréhendée grâce aux résultats de la *Bank Lending Survey*. Cette étude trimestrielle, réalisée depuis 2002 à l'échelle de la zone euro auprès d'un échantillon représentatif de 90 banques, analyse les conditions d'offre et de demande

sur le marché du crédit, notamment le crédit au logement des ménages. Tant la politique des banques en matière de distribution de prêt, que la demande de crédit de la part des ménages sont examinées. L'enquête concerne les développements des trois derniers mois, ainsi que les évolutions attendues pour les trois mois à venir.

Les banques sont de plus invitées à signaler les facteurs déterminant le resserrement ou le relâchement de leurs conditions de crédit. Outre la compétition dans le secteur bancaire et les coûts de financement, ces facteurs comprennent les contraintes de bilan, ainsi que la perception des risques quant aux perspectives du marché du logement et de l'économie en général.

Depuis le lancement de l'enquête, les conditions d'octroi des prêts au logement se sont progressivement assouplies. Cette évolution est à mettre en parallèle avec la forte croissance des crédits au logement : l'application de critères moins stricts a renforcé la demande de crédit des ménages. L'affaiblissement des exigences est principalement attribué à la compétition accrue entre les banques.

Pour la période plus récente, au premier semestre 2006, les attentes relatives au marché du logement ont pour la première fois été identifiées comme un facteur d'assouplissement des conditions de prêt<sup>43</sup>. Les banques ont de plus considéré ces perspectives d'évolution du marché résidentiel comme un élément prépondérant dans le soutien de la demande de crédit des ménages. Cela souligne le rôle du mécanisme d'auto-renforcement entre les prix des logements et le crédit hypothécaire, examiné précédemment. Les conditions de distribution des prêts se sont maintenues au troisième trimestre, mais reflètent toutefois une évaluation plus réservée des banques quant aux perspectives du marché résidentiel : des attentes moins favorables ont freiné l'assouplissement des conditions de prêt<sup>44</sup>.

---

43 ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, Box 2 "The results of the April 2006 bank lending survey for the euro area", May 2006, p. 22, ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, Box 2 "The Results of the July 2006 Bank Lending Survey for the Euro Area", August 2006, p. 20.

44 ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, Box 2 "The Results of the October 2006 Bank Lending Survey for the Euro Area", November 2006, p. 22 sv.

\* *Un choix plus vaste de produits hypothécaires*

Suite au processus de dérégulation du secteur financier, une série d'innovations en matière de prêt hypothécaire se sont développées. Les institutions de crédit ont proposé aux ménages un large choix de produits susceptibles de s'adapter à leur profil d'emprunteur. L'apparition de ces nouveaux produits a contribué à alimenter la demande de crédit. L'offre s'est étoffée entre autres grâce à l'allongement de la durée des contrats, à l'essor des contrats à taux variable, ou encore à l'apparition de prêts autorisant le remboursement du capital seulement à l'échéance.

#### 2.1.4 LES MESURES GOUVERNEMENTALES

Les marchés du logement se caractérisent par un grand nombre d'interventions des pouvoirs publics, notamment par l'intermédiaire de la fiscalité et par l'octroi de subsides. Ces mesures orientent les arbitrages des ménages sous de multiples aspects : elles déterminent les décisions d'investissement parmi les différents actifs, les choix en faveur de l'acquisition ou de la location d'un logement, ou encore les préférences pour le logement neuf ou ancien.

La fiscalité est souvent utilisée comme levier afin de faciliter l'accès à la propriété. Le régime fiscal peut favoriser l'investissement immobilier par comparaison à d'autres formes d'accumulation de richesses, en particulier lorsque des avantages fiscaux sont accordés au financement hypothécaire d'une habitation. Cet encouragement à l'acquisition s'effectue au détriment de la location. Par ailleurs, un système fiscal avantageant les nouvelles constructions peut exercer une pression sur les prix du marché primaire.

La plupart des gouvernements européens ont instauré des incitants fiscaux en faveur de l'achat d'un logement, le plus fréquemment le logement à usage propre<sup>45</sup>. Ils ont eu pour effet de réduire l'élasticité de la demande aux variations des prix des logements et ont par conséquent soutenu cette demande. Cependant, afin d'apaiser les tensions du marché résidentiel, plusieurs pays ont décidé d'amender, voire de supprimer, les systèmes en vigueur.

---

45 La France se distingue par l'existence d'incitants fiscaux axés sur l'investissement locatif. Ainsi, les lois *Robien* et *Borloo populaire* correspondent à un amortissement accéléré de l'investissement immobilier, qui permet aux investisseurs de bénéficier d'une exemption fiscale partielle sur les revenus locatifs perçus. Des plafonds en matière de loyer exigé doivent être respectés pour pouvoir bénéficier du système. Le dispositif *Borloo populaire* s'adresse aux logements loués à des locataires dont les revenus n'excèdent pas un plafond de ressources.

Les gouvernements sont également susceptibles d'influencer le marché résidentiel par le traitement fiscal du patrimoine immobilier et par les droits de mutation sur les transactions immobilières. L'impact sur l'augmentation de la demande et les prix des logements sera plus prononcé si ce régime fiscal est attractif ou si les droits de mutation sont faibles. A titre d'exemple, la forte expansion des prix en Irlande est partiellement attribuable à un système fiscal avantageux en faveur de la propriété immobilière. Ce régime permet la déduction des intérêts hypothécaires, mais n'impose ni les loyers imputés, ni les plus-values sur la résidence principale. En outre, il ne comprend plus de taxe sur la propriété. La suppression de cette taxe en 1997 a précisément stimulé la demande.

Par contre, des droits de mutation élevés augmentent les coûts de transaction et réduisent la probabilité de développements de comportements spéculatifs<sup>46</sup>.

Les décisions d'investissement des ménages peuvent aussi être orientées par le régime de subventions proposé par les pouvoirs publics, comme les primes à la construction, à l'acquisition ou à la rénovation. L'octroi de prêts à un tarif préférentiel joue un rôle analogue. Certains pays proposent par ailleurs aux ménages les plus modestes des allocations destinées à leur faciliter la location d'un logement.

Le quatrième chapitre sera spécifiquement consacré à l'examen, au niveau belge, des dispositions fiscales et des subsides associés à l'acquisition d'un logement.

### 2.1.5 LA DEMANDE ÉTRANGÈRE

Ce facteur est spécifique à certains pays : une demande substantielle émanant de l'étranger a renforcé la demande globale en France et surtout en Espagne<sup>47</sup>. Sur le marché espagnol en particulier, la mise en place de l'euro a dissipé les incertitudes liées au taux de change. Cette évolution a sans doute encouragé l'achat de logements, spécialement les secondes résidences, par des non-résidents.

---

46 Maclennan, D., J. Muellbauer and M. Stephens, 2000, "Asymmetries in Housing and Financial Market Institutions and EMU", July 2000, p. 11, (<http://www.housingoutlook.co.uk/Papers/oxrep.pdf>).

47 Le Bayon, S. et H. Péléraux, 2006, "L'exubérance rationnelle de l'immobilier", *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences Po, No 96, Janvier 2006, p. 102. Alors que l'investissement immobilier d'origine étrangère ne représentait que 0,2 point du PIB espagnol en 1994, il atteignait 0,9 point du PIB en 2003 et en 2004, selon les données de la Banque d'Espagne. Les données reprennent les investissements résidentiels et non-résidentiels, mais sont considérées comme représentatives de la tendance sur le marché du logement.

## 2.1.6 L'OFFRE DE LOGEMENTS

Après un examen des facteurs qui déterminent l'importance de l'offre de logements, cette sous-section met en évidence les principales divergences entre les pays européens en matière d'offre. La réactivité de l'offre sera enfin évaluée par l'intermédiaire de divers indicateurs et par les résultats d'une analyse empirique réalisée par la Commission européenne. Seule l'offre de nouveaux logements sur le marché acquisitif est envisagée ci-après. La question de l'offre dans le secteur locatif sera étudiée à la section suivante : les coûts de la location et de l'acquisition d'un logement seront plus particulièrement comparés. Le dernier chapitre évoquera les possibilités d'amélioration du parc de logements.

### *a Analyse des paramètres influençant l'offre de logements*

Les caractéristiques du secteur de la construction, ainsi que le coût et la disponibilité des terrains à bâtir sont autant de variables qui orientent l'offre de logements.

L'offre du secteur de la construction dépend des perspectives de rentabilité liée à la réalisation de nouveaux logements. Face à une demande soutenue, les entreprises de ce secteur vont chercher à maximiser leur profit en répondant à cette demande, à condition qu'elle soit perçue comme suffisamment durable.

Indépendamment de la question de la disponibilité de terrains à bâtir, cette réponse de l'offre reste cependant relativement inerte à court terme. Cette inélasticité s'explique par le délai nécessaire à la réalisation de nouvelles constructions (au niveau du processus d'approbation, de la phase de construction elle-même, etc.). La réactivité de l'offre est de plus liée à la compétition en vigueur dans le secteur de la construction, à la disponibilité d'une main-d'œuvre qualifiée ou encore au niveau de productivité. L'importance des logements sociaux mis à disposition par les autorités publiques joue également un rôle. Ces traits sont propres à chaque marché résidentiel national. La réponse de l'offre peut donc différer considérablement selon les pays.

En raison de ces multiples délais administratifs et techniques, la réaction de l'offre aux signaux des prix des logements est inévitablement plus lente par comparaison à la majorité des autres marchés de biens. Des variations de prix plus prononcées dans le domaine résidentiel peuvent par conséquent être considérées comme une caractéristique normale de ce marché. L'augmentation des prix des logements sera d'autant plus vive si l'offre est inélastique et si elle rencontre une forte demande. Sur une plus longue période, l'offre peut toutefois s'adapter à un déséquilibre du marché.

Tous les pays européens sont néanmoins confrontés à la même problématique d'un manque de terrains disponibles, du moins concentré dans certaines zones, notamment celles situées à proximité des pôles d'activité. Cette rareté entraîne un

renchérissement des prix et explique en partie la hausse des prix des logements. Si la pénurie de terrains disponibles peut être naturelle, elle peut aussi être induite ou renforcée par des mesures gouvernementales. Des politiques restrictives concernant l'offre de zones constructibles concourent en effet à alimenter la flambée des prix. Ces limitations peuvent se présenter sous la forme de réglementations contraignantes en matière d'urbanisme, d'aménagement du territoire ou encore sous la forme de lourdes formalités administratives à remplir pour l'obtention d'un permis de bâtir. Par l'assouplissement des réglementations en vigueur, les gouvernements sont donc en mesure d'accroître la flexibilité de l'offre et de réduire la volatilité des prix.

*b Des situations différenciées selon les pays*

Des politiques limitatives ont fortement restreint l'offre de logements aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. Elles ont de ce fait participé à l'accélération des prix. Inversement, les conditions plus flexibles du côté de l'offre sont à associer à la stagnation des prix en Allemagne.

Au Royaume-Uni, par exemple, la complexité des règles de zonage et la lenteur des procédures d'autorisation ont accru la rigidité de l'offre. De plus, le souvenir du crash immobilier au début des années 1990, source de nombreuses faillites, a freiné l'activité dans le secteur de la construction. La législation a toutefois été réformée en 2004, afin de simplifier et d'améliorer la procédure de planification et, partant, de modérer la croissance des prix<sup>48</sup>. L'élasticité de l'offre est aussi très faible aux Pays-Bas en raison de réglementations très sévères en matière de zonage (en particulier dans les espaces ruraux), de construction et de procédures administratives<sup>49</sup>. A cette offre limitée s'ajoute la problématique d'une densité de population très élevée.

Les marchés résidentiels espagnols et irlandais ont présenté des hausses de prix d'une intensité comparable à celle des Pays-Bas ou du Royaume-Uni. Néanmoins, à la différence de ces pays, la croissance des prix en Espagne et en Irlande a été accompagnée d'une forte progression de l'offre de nouveaux logements. Ces deux pays partagent la caractéristique de présenter un niveau d'investissement en logements parmi les plus élevés dans l'UE. Cette importance se reflète dans la part considérable du PIB consacrée à l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans ces pays, surtout en Irlande. Elle connaît de plus une augmentation continue. En 2005, cette part représentait 13,9 % du PIB en Irlande et 8,9 % en Espagne. A titre de comparaison, le pourcentage atteignait 5,5 % en moyenne dans la zone euro et 5 % dans l'UE.

48 OCDE, 2004, "Etudes économiques : Royaume-Uni", Volume 2004/3, Mars 2004, pp. 64-65.

49 OCDE, 2004, "Etudes économiques : Pays-Bas," Volume 2004/9, Juillet 2004, p. 55 et p. 57. Bien que la question de l'offre de logements donnés en location ne soit qu'abordée à la section suivante, relevons que des règles assez strictes dans ce secteur peuvent aussi restreindre l'offre de logements disponibles, en décourageant l'investissement sur ce marché. Ce facteur a notamment joué sur le marché néerlandais, cf. OCDE, *op. cit.*, pp. 63-64. Des modifications ont néanmoins été apportées en juillet 2006 afin de répondre à cette problématique, cf. The Netherlands, 2006, "Housing market policies and labour mobility", Paper présenté à la réunion de l'EPC Working Group on Eurogroup Issues du 27 février 2006, p. 3.

Cette réponse du côté de l'offre s'est cependant avérée insuffisante pour satisfaire la demande et freiner l'ascension des prix immobiliers. Ces deux pays connaissent en fait une pénurie structurelle, qui n'a pas encore pu être résorbée par l'augmentation des capacités en logements. Cet excès de la demande sur l'offre s'explique essentiellement par l'évolution démographique, l'amélioration des conditions de financement et la demande accrue de secondes résidences<sup>50</sup>.

Concernant l'offre sur le marché résidentiel belge, la rareté des terrains à bâtir, particulièrement en Flandre, et son incidence dans la montée des prix a déjà été soulignée au chapitre précédent. Les décisions gouvernementales ne sont pas étrangères à ce phénomène. Une réglementation plus restrictive en matière de zones à bâtir est en effet entrée en vigueur en Région flamande en 1996 avec le *Ruimtelijk Structuurplan Vlaanderen* ("Le plan d'aménagement du territoire en Flandre"). Cette réglementation a accentué la rigidité de l'offre et la progression des prix.

### c Les mesures de la réaction de l'offre dans les pays européens

Le dynamisme de la réponse de l'offre de logements peut être évalué par l'intermédiaire d'indicateurs, tels que l'évolution du nombre de permis de bâtir ou de l'investissement résidentiel.

Le premier chapitre a déjà mis en évidence un phénomène de renforcement de l'offre en Belgique par l'examen de l'évolution du nombre de permis de bâtir et de logements nouvellement entamés. A l'exception notable de l'Allemagne, cette tendance est observable au niveau de l'ensemble de la zone euro pour la période récente. Après un déclin en 2001, ces indicateurs connaissent une nouvelle progression depuis 2002 et traduisent l'ajustement de l'offre. Ce développement favorable, s'il se poursuit, pourrait contribuer à contenir le rythme de croissance des prix.

La réactivité de l'offre de nouveaux logements a été mesurée empiriquement par la Commission européenne pour neuf pays de la zone euro, ainsi que pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis, sur la période comprise entre 1974 et 2004<sup>51</sup>. Cette analyse évalue le rythme auquel de nouveaux logements sont offerts, sans inclure les modifications concernant l'offre globale de logements. L'offre est estimée comme étant fonction du prix réel des logements. La croissance de la population et les taux d'intérêt sont aussi pris en considération en tant que variables. Les résultats font apparaître une grande hétérogénéité selon les pays : les niveaux d'élasticité de l'offre les plus élevés sont observés en Belgique et aux Etats-Unis, suivis par l'Allemagne. L'élasticité de l'offre est par contre nulle au Royaume-Uni et très faible en Espagne, en Italie, aux Pays-Bas, ainsi qu'au Portugal. La Finlande, la France et l'Irlande occupent une position intermédiaire. Ces divergences sont à attribuer aux différents paramètres examinés précédemment.

50 ECB, 2003, *Structural factors in the EU housing markets*, op. cit., note 31, p. 24.

51 European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, 2006, *Quarterly Report on the Euro Area*, Volume 5, No 1, pp. 23-24.

### 2.1.7 “BILAN” DE L’APPROCHE MACROÉCONOMIQUE ET MODÈLES ÉCONOMIQUES

La récente dynamique des prix est principalement due à un vif accroissement de la demande, qui n’a rencontré qu’une réponse modérée du côté de l’offre. Cette demande de logements a été soutenue par la conjugaison de plusieurs facteurs : la croissance des revenus des ménages, les développements démographiques et surtout les conditions de financement particulièrement favorables.

Plusieurs études empiriques<sup>52</sup> ont rapporté ces différents facteurs aux prix des logements de façon à mesurer leur éventuelle déviation des fondamentaux. Les résultats de nombreuses analyses économétriques font état d’une surévaluation significative des prix en Espagne, en Irlande et au Royaume-Uni. Les résultats sont mitigés pour les Pays-Bas. En revanche, les prix semblent rester en ligne avec les fondamentaux dans les autres pays.

Le mouvement des prix sur le marché résidentiel belge a été étudié grâce à un modèle économétrique développé par le FMI. Par l’application de ce modèle, seuls 8 % de la hausse des prix ne seraient pas explicables par l’évolution des fondamentaux pour la période comprise entre 1970 et 2003. Comme dans la plupart des autres pays, la baisse des taux d’intérêt constitue un facteur prépondérant dans la dynamique des prix<sup>53</sup>.

Par comparaison aux marchés résidentiels les plus dynamiques, la croissance des prix a été plus modérée en Belgique, du moins jusqu’en 2004. Cette moindre progression s’explique par les croissances économique et démographique moins vigoureuses, de même que par un niveau d’inflation plus faible. La demande a aussi été tempérée par la hauteur des coûts de transaction, qui seront examinés au quatrième chapitre. L’accélération des prix en 2004 et surtout en 2005 peut être attribuée à un phénomène de rattrapage<sup>54</sup>, ainsi qu’à une nouvelle amélioration des conditions de financement. En outre, l’évolution du comportement et de l’offre des banques et l’introduction d’un nouveau régime d’avantage fiscal en faveur du logement ont influencé la demande. Ces facteurs de nature institutionnelle seront analysés en détail aux deux chapitres suivants.

---

52 Pour une présentation synthétique des résultats de ces études, cf. Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord and C. André, *op. cit.*, pp. 11-15.

53 Yelten, S., *op. cit.*, pp. 7-8.

54 C’est notamment le cas à Bruxelles, qui reste malgré tout, rappelons-le, une des capitales européennes où les prix des logements restent les plus “accessibles”.

Concernant les facilités de financement, le niveau plancher atteint en 2005 par les taux d'intérêt hypothécaires mérite déjà d'être souligné. Alors que le taux d'intérêt moyen sur les prêts octroyés en 2000 s'élevait à 6,79 %, ce taux était de seulement 3,72 % en moyenne au cours des onze premiers mois de l'année 2005<sup>55</sup>. Des niveaux historiquement faibles ont été atteints pour les diverses maturités de taux : le taux variable s'élevait à seulement 2,97 % et le taux fixe à 3,9 % en septembre 2005. Au coût extrêmement avantageux du financement hypothécaire est venue s'ajouter la perception des acquéreurs potentiels que les taux avaient atteint leur plus bas niveau. Le contexte leur semblait donc particulièrement opportun pour l'acquisition immobilière.

## **2.2 LES INDICATEURS DE LA SOUTENABILITÉ DES PRIX**

La soutenabilité des prix de l'immobilier résidentiel peut être appréciée par le recours à différents ratios. Une déviation sensible de ces ratios par comparaison à leur moyenne de longue période est un indice d'une possible surévaluation de prix.

L'accessibilité financière au logement sera tout d'abord envisagée par l'examen du rapport entre le revenu disponible des ménages et le coût du logement. L'écart entre le coût de la location et de celui de l'acquisition d'une habitation sera par la suite analysé. Ces deux indicateurs établissent le niveau de solvabilité de la demande. Cette section étudiera ensuite le rapport entre les prix des logements disponibles sur le marché secondaire et les prix des logements neufs, afin d'évaluer l'état d'équilibre du marché résidentiel. Les conclusions de cet examen seront finalement exposées.

### **2.2.1 LES RATIOS MESURANT L'ACCESSIBILITÉ FINANCIÈRE AU LOGEMENT**

La mesure de la capacité d'achat d'un logement permet d'estimer l'importance, actuelle aussi bien que future, de la demande. Deux méthodes d'évaluation sont envisagées ci-après. Une diminution de ces ratios traduit une dégradation de l'accessibilité au logement. Si les candidats acheteurs éprouvent des difficultés à acquérir un logement, la demande pourrait finir par s'épuiser. Ce fléchissement de la demande se répercuterait sur les variations de prix.

Le caractère accessible d'un logement peut tout d'abord être jugé de façon (trop) simplifiée en rapportant le revenu disponible des ménages au prix des logements. Cet indice d'accessibilité financière "brut" reflète une détérioration de l'accès au logement depuis 1999. Les prix des logements ont en effet augmenté à un rythme nettement plus rapide que le revenu disponible. Ce décalage s'explique partiellement par un phénomène de rattrapage : entre 1994 et 1998, le revenu disponible avait enregistré une croissance plus forte par rapport aux prix immobiliers.

---

55 BNB, 2006, *Rapport 2005*, Février 2006, pp.151-152 et BNB, 2003, *Bulletin statistique*, 2003-II, p. 154. Il s'agit d'une moyenne des taux pratiqués sur les principales catégories de prêts hypothécaires, pondérée par les montants des nouveaux emprunts de chaque catégorie.

Cependant, cette première approche ne prend pas en considération l'évolution des taux d'intérêt hypothécaires pour juger le caractère abordable d'un logement. Or, l'acquisition immobilière est le plus souvent financée par l'emprunt, dont le coût peut fluctuer au cours du temps en fonction du niveau des taux d'intérêt. Une mesure plus précise de l'accessibilité consiste donc à prendre en compte le coût du service de la dette. Un seul indicateur synthétise désormais l'interaction entre l'évolution des revenus, des taux d'intérêt et des prix. Le revenu disponible des ménages est rapporté à la charge de financement (paiement d'intérêts et remboursement du principal) supportée lors de la première année du prêt<sup>56</sup>. Une diminution du ratio peut traduire une surévaluation des prix des logements, dans la mesure où ils s'écartent des valeurs suggérées par l'évolution des taux d'intérêt et des revenus. L'ajustement permet de plus d'examiner le "taux d'effort financier", c'est-à-dire la part du budget qui est absorbée par le remboursement d'un emprunt.

Ce ratio ajusté est demeuré plutôt stable au cours de ces dernières années dans la zone euro, même si l'accessibilité au logement s'est aujourd'hui quelque peu dégradée par rapport à la fin des années 1990. Le service de la dette afférent à des emprunts hypothécaires d'un montant plus élevé est resté dans les limites des revenus des ménages européens. L'accessibilité s'est même améliorée par rapport au début des années 1990. Comme l'illustre le graphique 8, cette relative stabilité contraste avec la détérioration de l'indicateur "brut" d'accessibilité financière. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt a eu pour conséquence directe d'augmenter la solvabilité des ménages. Le remboursement en capital plus élevé est contrebalancé par une forte réduction de la charge d'intérêts. L'allongement de la durée des emprunts et la flexibilité des remboursements ont aussi contribué à améliorer la solvabilité des ménages. Ces éléments ont permis de compenser la hausse des prix des logements. Pour un taux d'effort donné, la capacité d'emprunt des ménages a en effet substantiellement augmenté.

---

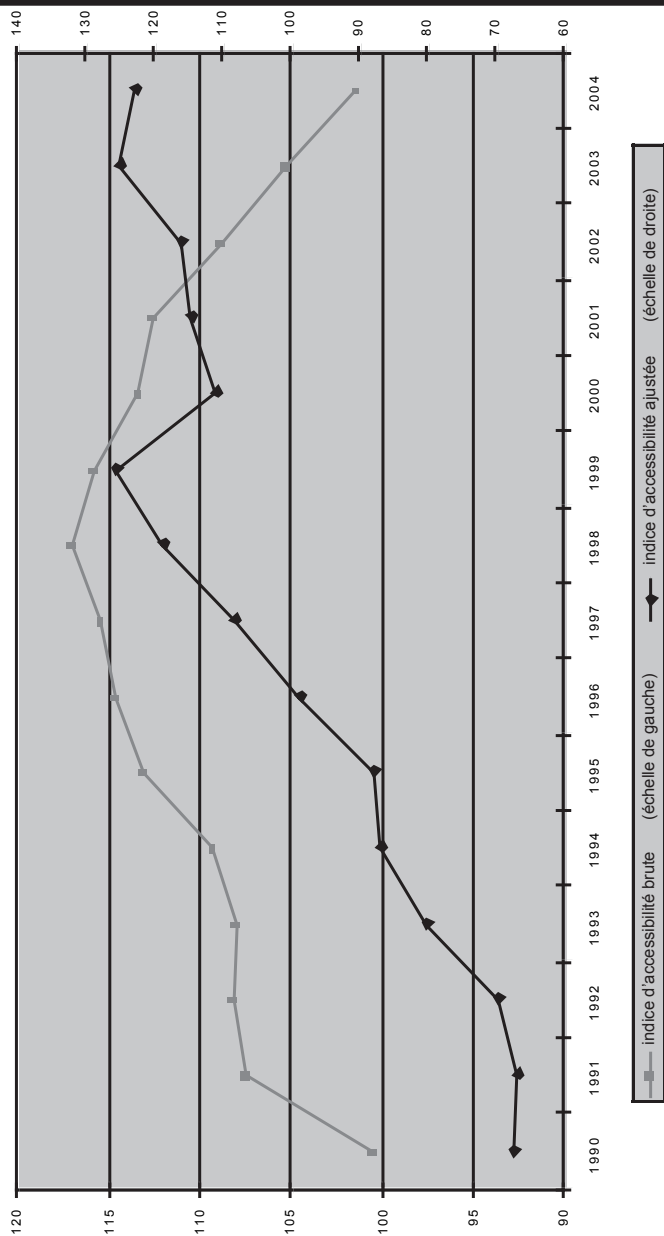
56 Le service de la dette peut seulement être établi de façon approximative à partir du volume des crédits hypothécaires réalisés et d'un taux d'intérêt représentatif, déterminé par les conditions d'emprunt qui prévalent à un moment donné (selon la durée du contrat, la quotité empruntée, la part du budget consacrée au remboursement de l'emprunt, etc.). Il est donc possible que les résultats ne soient pas tout à fait identiques selon les méthodes ou les critères utilisés.

Par exemple, Gilles Moëc analyse l'évolution de la capacité d'achat des ménages en tenant compte de la superficie maximale du logement qu'un ménage moyen peut acheter en consacrant un tiers de son budget au remboursement du prêt. Cette mesure fondée sur la superficie des logements permet d'intégrer la perte ou le gain de bien-être des ménages. Les résultats aboutissent à une détérioration de la capacité d'achat en 2005, depuis le plus haut niveau enregistré selon les pays, de 43,9 % au Royaume-Uni, 35,2% en Espagne, 30 % en France et seulement de 15 % aux États-Unis. Cf. Moëc, G., 2006, "La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe", *Bulletin de la Banque de France*, No 148, Avril 2006, pp. 23-26.

Un autre mode de calcul de l'accessibilité financière inclut la fiscalité immobilière, le régime des subsides et divers autres coûts liés à la détention d'un logement. (Cf. Brounen, D., P. Neuteboom and A. van Dijkhuizen, 2006, "House Prices and Affordability - A First and Second Look Across Countries", DNB Working Paper No 83, January 2006). La période étudiée s'étend de 1970 à 2003, les pays examinés sont l'Allemagne, la Belgique, les États-Unis, la France, l'Italie, le Royaume-Uni, et la Suède. Selon cette méthode, la capacité d'achat des ménages était plus élevée en 2003 qu'en 1970, à l'exception du Royaume-Uni et de la Suède.

### Graphique 8

#### Accessibilité brute et accessibilité ajustée au logement 1990-2004 (indice 100 = moyenne)



Source: BCE

Les Pays-Bas font toutefois exception au sein de la zone euro : les charges des emprunts hypothécaires contractés absorbent une part nettement plus importante du budget des ménages néerlandais. Cette situation reflète leur niveau d'endettement particulièrement élevé.

La tendance à la stabilité de l'accessibilité financière se manifeste également en Belgique. Le poids du service de la dette est demeuré relativement constant. Il oscille autour de 30 % du revenu disponible médian d'un ménage. Par comparaison au tout début des années 1990, l'accès au logement est aussi facilité. Une distinction est à opérer au cours du temps pour expliquer cette amélioration<sup>57</sup>. Pendant les années 1990, les prix des logements ont en fait progressé à un rythme assez faible. L'accélération des prix qui s'en est suivie a été amplement compensée par la poursuite de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires. Comme pour l'ensemble de la zone euro, la capacité d'achat actuelle est en légère diminution par comparaison à la fin de la décennie précédente : les ménages belges ont récemment supporté des charges du service de la dette plus élevées.

Signalons que la banque ING a développé pour la Belgique son propre indice d'accessibilité. Il intègre les trois paramètres précités, à savoir le revenu disponible des ménages, le prix des logements et le niveau des taux d'intérêt hypothécaires en fonction d'un modèle type d'emprunt. La période couverte par cet indice débute en 1960. Il est en outre actualisé mensuellement<sup>58</sup>. Le calcul se base sur les prévisions de la banque en matière de revenu et sur les données provisoirement disponibles pour les prix de l'immobilier résidentiel. Les résultats obtenus convergent avec les autres analyses. Selon cet indice, les hausses de prix actuelles ne traduisent pas de signes de surévaluation, même si l'accessibilité au logement est aujourd'hui inférieure par rapport à la fin des années 1990. Cette accessibilité reste largement supérieure aux niveaux observés au début des années 1990 ou des années 1980.

## **2.2.2 LA DIFFÉRENCE ENTRE LE COÛT D'UN LOYER ET L'ACQUISITION D'UN BIEN IMMOBILIER**

Un autre indicateur permettant d'affiner l'analyse du niveau des prix est le ratio entre le coût de la location d'un logement et celui de son achat. Le prix du loyer correspond à la composante loyer de l'indice des prix à la consommation, dont l'évolution est comparée à la variation de l'indice des prix des logements. Ce rapport mesure ainsi l'opportunité d'accéder à la propriété, en se plaçant du point de vue du locataire<sup>59</sup>. Si les prix des logements sont trop élevés par comparaison aux loyers, un arbitrage va s'opérer : il sera plus intéressant pour les acheteurs potentiels de reporter leur achat et de se tourner vers la location. Ce déplacement vers le marché locatif poussera les prix sur le marché acquisitif à la baisse.

57 Bruggeman, A., M. Hradisky et V. Périlleux, 2005, "Prix des actions et de l'immobilier et politique monétaire", *Revue Economique*, BNB, 3ème trimestre 2005, pp. 77-78.

58 Cf. Van de Cloot, I., "Focus on residential Real Estate in Belgium", actualisation mensuelle, (<http://www.ing.be/private:publications.jsp>).

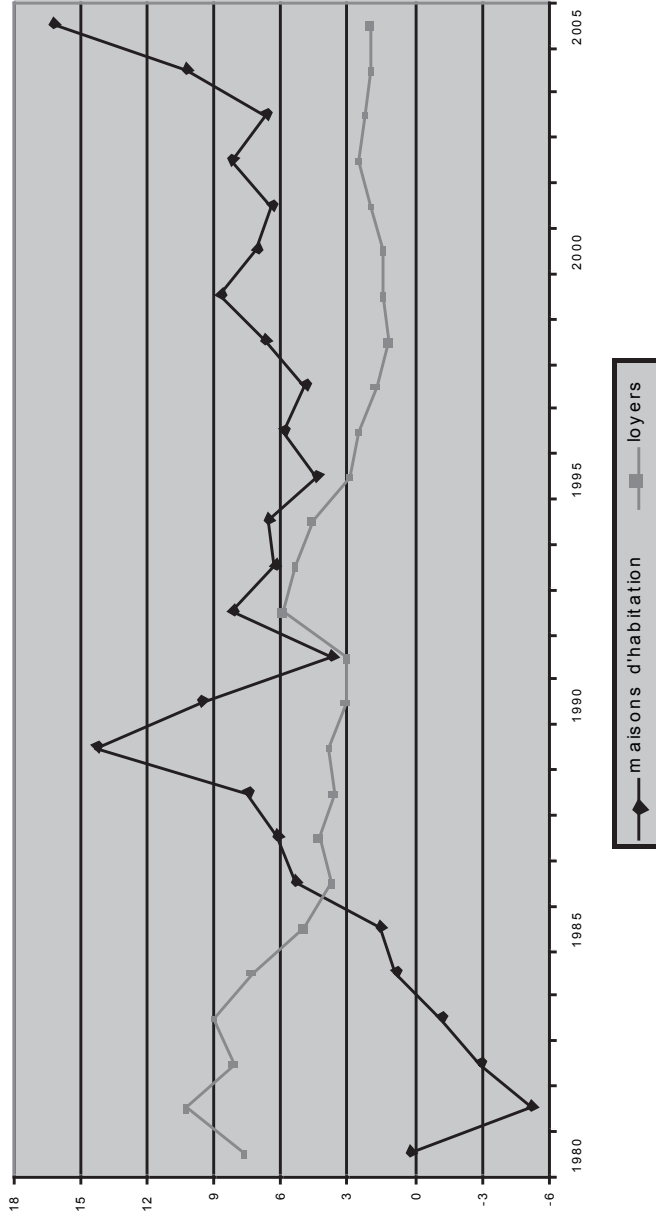
59 Le point de vue du propriétaire qui décide de vendre le logement qu'il occupait pour devenir locataire peut aussi être envisagé. Le capital obtenu grâce à cette vente pourrait être réinvesti sur un autre marché. Cette hypothèse relève en fait de l'approche financière, examinée à la section suivante.

Au cours de ces dernières années, ce ratio entre le coût d'un loyer et l'achat d'un logement a accusé une forte diminution dans la plupart des pays. Elle est en outre plus marquée que celle du ratio d'accessibilité financière. Le rythme de progression des prix des logements a été nettement plus rapide que celui des loyers. Les écarts les plus sensibles par rapport à la moyenne de longue période sont observés en Espagne et en Irlande.

Comme le fait apparaître le graphique 9, les taux de croissance annuels des prix nominaux des maisons d'habitation et des loyers en Belgique ont présenté des évolutions différenciées pour la période comprise entre 1980 et 2005. Une progression nettement plus sensible du prix des maisons d'habitation par rapport à celui des loyers se marque depuis le milieu des années 1990. L'écart s'est considérablement accentué à partir de l'année 2004.

Graphique 9

Pourcentage de variation annuelle du prix nominal des loyers et des maisons d'habitation 1980-2005



Source: Stadim, SPF Economie

Toujours dans le cadre du marché belge, l'évolution du prix d'un loyer a été comparée à celle des charges de remboursement d'un emprunt hypothécaire. La période étudiée s'étend de 1970 à 2004<sup>60</sup>. Le résultat de l'analyse fait apparaître une réduction considérable dans la fluctuation de ce rapport de prix depuis le début des années 1990. Cependant, dès 2000, il est devenu plus intéressant de louer un logement que de l'acheter par rapport au milieu de la décennie précédente. Cette tendance s'est accentuée en 2004. Néanmoins, l'écart entre ces deux types de coût était nettement plus marqué lors du cycle immobilier précédent. L'acquisition d'un logement par comparaison à sa location était particulièrement désavantageuse à la fin des années 1970 et au tout début des années 1980. Ce résultat rejoint ainsi les données fournies par l'indicateur d'accessibilité financière.

L'indicateur du prix de la location d'un logement par rapport à celui de la propriété nécessite également un ajustement, afin de prendre en considération l'évolution du coût d'utilisation lié à la possession d'un logement. Ce coût englobe les pertes ou les gains éventuels associés à la détention d'une habitation : l'économie de loyer du propriétaire occupant, les frais d'entretien et de réparation du logement, le régime fiscal qui affecte la propriété immobilière, la dépréciation ou la valorisation de ce patrimoine, ainsi que les perspectives de réalisation de plus-values futures. L'équilibre sur le marché du logement est atteint lorsque ce coût d'utilisation est équivalent au coût d'un loyer. Le revenu disponible qui subsiste après déduction des dépenses afférentes au service du logement est dès lors comparable dans les deux situations. Les mesures tenant compte de cet ajustement font apparaître un risque de surévaluation des prix en Espagne, en Irlande, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni<sup>61</sup>.

L'écart dans l'évolution des prix pourrait aussi traduire une attente fondée d'augmentation du montant des loyers. Néanmoins, une hausse du prix des logements n'entraîne pas une modification proportionnelle du prix des loyers. Une réglementation assez stricte encadre le secteur locatif, notamment par l'intermédiaire de clauses d'indexation des loyers ou de pluriannualité des contrats. Comme le détaillera le chapitre cinq, cette réglementation a pour effet de limiter la hausse des prix, tout au moins pendant la durée du bail. Ces caractéristiques peuvent par conséquent donner lieu à un écart parfois important entre le prix de l'acquisition d'un logement et le coût d'un loyer. En outre, une partie de la déviation des prix repérée par cet indicateur peut être attribuée à la rigidité de l'offre à court terme, quelquefois renforcée par des mesures gouvernementales.

---

60 Bruggeman, A., M. Hradisky et V. Périlleux, *op. cit.*, pp. 80-81.

61 Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord and C. André, *op. cit.*, p. 22. Rappelons que la Belgique n'est pas incluse dans cette analyse.

Par ailleurs, le choix en faveur de la location ou de l'acquisition est influencé par un ensemble d'autres facteurs. Le traitement fiscal de l'immobilier intervient notamment dans ces conditions d'arbitrage, avec les avantages fiscaux liés au crédit hypothécaire, les impôts fonciers ou éventuellement les impôts sur le patrimoine. L'offre locative peut également être inadéquate ou réduite en raison de réglementations restrictives. On le verra à la section suivante, en dehors du service au logement qu'il procure, l'immobilier est aussi une réserve de richesse pour le propriétaire occupant. Les décisions d'investissement des ménages ne s'opèrent pas uniquement dans une perspective de court terme. Ils sont confrontés à plusieurs incertitudes concernant le montant futur de leur loyer ou de leurs charges financières (dans l'hypothèse où ils se sont endettés à taux variable), ainsi que l'importance de leurs revenus futurs. La crainte du chômage ou la prévision de moindres revenus à l'âge de la retraite peuvent donc inciter les ménages à se constituer un patrimoine immobilier. La possession d'un logement pour l'avenir représente pour ceux-ci un élément sécurisant.

### **2.2.3 LE RATIO ENTRE LE COÛT DU LOGEMENT EXISTANT ET DU LOGEMENT NEUF**

Sur un marché résidentiel en équilibre, l'augmentation du prix des logements existants devrait égaler celle du coût de la construction de nouveaux logements, y inclus le prix des terrains à bâtir. La théorie du coefficient  $Q$  de l'économiste Tobin est généralement utilisée pour analyser ce rapport de prix entre l'immobilier ancien et la construction neuve.

Selon la thèse de Tobin, relative à l'investissement des entreprises, la valeur  $Q$  correspond au ratio entre la valeur boursière des entreprises et le coût de renouvellement du capital. Une relation semblable entre valeur de marché et valeur de remplacement peut être établie pour l'investissement résidentiel. Ce ratio renvoie dès lors au rapport entre le prix des logements existants et le coût de la construction neuve. Lorsque ce ratio est supérieur à l'unité, il devient plus avantageux pour l'acquéreur potentiel d'un logement de se tourner vers le marché primaire. Inversement, lorsque le rapport est inférieur à un, le marché secondaire devient plus attrayant. Sur le long terme, le coefficient  $Q$  devrait toutefois être constant et se rapprocher de l'unité. L'augmentation de la demande sur le marché du neuf ou de l'ancien, selon les cas, pousse les prix à la hausse, de sorte que les prix des logements neufs ou existants deviennent de nouveau comparables.

La flambée des prix des terrains à bâtir a cependant tendance à faire augmenter plus rapidement la valeur de remplacement par rapport à la valeur de marché. Cette orientation entraîne par conséquent une diminution du coefficient Q, ce qui rend le marché du neuf moins intéressant. L'attractivité et l'importance des nouvelles constructions dépendent donc de la part du prix du terrain dans le coût total d'un nouveau logement. La difficulté de fixer précisément cette part du foncier, mais aussi de chiffrer l'amélioration de la qualité des logements, rend toutefois délicat le calcul de la valeur Q<sup>62</sup>. En Belgique, on estime que la part des terrains constituait entre un quart et un tiers du prix global d'un projet de construction au début des années 1990. Elle a ensuite évolué pour représenter 40 % à 50 % du budget total d'un tel projet en 2003<sup>63</sup>.

En raison de cette part croissante des terrains, le coût de la production de nouveaux logements doit être décomposé en deux types de coût : d'une part, les coûts afférents à l'acquisition du terrain et, d'autre part, les coûts liés à la seule construction du bâtiment (matériaux et main-d'œuvre). Ces derniers peuvent être mesurés par l'intermédiaire de l'indice des prix à la production dans le secteur de la construction. Cet indice correspond exclusivement à la valeur du neuf, puisqu'il n'inclut pas le prix des terrains à bâtir. Ce coût de la construction est à mettre en parallèle avec l'évolution des prix des logements. Comme l'illustre le graphique 10, depuis la fin des années 1990, les prix de l'immobilier résidentiel ont progressé à un rythme plus élevé dans l'ensemble de la zone euro et ne reflètent donc pas une augmentation du coût de la production dans le secteur de la construction. L'écart doit certainement être attribué au renchérissement du prix du foncier, non intégré dans l'indice des prix à la production du secteur de la construction<sup>64</sup>. Relevons que des divergences dans l'évolution des prix de la construction et des logements avaient déjà été observées dans le passé.

---

62 Altissimo, F., E. Georgiou, T. Sastre, G. Sterne, M. Stocker, M. T. Valderrama, M. Weth, K. Whelan and A. Willman, 2005, "Wealth and Asset Price Effects on Economic Activity", ECB Occasional Paper Series No 29, June 2005, p. 33. De surcroît, il est malaisé de déterminer la part de la spéculation dans la flambée du prix du foncier.

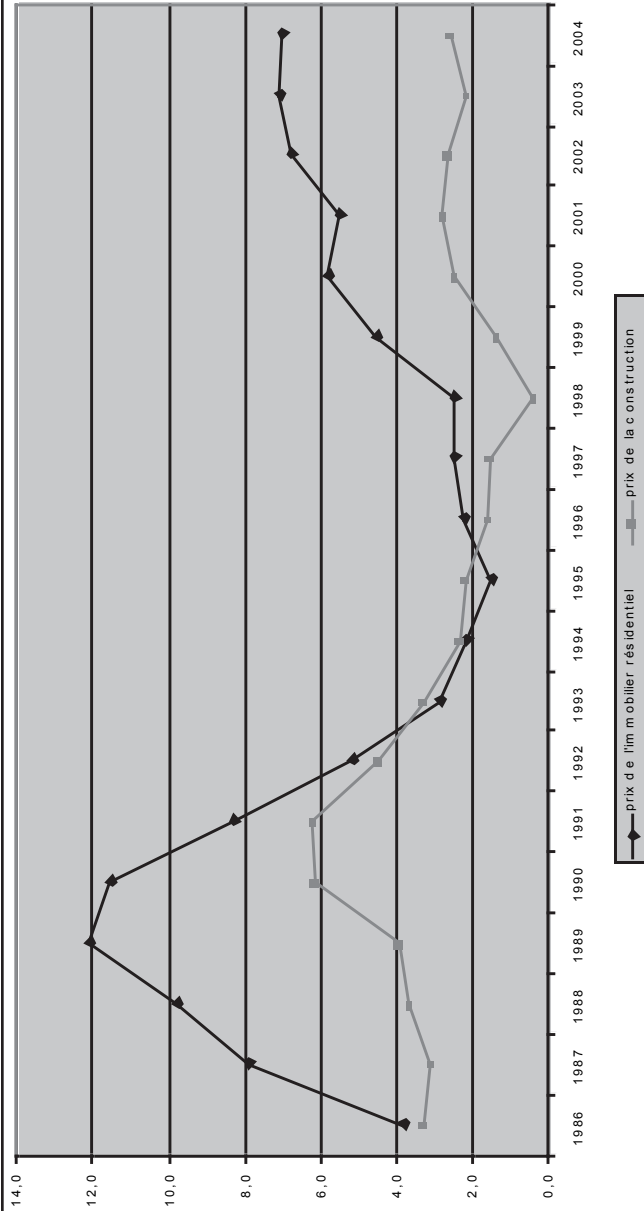
63 Janssens, P. et P. De Wael, *op. cit.*, pp. 122-123.

64 Une augmentation sensible du coût réel de la construction n'est constatée qu'en Autriche, en Finlande, en Irlande et au Royaume-Uni, au cours de la période comprise entre 1981 et 2001. Le coût a même diminué dans plusieurs pays, dont la Belgique, durant cette même période. Cf. ECB, 2003, *Structural factors in the EU housing markets*, *op. cit.*, p. 16.

Par ailleurs, une analyse comparative du rapport entre le prix des logements et le coût de la construction dans 15 pays de l'OCDE montre que c'est en Belgique, au Danemark et aux Pays-Bas qu'apparaissent les écarts les plus marqués entre les deux variables pour la période comprise entre 1985 et 1999. Le coût de la construction est estimé par le déflateur implicite des prix de la construction privée résidentielle. Cf. Girouard, N. and S. Blöndal, *op. cit.*, pp. 18-19 et p. 31.

### Graphique 10

#### Pourcentage de variation annuelle du prix nominal des loyers et des maisons d'habitation 1986-2004



Source: BCE

Dans le cadre d'une analyse spécifique du marché belge, le coût de la construction neuve est appréhendé par l'index ABEX. Cet indice mesure en effet le coût de la construction de logements privés. Il prend en compte le prix des matériaux, le coût de la main-d'œuvre, la marge bénéficiaire des entrepreneurs, ainsi que la TVA. Une moyenne nationale est établie à partir des données régionales, qui peuvent présenter des caractéristiques spécifiques, notamment en raison de normes locales, de choix de mode de vie ou encore de confort. Le graphique 11 montre que l'évolution de l'index ABEX rejoint la tendance générale dégagée au niveau de la zone euro : la croissance du coût de la construction a été nettement moins rapide que celle des prix immobiliers. Par comparaison, lors de la phase d'expansion des années 1970, l'évolution du coût de la construction suivait étroitement celle des prix des logements. Si la divergence constatée pour la période récente est largement due à la part grandissante du prix du terrain dans le coût du logement neuf, ce mouvement a également été déterminé par la modération salariale et par le renforcement de la compétitivité dans le secteur de la construction.

#### **2.2.4 BILAN DE L'ANALYSE DES INDICATEURS**

L'analyse des deux premiers indicateurs signale des risques de surévaluation concentrés sur certains marchés nationaux. Les caractéristiques du marché résidentiel sont cependant difficilement appréhendées par les ratios "bruts". Des ajustements permettent de corriger partiellement l'évaluation. Si le seul examen des indicateurs ne peut suffire à conclure à une surévaluation des prix des logements, l'écart croissant par rapport à la moyenne de longue période doit néanmoins appeler à la prudence. Les évolutions futures du marché résidentiel sont donc à surveiller étroitement.

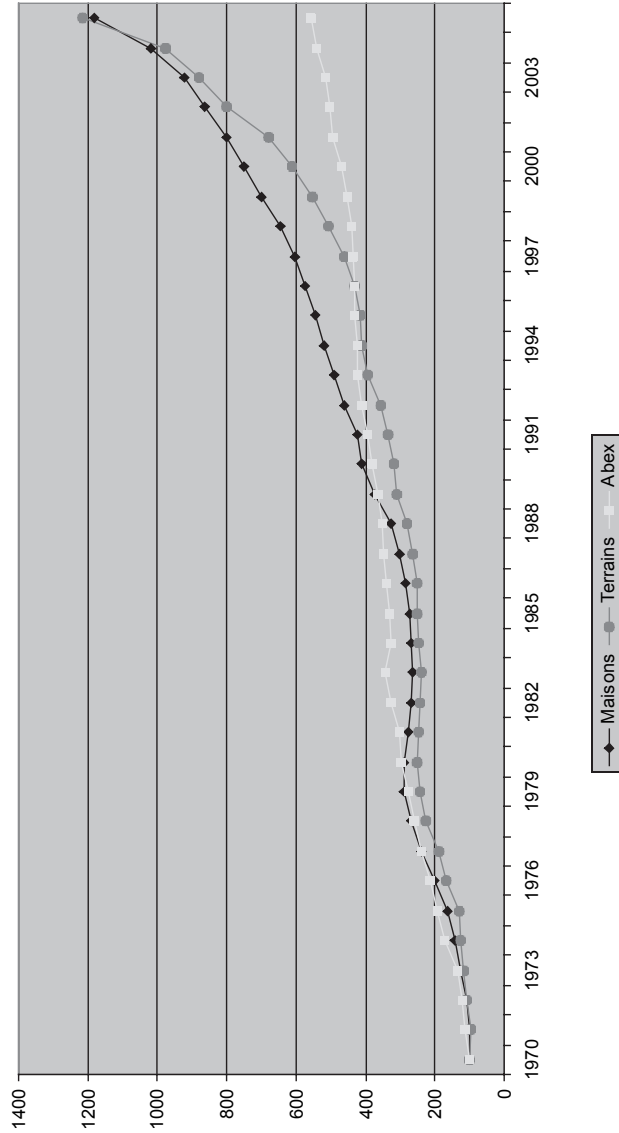
Le ratio entre le prix du logement neuf et ancien a mis en évidence le rôle prépondérant du terrain à bâtir, ce qui renvoie à la rigidité de l'offre. Ce constat suggère des solutions à rechercher du côté de l'offre : les pistes envisagées à cet égard feront l'objet du dernier chapitre.

### **2.3 L'IMMOBILIER EN TANT QU'ACTIF**

La soutenabilité du niveau des prix des logements est désormais appréciée dans une logique de constitution de patrimoine. Cette section commence par une présentation des principes qui sous-tendent l'approche axée sur la nature d'actif de l'immobilier. Les méthodes d'évaluation de la rentabilité du logement seront ensuite envisagées, ainsi que les précautions nécessaires à l'interprétation des résultats obtenus. Enfin, un autre mode d'estimation du rendement global de l'immobilier résidentiel sur le marché belge sera évoqué, simplement à titre exemplatif.

### Graphique 11

Evolution de l'indice Abex, des prix des maisons et des terrains à bâtir 1970-2005 (indice 100 = 1970)



Sources: BNB, Stadim

### 2.3.1 LES PRINCIPES DE L'APPROCHE FINANCIÈRE

Généralement, un ménage achète un bien immobilier, non seulement pour l'occuper et bénéficier d'un service de logement, mais aussi dans le but de se constituer une réserve de richesse. L'immobilier remplit la fonction d'un instrument de placement. Les investisseurs, particuliers ou sociétés, peuvent également être attirés par les rendements potentiels du marché résidentiel.

Dans cette optique de valorisation des actifs, la rentabilité du placement immobilier est comparée à un investissement dans d'autres catégories d'actifs présentant des risques analogues, le plus souvent les obligations ou les actions. Le prix de ces actifs est évalué eu égard aux revenus qu'ils sont susceptibles d'engendrer. S'il est en équilibre, ce prix doit être proportionnel aux revenus qu'il procure.

Le prix d'un logement dépend de la valeur actualisée d'un flux de revenus anticipés dans l'avenir. Lorsque les ménages acquièrent un logement, ils s'attendent à recevoir un flux de revenus locatifs, à l'instar des intérêts d'une obligation ou du flux de dividendes que peut rapporter une action à son détenteur. Ce flux de revenus locatifs est facilement identifiable pour les propriétaires bailleurs. Ce rendement est par contre implicite dans le cas des propriétaires occupants. Le prix d'un actif dépend aussi de son éventuel prix de revente futur. Le détenteur d'un logement peut espérer obtenir un rendement supplémentaire en réalisant une plus-value lors de la vente de son bien.

L'investissement immobilier ne sera réalisé que si ce rendement global est jugé suffisamment attractif par rapport à d'autres formes de placements. Une éventuelle surévaluation des prix des logements se traduirait par une diminution de la rentabilité de l'investissement immobilier, par comparaison à la fois aux valeurs de référence du passé et au rendement actuel des actifs concurrents.

L'analyse est ici simplifiée par rapport à la réalité du marché financier, dans la mesure où ne sont pas pris en compte les divers instruments de placement indirects sur le marché de l'immobilier, comme les certificats immobiliers, les sicafi ou les sicav immobilières.

Selon cette approche financière, le niveau des prix est davantage envisagé en fonction des attentes des acteurs économiques au moment de l'investissement, plutôt qu'en fonction des développements passés des facteurs structurels. Si les attentes subjectives jouent un rôle considérable dans la détermination du prix de l'actif immobilier, elles complexifient néanmoins la détermination de sa valeur objective.

### 2.3.2 L'ÉVALUATION DU RENDEMENT IMMOBILIER

Les mesures de la rentabilité de l'immobilier déterminent généralement un rendement hors plus-value. Elles se fondent sur le revenu locatif engendré par le logement par rapport au coût de son acquisition. Pour le comparer au rendement procuré par les actifs concurrents, ce ratio est confronté au taux d'intérêt réel à long terme pour les obligations et à l'inverse du *price earning ratio* pour les actions<sup>65</sup>. Un rapport relativement peu élevé reflétera le manque d'attractivité du rendement immobilier. Les prix des logements devront diminuer pour rendre les rendements de nouveau comparables. L'arbitrage ne s'effectue plus entre la location et l'achat, comme à la section précédente, mais entre les diverses catégories d'actifs.

Suite à la forte hausse des prix des logements, le rendement de l'immobilier a enregistré une diminution au cours de ces dernières années. Ce mouvement a néanmoins été associé à la baisse des taux d'intérêt : si elle a solvabilisé la demande de logements et soutenu la progression des prix, cette diminution a également réduit le rendement des obligations. Le rendement des actions a lui aussi chuté après l'éclatement de la bulle technologique.

Cette faible performance des marchés boursiers au début des années 2000, ainsi que l'aversion pour le risque, sont fréquemment avancées comme variables explicatives de la hausse des prix immobiliers. Après la chute des valeurs technologiques, les ménages se seraient détournés du marché boursier pour le marché résidentiel. Le faible rendement des placements obligataires aurait de même encouragé un déplacement de l'épargne. Le rôle du crash boursier ne doit cependant pas être surévalué. La part des ménages qui investissent en bourse est plutôt faible. Les moins-values réalisées sur le marché des actions se sont en outre répercutées sur la solvabilité de ces ménages. Les liquidités disponibles pour l'investissement immobilier se sont par conséquent amoindries.

L'évaluation des prix par les rendements fait apparaître un risque de surévaluation dans certains pays. Selon une étude centrée sur les marchés les plus dynamiques, ce risque se manifeste principalement au Royaume-Uni, et, dans une moindre mesure, en Espagne et en France<sup>66</sup>.

---

65 Le "*price earning ratio*" établit le rapport entre le cours d'une action et les bénéfices de l'entreprise. Ce ratio vise à évaluer la valorisation de cette action.

66 Au Royaume-Uni, le rendement immobilier est inférieur à celui des obligations et des actions, tandis qu'en France et en Espagne, seul le rendement des actions excède celui du logement. L'écart tend en outre à s'accroître. Le rendement de l'immobilier se maintient par contre par rapport aux obligations, contrairement à la situation observée dans les années 1980. Cf. Chauvin, V. et S. Le Bayon, 2005, "Logement : sommets atteints ?", *Lettre de l'OFCE*, Presses de Science Po, No 257, 9 février 2005.

Le rendement locatif est aussi évalué par la BCE, en fonction de l'écart le séparant de sa moyenne historique. Les calculs effectués pour l'ensemble de la zone euro indiquent une déviation croissante depuis 2001 par rapport au rendement moyen des périodes 1984-2004 et 1989-2004. L'analyse de régression sur les taux d'intérêt réels des obligations d'Etat à dix ans donne un résultat similaire : le rendement locatif s'écarte de façon grandissante du rendement obligataire depuis 2001<sup>67</sup>. L'écart positif par rapport à la moyenne historique mesuré par ces méthodes s'élève de 15 à 25 %. Il est en outre supérieur à celui constaté lors de la précédente expansion des prix. L'étude détaillée des cinq plus grandes économies de la zone révèle une déviation grandissante par rapport à la moyenne historique en France et en Espagne. Cet écart est moins prononcé en Italie et se réduit aux Pays-Bas. Les valeurs de rendement restent par contre stables en Allemagne.

Ces résultats amènent à suivre avec précaution les développements des marchés résidentiels, surtout les plus dynamiques.

### 2.3.3 REMARQUES MÉTHODOLOGIQUES

Cette évaluation de la rentabilité des actifs est quelque peu complexifiée par les spécificités du marché résidentiel. Ces singularités n'invalident nullement les résultats, qui permettent d'attirer l'attention sur le renforcement des risques de surévaluation.

A la différence des actifs financiers, l'investissement immobilier est tout d'abord soumis à une dépréciation du capital physique, à inclure dans l'évaluation du rendement. Le risque associé à ce placement doit aussi être rémunéré. Du point de vue d'un ménage bailleur, une prime de risque est à intégrer afin de tenir compte d'un éventuel défaut de paiement des locataires, d'un possible vide locatif ou d'une dégradation du bien.

La réglementation encadrant le secteur locatif est également à prendre en considération. D'un côté, en protégeant le locataire des fluctuations de prix, elle limite le revenu locatif du bailleur<sup>68</sup>. D'un autre côté, malgré le contexte faiblement inflationniste à l'heure actuelle, l'immobilier joue un rôle de garantie contre l'inflation. Le bailleur peut en effet avoir l'assurance que les loyers seront indexés. Le niveau de l'inflation a par ailleurs une incidence dans l'appréciation de la rentabilité relative des différents actifs. Le rendement d'un logement ou d'une action peut être réévalué annuellement en fonction de l'inflation, tandis que l'intérêt procuré par une obligation non-indexée est fixé pour toute la durée de cette obligation.

---

67 ECB, 2006, "Assessing house price developments in the euro area", in *Monthly Bulletin*, February 2006, pp. 68-69.

68 Cette limite est aussi mise en évidence par la BCE dans l'évaluation citée ci-dessus. Deux difficultés supplémentaires au calcul du rendement immobilier sont signalées. Premièrement, le prix des loyers et la prime de risque sont supposés constants. En second lieu, la période utilisée comme référence de moyenne historique peut influencer significativement les résultats.

En outre, la possibilité de réalisation de plus-value immobilière, parfois substantielle, est souvent absente des mesures du rendement locatif. Le marché immobilier se caractérise de plus par une moindre liquidité, notamment en raison de coûts de transaction élevés et des contraintes de financement externe. La vente d'un bien immobilier est dès lors moins aisée. Le traitement fiscal afférent aux diverses catégories d'actifs peut enfin influencer l'arbitrage des ménages en matière de placement.

Par ailleurs, dans la perspective du vieillissement de la population, la constitution d'une épargne "immobilière" risque de perdre de sa pertinence à plus long terme en tant que stratégie d'investissement en vue de la retraite. Le ratio entre vendeurs et acheteurs potentiels risque effectivement de tourner aux désavantages des premiers. Si les prix immobiliers deviennent trop élevés pour les jeunes acquérants, les prix devront diminuer en raison d'un excès d'offre par rapport à la demande<sup>69</sup>.

#### **2.3.4 UNE ESTIMATION DU TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIER EN BELGIQUE**

Pour la Belgique, la rentabilité de l'investissement résidentiel peut aussi être estimée en déterminant un taux de rendement global. Ce calcul du rendement immobilier est proposé par le professeur Emiel Van Broekhoven<sup>70</sup>. A la différence des estimations précédentes, celui-ci prend en considération les plus-values potentielles. En revanche, ce rendement n'est pas comparé à celui des autres actifs. L'approche adoptée n'est pas de juger la soutenabilité des prix, mais de chiffrer en moyenne l'accumulation potentielle de richesse immobilière d'un ménage belge occupant son logement.

Le rendement global est évalué à 12,5 % en valeur nominale et se décompose de la façon suivante. La plus-value sur le terrain ou la construction est tout d'abord estimée à 6 % de la valeur du bien sur la base des augmentations de prix passées. Le revenu locatif ou la valeur de l'occupation du logement par son propriétaire représente ensuite 4 % du rendement total. Il faut enfin tenir compte de l'avantage fiscal lié au financement hypothécaire, jugé à 2,5 %. Ce rendement constitue une "base minimale", étant donné l'accélération du taux de croissance des prix de ces dernières années, en particulier des terrains, et la valorisation du patrimoine immobilier qui en découle.

Compte tenu de cette méthode particulière de calcul, le rendement immobilier semble rester plutôt intéressant.

---

69 Artus, P., 2006, "Prix de l'immobilier, transferts intergénérationnels et vieillissement", IXIS, Corporate & Investment Bank, Flash No 197, 16 mai 2006, (<http://www.ixis-cib.com>). L'aspect sécuritaire de la détention d'un logement souligné précédemment ne doit toutefois pas être négligé.

70 Van Broekhoven, E., 2006, "Vastgoed dankt ECB", *De Standaard*, 29 mei 2006.

## 2.4 L'ÉVALUATION DU NIVEAU DES PRIX

Les trois approches examinées dans ce chapitre conduisent à la même conclusion. Malgré leur forte progression, les prix des logements restent dans l'ensemble à un niveau assez soutenable. Les variables économiques expliquent très largement le mouvement des prix dans la plupart des pays. Certes, l'accessibilité financière au logement a déjà été plus élevée, l'acquisition plus attrayante que la location et l'investissement immobilier plus attractif. Par ailleurs, l'interprétation des analyses du niveau des prix doit prendre en compte une série de difficultés méthodologiques, qui appellent à une certaine réserve.

Néanmoins, le marché résidentiel a généralement été soumis à des tensions encore plus fortes par le passé. Actuellement, certaines économies sont toutefois davantage exposées à un phénomène de surévaluation par rapport à d'autres.

Si elles se poursuivent, ces augmentations pourraient toutefois rendre le niveau des prix non soutenable, surtout dans un contexte de relèvement des taux hypothécaires. La vigilance quant aux développements futurs s'impose. Le septième chapitre se concentrera plus spécifiquement sur ces risques pour l'économie.

### **3 LE MARCHÉ DU CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE**

Le marché du crédit hypothécaire joue un rôle considérable dans l'évolution du marché résidentiel. Comme l'achat d'un logement est le plus souvent financé par un emprunt, une transaction sur le marché résidentiel a généralement pour contrepartie une transaction sur le marché du crédit hypothécaire. Les fluctuations de prix peuvent être amplifiées par l'interaction entre ces deux marchés. Cette interdépendance est par ailleurs susceptible de renforcer l'impact d'une modification des taux d'intérêt.

La première partie de ce chapitre est consacrée aux principales évolutions du marché du crédit hypothécaire en Belgique. Des points de comparaison avec la zone euro seront établis. Les différentes caractéristiques du marché hypothécaire belge seront analysées dans la seconde partie et replacées dans le contexte européen. Le cadre de la zone euro sera élargi à d'autres Etats membres de l'UE.

#### **3.1 LES ÉVOLUTIONS DU MARCHÉ DU CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE BELGE**

Des modifications relativement importantes sont intervenues sur le marché du crédit hypothécaire en Belgique. La gamme de produits proposés aux candidats emprunteurs s'est considérablement élargie. Le profil traditionnel de ces emprunteurs a connu une évolution contrastée au cours de ces dernières années. En parallèle à une vigoureuse croissance du crédit, le niveau d'endettement des ménages belges s'est fortement accru. En outre, comme pour l'ensemble de la zone euro, les banques ont modifié leur comportement en matière de distribution de prêts.

##### **3.1.1 LES NOUVEAUX PRODUITS HYPOTHÉCAIRES**

Face à la forte croissance des prix des logements, les banques ont développé de nouveaux produits destinés à faciliter l'accès à la propriété, en particulier pour les jeunes emprunteurs. La gamme s'est largement diversifiée par rapport au modèle traditionnel du contrat à taux fixe sur 20 ans qui prévalait jusqu'alors. Ces produits permettent notamment d'emprunter des montants plus importants ou de s'adapter aux ressources financières de l'emprunteur. Nous envisageons ci-dessous les principales innovations concernant la disponibilité de produits de prêts hypothécaires offerts aux ménages.

- Les “prêts accordéons”. En cas de révision à la hausse des taux pour les contrats à taux variable, la charge financière supplémentaire qui en découle se traduit par un prolongement de la durée du remboursement, au lieu d’une augmentation du montant des mensualités de paiement. Le relèvement des taux est ainsi répercuté sur toute la durée du prêt. Inversement, une baisse des taux entraîne une diminution de la période de remboursement.
- L’allongement de la durée des prêts avec des contrats à taux fixe sur 35 ou 40 ans. Ils permettent d’emprunter des montants plus importants pour un niveau de mensualité de remboursement constant : le poids instantané du service de la dette est ainsi réduit. Le coût de l’acquisition d’un bien immobilier peut dès lors devenir comparable au prix d’un loyer, sans être soumis à l’indexation.  
La charge financière totale de ce type de prêt est évidemment plus lourde (en matière d’intérêts, de prime d’assurance-vie, mais aussi de frais d’inscription hypothécaire, échue d’office après 30 ans, entre autres afin de maintenir le droit aux avantages fiscaux du crédit hypothécaire).
- La possibilité de remboursement de mensualités progressives. Le montant des mensualités à payer augmente au fur et à mesure de la durée de vie du prêt. Ce schéma se base sur le principe d’une augmentation du revenu disponible de l’emprunteur, ne serait-ce que par l’intermédiaire de l’indexation des salaires.
- Les crédits avec une clause de remboursement “intérêts seulement” qui ne prévoient le remboursement du capital qu’à l’échéance (encore dénommés crédits à terme fixe ou crédits “bullet”). L’emprunteur rembourse uniquement les intérêts pendant la durée du prêt. Une épargne est constituée en parallèle, qui servira à rembourser le capital en une seule fois au terme du contrat. Cette épargne s’effectue notamment par l’intermédiaire d’une assurance-vie de type branche 23, c’est-à-dire liée à un fonds d’investissement, ou d’une assurance groupe. L’objectif est de réduire le coût total du financement en cherchant à bénéficier d’un taux de reconstitution du capital supérieur au taux du crédit.

Certaines banques proposent aussi de combiner ce produit à un crédit traditionnel afin d’élargir les capacités de financement. Le montant que l’emprunteur souhaite obtenir est “scindé” en un prêt classique et un prêt dont seuls les intérêts sont payés pendant la vie du prêt, le remboursement du capital s’effectuant à l’échéance.

Ce type de crédit reste toutefois marginal - sa part est estimée à moins de 1 % des dossiers de crédit - en raison du faible niveau des taux d’intérêt, de l’aversion pour le risque inhérent à ce type de crédit et d’avantages fiscaux auparavant moins importants<sup>71</sup>. Ces produits sont généralement destinés à une clientèle “avertie”, disposant de suffisamment de moyens propres ou de garanties quant aux revenus futurs.

---

71 Comme nous le verrons au chapitre suivant, le nouveau régime fiscal introduit en 2005 ne distingue plus les paiements d’intérêts et le remboursement du capital. Les mêmes avantages fiscaux que ceux octroyés pour un prêt classique peuvent donc être obtenus.

- L'option de ne pas payer de mensualité la première année du prêt. Les charges financières des ménages qui décident par exemple de faire construire, tout en continuant à louer un logement, sont par conséquent allégées.
- La possibilité de réduire temporairement (généralement de six mois à un an) le paiement des mensualités si l'emprunteur rencontre des difficultés, par exemple en cas de perte d'emploi, de divorce, etc. Seuls les intérêts doivent être remboursés pendant cette "pause mensualité". Selon les produits proposés, la durée de cette pause peut être portée à trois ans si une rénovation ou une construction est entreprise. L'emprunteur peut également choisir de rembourser seulement une part du capital. La durée du plan de remboursement est prolongée afin d'assurer le remboursement intégral du capital. Pour certains de ces crédits "flexibles", il est aussi possible de modifier la durée du contrat au moment d'une révision des taux.

### 3.1.2 L'ÉVOLUTION DU COMPORTEMENT DES EMPRUNTEURS

Les emprunteurs ont la possibilité de contracter un prêt à taux fixe ou à taux variable. Cette structure du contrat de prêt détermine l'exposition de leur endettement hypothécaire aux variations de taux. Un emprunt à taux fixe signifie que le taux restera inchangé pendant toute la durée du prêt, quelle que soit l'évolution des taux du marché<sup>72</sup>. L'échéancier des paiements d'intérêts est défini lors de la conclusion de l'emprunt. Par contre, un contrat à taux variable implique que l'organisme prêteur puisse adapter son taux en fonction des fluctuations du marché. L'emprunteur prend dès lors le risque de devoir assumer des charges financières plus élevées (éventuellement étalées sur une plus longue période pour les "prêts accordéons") en cas de hausse des taux à court terme.

Le choix pour l'un ou l'autre type de prêt peut varier au cours du temps et dépend du niveau du taux courant, ainsi que des anticipations sur l'évolution future des taux. Les préférences historiques et le cadre réglementaire peuvent aussi jouer un rôle important. Cet arbitrage est enfin lié aux attentes de l'emprunteur concernant sa situation personnelle et professionnelle.

72

En cas de diminution des taux, l'emprunteur a bien entendu la possibilité de solliciter une révision du taux à la baisse. Les règles applicables sont envisagées à la sous-section 3.2.3.

Les ménages belges s'endettaient traditionnellement à taux fixe. Le contexte de plus grande stabilité des taux, ainsi que le différentiel entre les taux variables et les taux fixes ont induit une modification de comportement. Un glissement s'est opéré en faveur des crédits à taux variable. Cette tendance s'est essentiellement marquée au cours de l'année 2004. Les emprunteurs ont été attirés par les remboursements d'intérêts moins élevés (du moins au départ) de ce type de prêts. L'apparition de nouveaux produits, comme les "prêts accordéons", a aussi contribué à cette évolution, en permettant de lisser au cours du temps l'impact d'une éventuelle hausse des taux sur le budget des ménages.

Comme le représente le graphique 12, les taux variables représentaient 67 % des nouveaux contrats en 2004, contre seulement 23,2 % en 1999. Les contrats comportant une échéance de révision de taux comprise entre un an et trois ans constituaient la part principale des contrats conclus en 2004<sup>73</sup>. Les taux variables annuels ont même représenté près de deux tiers des nouveaux prêts en octobre 2004. Les ménages belges ont ainsi adopté un profil d'emprunt plus risqué par rapport au passé. Cette évolution dans le profil d'emprunt les expose aux risques d'un redressement des taux<sup>74</sup>.

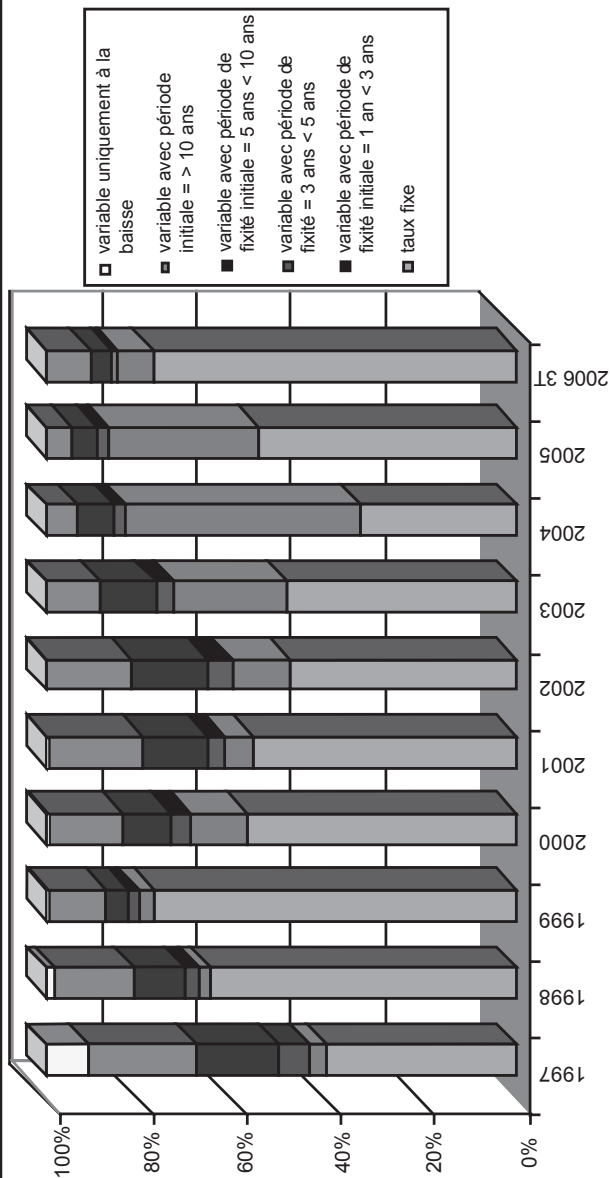
---

73 Différentes échéances de révision des taux sont en effet possibles : annuelle, triennale ou quinquennale. Il existe également des prêts "hybrides", c'est-à-dire les prêts à taux semi-fixes, selon lesquels un taux fixe est applicable pendant une période convenue initialement, généralement 10 ans, puis est sujet à révision. Par exemple, dans un contrat de type 10/5/5, la première révision a lieu après 10 ans, puis le taux est revu tous les 5 ans.  
En outre, l'emprunteur a la possibilité de modifier le type de taux lors de chaque révision des taux.

74 Ce risque doit être relativisé par la réglementation relative à la variabilité des taux examinée à la sous-section 3.2.1.

Graphique 12

Ventilation, en pourcentage, des crédits hypothécaires selon le type de taux 1997-3ers trimestres 2006



Source : UPC  
 Ses membres représentent 90 % du marché du crédit hypothécaire.

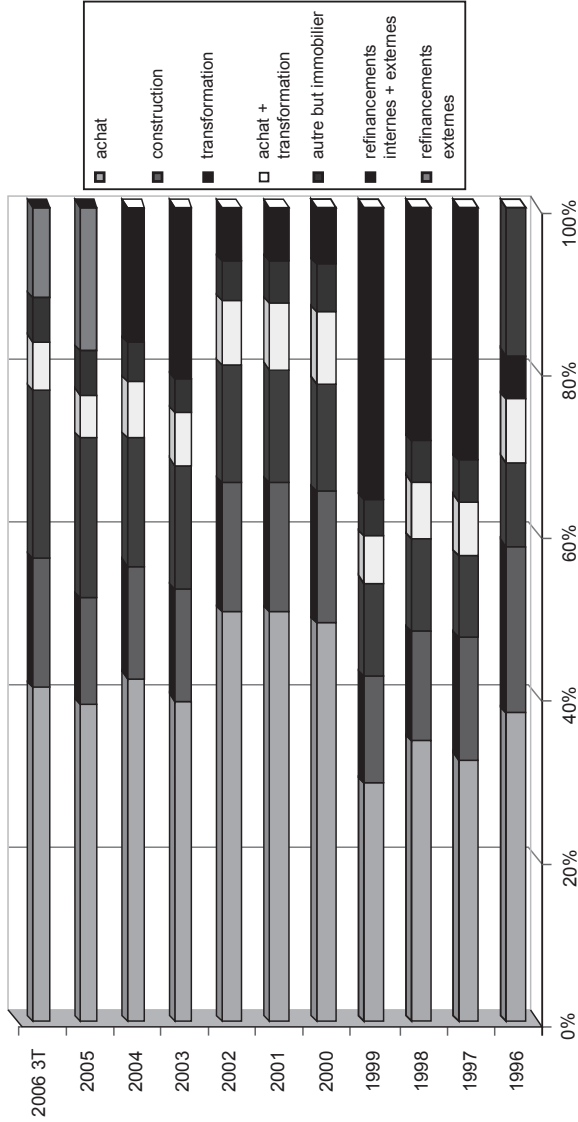
Un revirement s'est cependant opéré en 2005 : les taux variables ont seulement représenté 45 % de la part de marché des nouveaux contrats. Les emprunteurs ont à nouveau marqué leur préférence pour le traditionnel contrat à taux fixe. Ce mouvement s'est considérablement accentué en 2006. Selon les données disponibles pour les trois premiers trimestres de 2006, la part des contrats dont l'échéance de révision s'étale de un à trois ans ne représentait plus que 7,6 % des nouveaux contrats au cours de cette période, contre 49,8 % en 2004. Les contrats dont la période de fixation initiale des taux est supérieure à dix ans représentaient par contre 77,3 % des nouveaux prêts aux trois premiers trimestres 2006.

Cette modification dans les choix des emprunteurs peut s'expliquer par le faible écart séparant les taux fixes et les taux variables, qui s'est continuellement réduit et qui a rendu les taux fixes plus attrayants. La différence au niveau de la charge de remboursement en phase initiale du prêt s'est en effet sensiblement réduite entre les deux types de crédit. Le changement de comportement est aussi dû à la perspective d'un futur relèvement des taux par la BCE, qui s'est concrétisé à la fin de l'année 2005, et peut-être aussi au comportement traditionnellement plus prudent de l'emprunteur belge. Ce revirement plutôt rapide contraste avec la situation prévalant dans la zone euro, où les taux variables étaient encore largement diffusés en 2005 et au premier semestre 2006.

Concernant la ventilation des emprunts selon leur but, le graphique 13 montre que l'achat d'un bien existant reste la destination principale des prêts, même si elle est en diminution par rapport au début des années 2000. La part des constructions a tendance à se réduire, bien qu'elle ait augmenté en 2006. La proportion des prêts réalisés en vue d'une transformation augmente, surtout au cours des années 2005 et 2006. A l'exception de la période comprise entre 2000 et 2002, ainsi que dans une moindre mesure en 2006, les refinancements occupent une place relativement importante.

### Graphique 13

Répartition, en pourcentage, des crédits hypothécaires selon l'objet de l'emprunt 1996-3ers trimestres 2006



Source : UJC.

A partir de 2005, les statistiques relatives aux refinancements ont été modifiées.

### 3.1.3 LA CROISSANCE DU CRÉDIT ET DE L'ENDETTEMENT

#### *a L'augmentation du crédit*

Une forte croissance du volume des crédits hypothécaires octroyés est observée en Belgique. Hors refinancement des emprunts existants, qui ne correspondent à aucune transaction immobilière, l'augmentation du volume global des prêts attribués en 2005 atteint 47,2 % par rapport à l'année précédente. Cette évolution est assez exceptionnelle. Comme l'indique le tableau 2, l'augmentation du volume des prêts accordés s'élevait à 3,8 % en 2004, 32,3 % en 2003, 18,7 % en 2002 et seulement 1 % en 2001. Une baisse du volume total des crédits octroyés, de l'ordre de 24 %, avait même été observée en 2000, après une croissance de 29,8 % l'année précédente.

La hausse observée en 2005 n'est pas seulement due à une augmentation du nombre de transactions. Le taux de croissance du nombre de prêts réalisés est en effet inférieur à celui de la totalité des montants octroyés. La hausse correspond aussi à une augmentation du montant moyen des crédits accordés. En 2005, ce montant s'élevait à 93.255 €. Cette tendance à la croissance du montant des crédits se manifeste principalement depuis 2001, avec une augmentation moyenne annuelle de 6,8 % pour la période comprise entre 2001 et 2005. Cette tendance s'est poursuivie en 2006, avec une progression du montant moyen des prêts de 7,2 %, tandis que le nombre de prêts s'est stabilisé. Relevons que l'année 1999 avait également connu une forte augmentation du montant moyen des crédits accordés.

Tableau 2 Evolution du nombre et du montant des crédits hypothécaires accordés 1996- 3ers trimestres 2006						
Année	Nombre	Variation	Volume (en millions)	Variation	Montant moyen	Variation
1996	121.306	/	7.145 €	/	58.901 €	/
1997	133.684	10,2%	8.012 €	12,1%	59.932 €	1,8%
1998	133.760	0,1%	8.263 €	3,1%	61.775 €	3,1%
1999	162.112	21,2%	10.727 €	29,8%	66.170 €	7,1%
2000	121.048	-25,3%	8.153 €	-24,0%	66.728 €	0,8%
2001	114.688	-5,3%	8.234 €	1,0%	71.179 €	6,7%
2002	126.971	10,7%	9.772 €	18,7%	76.962 €	8,1%
2003	159.481	25,6%	12.960 €	32,3%	81.019 €	5,3%
2004	151.962	-4,7%	13.456 €	3,8%	88.548 €	9,3%
2005	212.343	39,7%	19.802 €	47,2%	93.255 €	5,3%
2006 3T	159.485	0,1% <sup>1</sup>	15.943 €	7,3% <sup>1</sup>	99.966 €	7,2%

Source : UPC

<sup>1</sup> : variation extrapolée pour les quatre trimestres de 2006.

Cette évolution reflète notamment la progression des prix des logements. Le faible niveau des taux, la diversification de l'offre de prêts et l'allongement de la durée des contrats ont aussi encouragé les ménages, en particulier les jeunes ménages, à emprunter des montants plus élevés, tout en maintenant le service de la dette à un niveau stable. Les emprunts conclus pour une période s'étalant de 25 à 30 ans ont connu un succès croissant.

Un plus faible apport de fonds propres est constaté. Selon les estimations, la quotité empruntée par rapport à la valeur du bien immobilier acheté des nouveaux contrats est passée d'une moyenne de 80-85 % en 1996 à une moyenne légèrement supérieure à 85 % en 2003. La quotité moyenne de financement a encore augmenté pour atteindre 89,4 % en 2004, puis a légèrement diminué à 89,1 % en 2005. La réduction de la part de l'apport personnel va généralement de pair avec un allongement de la période de remboursement, de façon à permettre le maintien du service de la dette à un niveau soutenable.

Les quotités de financement ont eu tendance à augmenter dans la plupart des pays européens. Aux Pays-Bas par exemple, cette hausse a été liée à un changement de réglementation, en vertu de laquelle il est désormais possible d'emprunter pour une personne ne disposant pas d'un emploi fixe ou pour une personne bénéficiant d'un second revenu.

#### *b L'endettement des ménages*

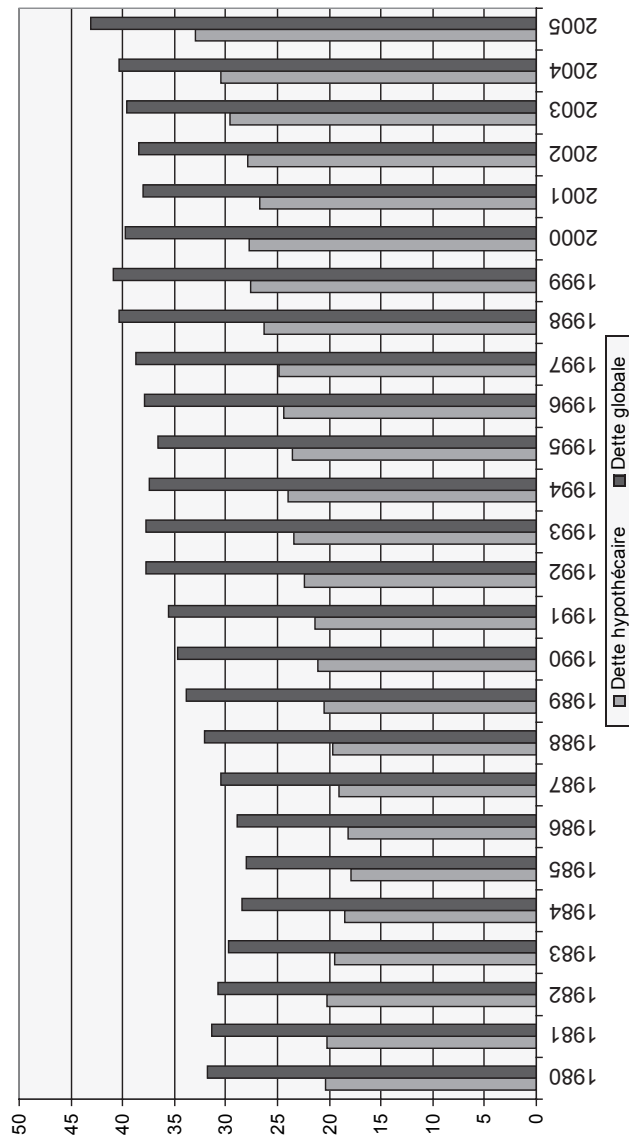
La hausse du crédit en Belgique est évidemment associée à un accroissement du niveau d'endettement des ménages. La dette hypothécaire des ménages représentait 30,4 % du PIB en 2004 et a encore progressé en 2005 pour s'élever à près de 33% du PIB. A titre de comparaison, cet endettement se situait à seulement 17,9 % du PIB en 1985, soit le plus bas niveau enregistré lors de ces 25 dernières années. Le graphique 14 illustre cette évolution de la dette. Il montre aussi que la dette hypothécaire constitue une part prépondérante de la dette totale des ménages. En augmentation en 2005, cette part représente plus de 76 % de la dette globale<sup>75</sup>, qui atteignait 43,1 % du PIB.

---

75 Les données citées proviennent de BNB, 2006, *Financial Stability Review 2006*, June 2006, p. 37.

### Graphique 14

Evolution de la dette globale et de la dette hypothécaire des ménages belges par rapport au PIB 1980-2005

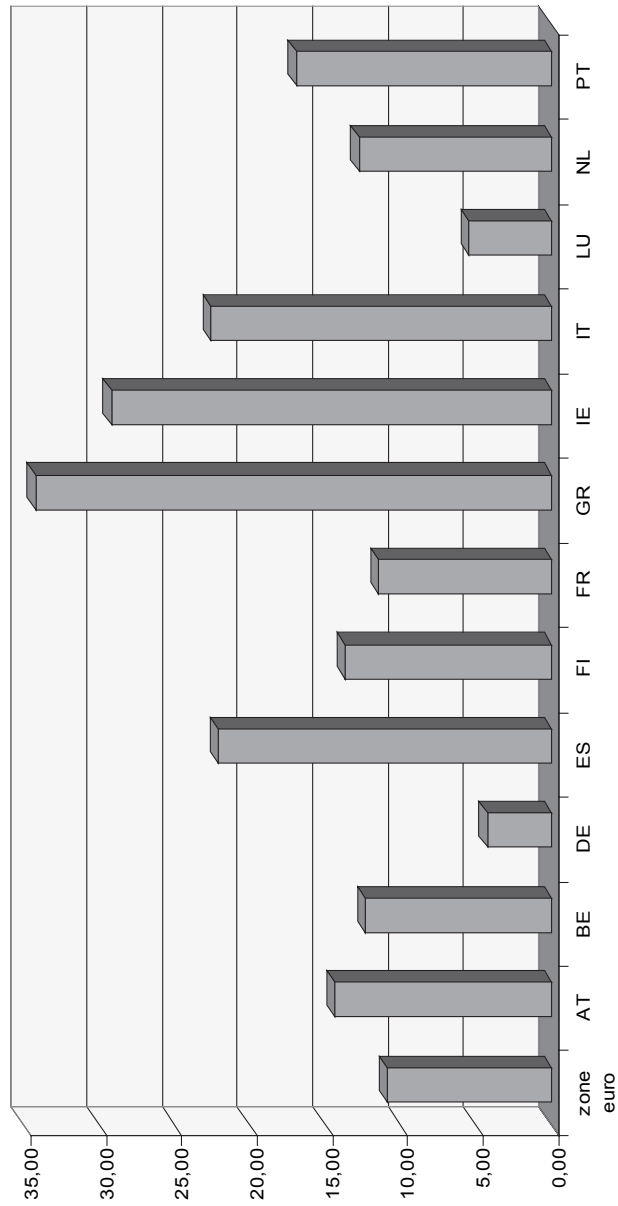


Source: BNB

Cette tendance vers un alourdissement de la dette hypothécaire des ménages est identifiable dans l'ensemble de la zone euro. Le tableau européen est néanmoins assez diversifié, tant en ce qui concerne la croissance de l'endettement que son niveau. Le graphique 15 montre que la croissance de la dette des ménages s'est particulièrement accélérée en Espagne, en Grèce, en Irlande, en Italie et au Portugal au cours de ces dernières années. Ces pays méridionaux étaient (ou sont toujours dans le cas de la Grèce ou de l'Italie) caractérisés par un faible niveau d'endettement des ménages. La progression de la dette peut ainsi s'expliquer par le processus de rattrapage engagé par ces pays. L'augmentation de l'endettement des ménages allemands est par contre faible. En ce qui concerne la Belgique, cette progression reste relativement modérée.

### Graphique 15

Taux de croissance annuel moyen de l'endettement hypothécaire des ménages de la zone euro 3<sup>ème</sup> trimestre 1999-3<sup>ème</sup> trimestre 2005



Source: BCE

Au troisième trimestre 2005, le rapport de la dette hypothécaire au PIB s'élevait à 35,45 % en moyenne à l'échelle de la zone euro. Comme l'illustre le graphique 16, cette moyenne masque à nouveau des situations différenciées selon les pays. Le plus élevé est constaté aux Pays-Bas et dépasse 70 % du PIB. Les ménages présentent un niveau d'endettement supérieur à la moyenne européenne en Allemagne, en Espagne, en Irlande, au Luxembourg et au Portugal. On observe en revanche les plus faibles degrés d'endettement des ménages en Autriche, en Grèce et en Italie. Les autres pays occupent une position intermédiaire. Le ratio d'endettement des ménages belges reste inférieur à la moyenne et apparaît en conséquence assez mesuré dans le paysage européen.

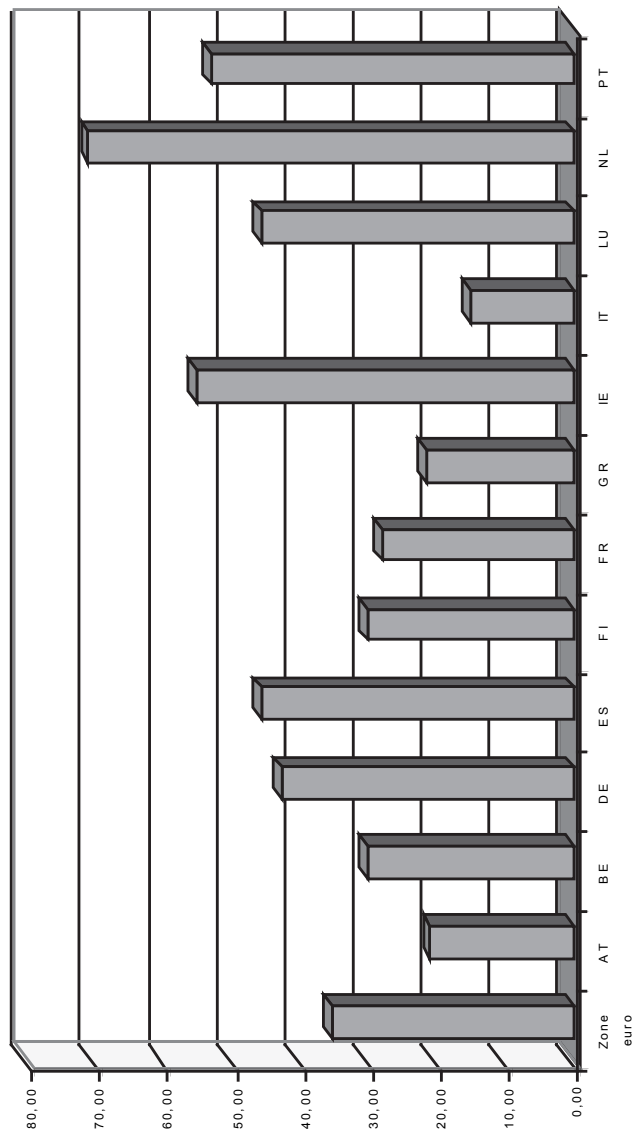
A noter que le niveau d'endettement de la zone euro, bien que croissant, reste peu élevé dans un contexte international. A titre d'exemples, en 2005, la dette hypothécaire des ménages représentait 71,2 % du PIB aux Etats-Unis et 80 % au Royaume-Uni<sup>76</sup>.

---

76 European Mortgage Federation, 2006, "Overview of EU residential mortgage markets 2005", ([www.hypo.org](http://www.hypo.org)).

Graphique 16

Ratio de la dette hypothécaire des ménages de la zone euro par rapport au PIB 3ème trimestre 2005



Source: BCE

Cette comparaison des ratios d'endettement brut à un niveau agrégé appelle cependant quelques réserves. Les écarts observés sont en partie attribuables aux différents régimes fiscaux, ainsi qu'aux spécificités des marchés hypothécaires nationaux (aux catégories de prêts prédominantes, à la durée habituelle des contrats, etc.). Par exemple, les ménages néerlandais bénéficient d'une généreuse déduction fiscale des intérêts de leur emprunt hypothécaire. Les crédits qui postposent le remboursement du capital à l'échéance permettent d'exploiter pleinement l'avantage fiscal et se sont par conséquent largement répandus. Environ 30 % des crédits conclus depuis 1995 comportent uniquement des paiements d'intérêts pendant la vie du prêt<sup>77</sup>. La durée des emprunts y est aussi relativement longue. Ces caractéristiques expliquent le niveau d'endettement très élevé. De même, dans certains pays, les personnes présentant de "mauvais" dossiers (les *subprime borrowers*) obtiennent plus facilement un prêt et empruntent des quotités assez élevées. Les divergences nationales dans les ratios d'endettement ne se reflètent donc pas nécessairement dans les charges financières supportées par un ménage médian.

### 3.1.4 LA MODIFICATION DE COMPORTEMENT DES BANQUES

La concurrence entre les établissements de crédit, perceptible au niveau de la zone euro, s'est également accrue sur le marché du crédit hypothécaire belge. Les critères d'octroi des prêts se sont aussi relâchés, comme l'ont confirmé les résultats de la *Bank Lending Survey* pour la Belgique. Cet assouplissement a en outre été plus prononcé par rapport à l'ensemble de la zone euro. Le dynamisme du marché résidentiel et le faible taux de défaillance des crédits hypothécaires ont de plus contribué à ce relâchement.

Dans ce contexte, les établissements ont accepté de prêter des quotités plus importantes par rapport à la valeur du bien apporté en garantie. Le critère selon lequel les charges de remboursement doivent être limitées à un tiers du revenu du ménage a pu être assoupli, même s'il reste relativement important. Les banques accordent davantage d'attention au revenu qui reste disponible après le remboursement de la mensualité de l'emprunt.

---

77 van Dijkhuizen, A., 2005, "Dutch housing finance market", (<http://www.bis.org/publ/cgfs26cb-papers.htm>).

L'environnement hautement concurrentiel a aussi amené les établissements de crédit à baisser leur taux, déjà à un faible niveau suite aux évolutions du marché monétaire. La marge bénéficiaire sur les crédits hypothécaires s'est par conséquent comprimée. Pour les contrats comportant un taux révisable annuellement, la marge bénéficiaire, qui atteignait 1,5 % en moyenne en 2003, s'est contractée aux alentours de 1 % au début de l'année 2005 et s'est même comprimée à 0,48 % en novembre 2005. Elle a ensuite légèrement remonté pour atteindre 0,74 % en juillet 2006<sup>78</sup>. Cette diminution de la marge bénéficiaire a été renforcée par un nombre important de refinancements d'emprunts existants. Toutefois, conformément à la tendance européenne, la rentabilité de ce type de produit a toujours été relativement faible. Les banques le considèrent davantage comme un produit d'appel.

### **3.2 LES SPÉCIFICITÉS DES MARCHÉS HYPOTHÉCAIRES NATIONAUX**

L'analyse précédente a dégagé les tendances globales qui se dessinent sur les marchés du crédit hypothécaire. Dans pratiquement tous les pays, les emprunteurs ont bénéficié de la baisse des taux d'intérêt, la maturité des prêts et les quotités de financement ont augmenté, l'offre de produits hypothécaires s'est diversifiée et la compétition entre les prêteurs s'est accrue.

Cependant, des différences importantes subsistent au niveau des traits structurels des différents marchés nationaux. Ces caractéristiques nationales contribuent à expliquer les écarts au niveau de l'endettement des ménages ou de la croissance du crédit.

Malgré le processus de libéralisation et de dérégulation qui a affecté la majorité des pays, il n'y a pas eu de phénomène de standardisation. D'ailleurs, ce mouvement ne s'est pas opéré au même rythme, ni de façon uniforme selon les pays. Le processus a été relativement rapide pour s'achever au milieu des années 1980 dans les pays nordiques et au Royaume-Uni. La compétition, la croissance du crédit et l'innovation bancaire y ont été particulièrement fortes. La volatilité des prix immobiliers a été plus prononcée.

Par contre, dans d'autres pays comme l'Allemagne, la France ou l'Italie, le mouvement de libéralisation n'a pas été aussi complet. Il en a résulté une progression plus faible du crédit et une compétition moins intense. Cette hétérogénéité permet de rendre compte des disparités observées sur les marchés hypothécaires. A ce facteur s'ajoutent les préférences historiques des emprunteurs.

---

78 BNB, 2005, *Financial Stability Review 2005*, June 2005, p. 37 et données aimablement transmises par Thomas Schepens de la BNB pour les chiffres les plus récents.  
L'estimation est en fait seulement possible pour ce type de contrat. Le calcul se fonde sur l'enquête MIR, une enquête harmonisée au niveau de la zone euro sur les taux appliqués par les institutions financières monétaires aux dépôts et aux emprunts des sociétés non financières et aux ménages.

Une certaine diversité entre les marchés nationaux apparaît tout d'abord en matière de disponibilité de produits, ainsi qu'au niveau des contrats de prêt dominants. Les spécificités tiennent à la durée de l'emprunt, au type de taux et aux quotités de financement habituelles. Ces caractéristiques peuvent être régies par le droit national. Des spécificités se marquent ensuite au niveau des réglementations relatives à la variabilité des taux, à la possibilité de refinancement des prêts, ou encore à la protection du consommateur. Au niveau des institutions de crédit, les divergences concernent leur comportement dans l'octroi de crédit, la répartition des parts de marché entre les acteurs du secteur ou encore le mode de financement des prêts. Enfin, dans certains pays, les ménages ont été encouragés à contracter de nouveaux crédits suite à la valorisation de leurs logements.

Face à cette diversité des marchés hypothécaires, des tentatives de classification et des indices de complétude ont été proposés.

### 3.2.1 LES CARACTÉRISTIQUES DES EMPRUNTS HYPOTHÉCAIRES

#### *a La notion de prêt hypothécaire*

La définition même du prêt hypothécaire n'est pas homogène à l'échelle européenne. D'une part, un prêt peut être qualifié d'hypothécaire en fonction de la *finalité* de l'emprunt : l'acquisition ou l'amélioration d'un logement. Cette définition est utilisée en Allemagne, en Belgique, en France et en Italie. D'autre part, le prêt hypothécaire peut se référer à un emprunt dont la *garantie* est un bien immobilier, quel que soit le but de l'emprunt. Cette pratique se retrouve notamment en Espagne, en Grèce, en Irlande, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.

#### *b La gamme de produits disponibles*

La gamme de produits immobiliers disponibles varie sensiblement d'un pays à l'autre. Un examen comparatif des produits proposés dépasse toutefois l'objet de ce travail. Les principales caractéristiques sont brièvement signalées.

L'allongement de la maturité des emprunts hypothécaires se manifeste dans de nombreux pays européens. Ainsi, des formules de prêt avec une période de remboursement s'étalant sur 50 ans sont proposées en Espagne et en France. Il est également possible d'emprunter sur deux générations, notamment au Royaume-Uni. Aux Pays-Bas, il existe même des prêts à durée illimitée.

Les crédits qui postposent le remboursement du capital, notamment ceux liés à un produit d'investissement (*endowment mortgages*), se sont largement développés aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et en Suède. Ce type de produit est maintenant commercialisé dans la plupart des pays. Une grande diversité est aussi constatée au niveau des prêts autorisant une flexibilité de remboursement. Les prêts accordés

se sont également développés en Espagne, en France, en Grèce et en Italie. Les produits de type *reverse mortgage* (ce qui peut se traduire par *hypothèque inversée*) ne sont commercialisés que dans quelques pays. Ces produits consistent en la vente du logement à un organisme bancaire<sup>79</sup>. Certains segments de marché sont davantage destinés aux investisseurs en Allemagne, en France et au Royaume-Uni (les *buy to let mortgages*).

Selon une étude comparative des marchés du crédit effectuée dans huit pays, ce sont les Pays-Bas et le Royaume-Uni qui présentent les marchés les plus développés, tant en ce qui concerne l'éventail que la complexité et la disponibilité des produits hypothécaires proposés<sup>80</sup>. Les emprunteurs disposent ainsi d'un large choix d'options de financement susceptibles de correspondre à leur profil. Par ailleurs, au niveau des canaux de distribution du crédit, le recours à Internet et aux systèmes de télémarketing s'est essentiellement développé au Royaume-Uni.

### *c Les contrats "types"*

#### *\* Les quotités de financement*

Les quotités de financement atteignent en moyenne 70 % dans l'UE. Avec une quotité moyenne de 89 %, la Belgique fait par conséquent partie d'un groupe de pays, avec le Danemark et les Pays-Bas, où les quotités empruntées sont les plus élevées et excèdent 80 % de la valeur du bien. Le régime fiscal très attrayant aux Pays-Bas et les produits spécifiquement conçus à cet effet incitent les ménages à emprunter des quotités importantes. Par contre, la part de l'apport personnel est plus élevée en Autriche, en Grèce et en Italie. Le ratio de financement y atteint environ 60 %. Outre les contraintes réglementaires, ce ratio plus faible peut refléter une tradition faisant appel à d'autres modes de financement, tels que des prêts ou des dons familiaux.

#### *\* La maturité des contrats*

Malgré une tendance générale vers l'allongement des périodes de remboursement, on constate différents modèles dans le choix des ménages européens pour la durée des emprunts. Celle-ci est traditionnellement plus courte dans les pays méridionaux (environ 15 ans) et plus longue dans les pays nordiques (25 à 30 ans). La tendance vers des prêts au-delà de 20 ans est récente en Belgique et rencontre, rappelons-le, un certain succès.

---

79 Comme le détaillera la sous-section 3.2.6, ce produit n'est pas proposé à l'heure actuelle par les établissements belges. Cette sous-section analysera davantage le principe de ce type de produit.

80 Mercer Oliver Wyman, 2003, *Study on the Financial Integration of European Mortgage Market*, European Mortgage Federation, October 2003, pp. 23-32. L'étude fait cependant remarquer la faible présence de prêts à taux fixe au Royaume-Uni.

\* *Le type de taux*

La proportion entre les taux fixes et les taux variables diffère considérablement selon les pays européens. La précaution est cependant de mise dans la comparaison de la dispersion des contrats, étant donné que les définitions des contrats à taux fixe ou variable ne sont pas homogènes. Un taux variable peut aussi bien se référer à un taux ajusté sur le taux de référence du marché monétaire *Euribor* à 3 mois, qu'à un taux dont la période de fixation initiale s'étale sur plusieurs années.

Suite à la baisse des taux à court terme, la proportion de nouveaux crédits contractés à taux variable a eu tendance à augmenter dans tous les pays. Le contexte d'inflation peu élevée a sans doute orienté la préférence pour ce type de prêt. Des taux d'intérêt à court terme plus stables rendent en effet les crédits à taux variable plus attractifs pour les emprunteurs.

Cependant, malgré cette progression des taux variables, les préférences historiques des ménages emprunteurs ne semblent pas fondamentalement modifiées. Deux groupes de pays peuvent être distingués, selon le type de taux qui domine. Les crédits à taux variable sont largement répandus en Espagne, en Finlande, en Grèce, en Irlande, en Italie, au Luxembourg, au Portugal, ainsi qu'au Royaume-Uni. En revanche, les emprunteurs marquent traditionnellement leur préférence pour les taux fixes en Allemagne, en Autriche, en Belgique, au Danemark, en France, aux Pays-Bas et en Suède<sup>81</sup>.

*d L'encadrement des taux variables en Belgique*

Dans un objectif de protection de l'emprunteur, la loi du 4 août 1992<sup>82</sup> relative au crédit hypothécaire établit un schéma précis d'ajustement des taux. Dans le contexte européen, ce type de réglementation est assez spécifique au marché belge.

---

81 Committee on the Global Financial System, 2006, "Housing finance in the global financial market", CGFS Papers No 26, CGFS working group report, January 2006, p. 10 et London Economics, 2005, *The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets*, Report for European Commission, DG-Internal Market and Services, August 2005, p. 143.

82 Moniteur belge, 19 août 1992. Des amendements ont été apportés à cette loi notamment, pour ses dispositions qui nous concernent, par les lois du 13 avril 1995, du 13 mars 1998 et du 4 juillet 2001. Nous envisageons la réglementation applicable aux prêts hypothécaires conclus à partir du 1er septembre 1998. Des règles spécifiques sont d'application pour les contrats antérieurs.

Un système de *taux référencé* est d'une part instauré. L'évolution d'un taux variable est déterminée par le renvoi à la fluctuation d'un indice de référence légal. La révision est ainsi liée à un critère objectif : elle doit s'effectuer sur l'indice officiellement publié au Moniteur belge le mois précédant la révision. Une série de dix indices de référence, désignés par les lettres de A à J, est publiée mensuellement. Ils sont déterminés sur la base du rendement moyen des certificats de Trésorerie ou des obligations d'Etat linéaires, selon différentes durées de placement. Le prêteur est tenu de reprendre l'indice de référence qui se rapproche le plus de la périodicité de la révision du taux. Par exemple, pour un prêt avec une fréquence de révision quinquennale, l'indice reflétant le rendement des obligations sur cinq ans doit être choisi comme indice de référence. Celui-ci doit également être précisé dans le contrat de prêt. Il ne peut y avoir qu'un seul taux par contrat, qui peut éventuellement inclure une réduction pour toute la durée de l'emprunt. Le système de remise sous la forme de réductions temporaires et de ristournes n'est plus d'application.

D'autre part, un ensemble de limitations sont fixées à la révision des taux, tant en ce qui concerne l'ampleur que la fréquence de cette révision. Ces limites constituent des garanties destinées à protéger l'emprunteur contre une variation trop importante des taux. Celle-ci pourrait en effet déséquilibrer sa capacité de remboursement.

Un taux plafond et un taux plancher, le *cap* et le *floor*, sont tout d'abord définis. Le taux est variable à la hausse comme à la baisse, mais avec une limite de variabilité par rapport au taux initial. Cette marge de fluctuation, généralement de 3 %, est déterminée pour toute la durée de l'emprunt. Le contrat de prêt peut en outre prévoir un seuil minimal de variabilité pour entraîner une révision des taux. Un tel système de plafonnement du taux d'intérêt existe également en France. Des prêts à taux "capés" sont en outre proposés par les établissements de crédit au Danemark depuis fin 2004<sup>83</sup>.

De plus, selon la loi belge, le taux ne peut être revu qu'une fois par an et ce taux révisé ne peut jamais excéder le double du taux initial. Enfin, lorsque la période de révision est inférieure à 3 ans, la variation à la hausse ne peut pas dépasser 1 % par an en moyenne au cours des trois premières années du prêt. La hausse du taux initial est plafonnée à 1 point de pourcentage la deuxième année et à 2 points de pourcentage la troisième année. Cette limite n'est pas applicable en cas de diminution des taux.

---

83 Erlandsen E., J. Lundsgaard and F. Huefner, 2006, "The Danish Housing Market: Less Subsidy and more Flexibility", OECD Economics Department Working Papers No 513, 8 September 2006, p. 54.

### 3.2.2 L'ACCÈS AU CRÉDIT

La libéralisation financière et les innovations bancaires ont nettement réduit les contraintes de financement. L'accès plus aisé au crédit se mesure grâce aux indicateurs envisagés précédemment, tels que le ratio de la dette hypothécaire au PIB, les quotités de financement ou encore le nombre et volume des prêts hypothécaires octroyés.

Des restrictions réglementaires peuvent cependant exercer un impact sur les conditions de crédit. En particulier, la fixation d'une limite maximale au montant du prêt peut empêcher l'accès au crédit de nombreux emprunteurs. A la différence d'autres pays européens<sup>84</sup>, il n'existe pas en Belgique de limite légale concernant la quotité qui peut être empruntée, exprimée en pourcentage de la valeur vénale du bien. Les banques belges proposent actuellement des quotités pouvant aller jusqu'à 125 % de la valeur du bien, notamment de façon à permettre aux ménages d'emprunter le montant correspondant aux coûts de transaction ou d'effectuer des travaux. Le taux sera évidemment majoré en cas de quotité élevée. L'organisme prêteur évalue en effet le risque du crédit en fonction de la valeur du bien immobilier offert en garantie. Généralement, les quotités empruntées oscillent entre 80 et 100 % de la valeur du bien.

Il n'y a pas non plus de limitation légale en Belgique relative au rapport entre le montant emprunté et le revenu disponible. Comme on l'a déjà noté, la pratique traditionnelle des banques de limiter la charge de l'emprunt à un tiers du revenu disponible reste importante, mais connaît des exceptions.

L'accès au crédit est également influencé par les méthodes d'évaluation du bien immobilier gagé. Celles-ci reposent sur la valeur du marché ou se réfèrent à un niveau historique de prix. A l'exception de l'Allemagne et du Danemark, les méthodes d'évaluation sur la base de la valeur du marché sont prédominantes. La disponibilité du crédit est dans ce cas étroitement liée à la dynamique des prix de l'immobilier résidentiel. Le mécanisme d'auto-renforcement exposé au chapitre précédent entre la croissance du crédit et des prix des logements peut se développer. La hausse du crédit peut encore être renforcée lorsque ce mode d'évaluation est combiné à une pratique de quotités de financement élevées. Le mécanisme inverse se manifeste en cas de contraction des prix immobiliers : on assiste alors à une forte restriction du crédit.

---

84 Par exemple, en Allemagne, la quotité empruntable est limitée à 60 % dans certaines situations (plus précisément pour les prêts garantis par des obligations hypothécaires). Aux Pays-Bas, la limite est fixée à 125 %. En outre, dans certains pays, les prêts associés à une quotité de financement élevée s'avèrent plus coûteux à financer pour les établissements de crédit : la pondération applicable aux exigences en matière de fonds propres est déterminée par le ratio de financement. Des contraintes réglementaires en matière de mode de financement des créances du côté du prêteur peuvent venir s'ajouter.

Des divergences sensibles apparaissent en outre au niveau des types d'emprunteurs susceptibles d'être servis. Certains demandeurs présentent un profil de risque plus marqué en fonction de leur âge, de leur situation professionnelle, des quotités de financement sollicitées ou de leurs antécédents en matière de défaut de paiement. L'accès au crédit diffère selon ces catégories d'emprunteurs dans la plupart des pays. De façon générale, les demandeurs qui ont déjà présenté des défaillances de paiement se voient refuser un crédit. En revanche, les demandeurs à profil risqué, toutes catégories confondues, obtiennent le plus aisément un prêt au Royaume-Uni. Ces prêts de moindre qualité y ont connu une forte progression.

La propension du prêteur à octroyer un crédit est enfin déterminée par la procédure légale permettant le recouvrement des créances en cas de défaillance de l'emprunteur. Les banques seront incitées à alléger les contraintes de crédit lorsque le système en vigueur permet une saisie rapide des biens immobiliers hypothéqués et limite les risques de non recouvrement. Des quotités de financement plus élevées seront généralement acceptées. Par contre, les prêteurs auront plutôt tendance à rationner la demande de crédit si les délais de recouvrement sont prolongés et si les formalités administratives sont fastidieuses.

Ces systèmes de protection légale de la garantie présentent une grande variété selon les pays. Le cadre juridique offre une importante sécurité de recouvrement en Finlande et aux Pays-Bas. Les coûts administratifs et le délai permettant la récupération de la garantie y sont nettement réduits. Les quotités empruntées sont aussi relativement importantes. La longueur de la procédure est en revanche considérable en France, en Italie et au Portugal. Les coûts de recouvrement les plus élevés se retrouvent en Espagne et en Grèce. Il convient de rappeler que la part du prix d'acquisition couverte par un crédit est relativement faible en Grèce et en Italie<sup>85</sup>.

En ce qui concerne la Belgique, le délai de règlement d'un contentieux hypothécaire est assez long dans le contexte européen. Il s'étend sur environ 18 mois. Cette contrainte n'a toutefois pas entravé la croissance des crédits accordés, sans doute en raison du faible taux de défaillance des crédits hypothécaires et de la compétition entre les prêteurs. A propos du coût de la procédure, l'organisme prêteur a la possibilité de récupérer les frais encourus si le prix obtenu par la vente du bien est suffisamment élevé. La valorisation des prix immobiliers de ces dernières années devrait assurer un prix de vente suffisant. L'essentiel des coûts est en fait supporté par le nouvel acquéreur et comprend les frais de transaction, qui seront examinés au chapitre suivant.

---

85 Boutillier, M., D. Gabrielli et R. Monfront, 2005, "L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro", *Bulletin de la Banque de France*, No 144, Décembre 2005, pp. 40-41.

### 3.2.3 LES COÛTS DE REFINANCEMENT

Le droit à un remboursement anticipé existe dans la plupart des pays. Des différences sensibles apparaissent cependant au niveau des conditions autorisant son exercice et du coût de la procédure. Des limitations à la renégociation des emprunts existants empêchent que les taux effectifs payés par les ménages suivent les diminutions de taux du marché. En Allemagne par exemple, où les taux fixes sur 10 ans prédominent, les possibilités d'obtenir un refinancement sont fortement restreintes.

De plus, le système de pénalité applicable a un impact significatif sur les décisions de refinancement des ménages en cas de baisse des taux.

En Belgique, la possibilité de remboursement anticipé d'un emprunt est réglementée par la loi du 4 août 1992 relative au crédit hypothécaire. Conformément à cette loi, l'emprunteur a le droit de rembourser la totalité du capital à tout moment. Le prêteur ne peut s'y opposer. Un remboursement partiel est également possible, à moins que le contrat ne stipule le contraire<sup>86</sup>.

Concernant les coûts de cette opération, une indemnité de emploi est due uniquement dans le cas où elle est contractuelle. Elle est limitée à trois mois d'intérêts et se calcule au taux du crédit, soit sur le montant du solde restant dû en cas de remboursement total, soit de façon proportionnelle en cas de remboursement partiel. Le montant de l'indemnité était plus élevé auparavant : pour les emprunts conclus avant le 1er janvier 1995, il correspondait à six mois d'intérêts. Des frais de mainlevée sont en outre dus pour rayer l'inscription hypothécaire du prêt initial. Cette indemnité de emploi est la seule pénalité autorisée légalement<sup>87</sup>.

Les coûts afférents à la procédure de refinancement peuvent prendre différentes formes selon les pays. Le montant de la pénalité peut correspondre à une quotité prédéterminée d'intérêts, comme en Belgique, à un pourcentage du principal restant à rembourser, ou encore à un écart entre le taux du marché et le taux du prêt. Par exemple, en France, le montant de la pénalité est plafonné à six mois d'intérêts ou à 3 % du solde restant dû de l'emprunt. La pénalité doit couvrir un différentiel de taux en Finlande. Au Danemark, les contrats de prêt à taux fixe comprennent généralement une option de remboursement anticipé sans pénalité.

---

86 En dehors des stipulations contractuelles, l'emprunteur a néanmoins le droit d'effectuer une fois un remboursement partiel par année civile ou un remboursement d'un montant correspondant au minimum à 10 % du capital emprunté.

87 Dans certains cas, des frais de dossiers supplémentaires à cette indemnité ont été réclamés aux emprunteurs. Suite à des plaintes déposées auprès du Service de Médiation Banques - Crédit - Placements, de tels frais ont été jugés illégaux et ont dû être remboursés.

Le nombre de refinancements d'emprunt est relativement important en Belgique. En 2005, 46 % des signatures de contrat concernaient des refinancements ou des renégociations de prêts existants. Ce taux élevé se justifie par la baisse sensible des taux d'intérêt. Les particuliers déjà endettés ont cherché à obtenir un taux plus avantageux pour réduire leurs charges financières. Les coûts de refinancement ne semblent pas empêcher la réalisation de l'opération. La baisse des taux d'intérêt à la fin des années 1990 avait aussi entraîné un nombre assez élevé de refinancements.

Selon le rapport de l'UPC, les emprunteurs demandent très rapidement une diminution du taux appliqué sur le contrat en cours. Une part considérable des crédits contractés est remboursée ou renégociée dans les 2 à 6 mois. L'indemnité de remploi est jugée trop faible par le secteur pour couvrir les frais encourus.

### **3.2.4 LA PROTECTION DES EMPRUNTEURS**

Plusieurs aspects de la protection de l'emprunteur ont déjà été analysés, à savoir l'encadrement de la variabilité des taux, les possibilités de refinancement et, dans certains pays, la présence de limites maximales aux quotités d'emprunt. La protection du consommateur sur le marché hypothécaire englobe en outre la mise à sa disposition d'une information précontractuelle et contractuelle, la prévention de pratiques commerciales abusives et d'un endettement excessif.

Une information correcte et complète du candidat emprunteur est primordiale. Elle lui permet d'apprécier et de comparer les conditions de crédit proposées par les différents organismes, de façon à obtenir le prêt le plus avantageux. En Belgique, les obligations en matière d'information sont prescrites par la loi du 4 août 1992.

L'organisme hypothécaire doit remettre au candidat emprunteur l'information sous forme de prospectus. Ce prospectus doit reprendre une description des types de crédits offerts, le tarif des taux d'intérêt pour les différents types de crédits, les modalités de variation de taux d'intérêt, le cas échéant, ainsi que le taux de référence légal utilisé. Un exemple du montant de la mensualité à payer (intérêts et remboursement en capital) en fonction du taux d'intérêt annuel correspondant doit être présenté pour chaque type de crédit. Les réductions et majorations de taux éventuelles, de même que leurs conditions d'octroi, doivent être mentionnées. Des réductions ou des majorations peuvent déroger au prospectus à condition qu'elles soient plus favorables à l'emprunteur ou qu'elles aient été négociées à son initiative. Le prospectus doit aussi préciser la nature des contrats dont l'organisme prêteur exige l'annexion. Le candidat emprunteur doit également être informé des frais de dossier et d'expertise.

Concernant le contrat de crédit, le prêteur est tenu de remettre une offre écrite qui comprend toutes les conditions du contrat et la durée de validité de l'offre. Un tableau d'amortissement doit être joint. Les termes "toutes les conditions du contrat" n'ont pas été précisés par la loi. Il n'y a donc pas de standardisation entre les différentes institutions.

La vérification de l'application correcte de la réglementation belge relève de la compétence de la Commission Bancaire, Financière et des Assurances (CBFA). Celle-ci effectue un contrôle a priori du prospectus et des tarifs. D'après le rapport annuel du Service de Médiation Banques - Crédit - Placements, une série de plaintes ont concerné la révision des taux, signe que l'information en la matière n'était sans doute pas assez précise<sup>88</sup>. Par ailleurs, un groupe de travail sur la formation et l'information du consommateur a été mis en place au sein de la CBFA, dans le cadre du Plan d'action pour la protection du consommateur financier. Le passage à un mode de contrôle a posteriori est envisagé<sup>89</sup>.

Au niveau européen, il existe un Code de conduite relatif à l'information précontractuelle à fournir en matière de crédit au logement. L'adhésion à ce Code de conduite européen est volontaire. Les organismes qui y ont adhéré remettent une fiche d'information standardisée au candidat emprunteur, qui contient les éléments principaux et individualisés d'un éventuel crédit auprès de l'établissement. Elle est destinée à faciliter la comparaison des offres proposées par les différents organismes. En ce qui concerne la Belgique, toutes les grandes banques commerciales ont adhéré à ce Code de conduite.

Le législateur belge a aussi veillé à protéger l'emprunteur de certaines pratiques commerciales. Les établissements de crédit pourraient en effet être tentés de conditionner l'attribution d'un prêt à la souscription d'autres produits commercialisés. En vertu de la loi relative au crédit hypothécaire, seuls trois types de contrat peuvent être annexés au contrat de prêt : une assurance solde restant dû, une assurance contre le risque de dégradation de l'immeuble apporté en garantie et une assurance-caution. Comme cette loi autorise les réductions de taux conditionnelles, l'organisme prêteur peut notamment exiger de l'emprunteur la conclusion d'une assurance solde restant dû pour lui accorder une réduction de taux. La domiciliation des salaires ou l'ouverture d'un compte d'épargne auprès de l'institution peuvent aussi constituer une condition préalable à une réduction de taux. Ces pratiques sont relativement courantes. Si l'emprunteur est libre de conclure avec l'assureur de son choix, il sera certainement attiré par la réduction de taux supplémentaire subordonnée à la souscription d'une assurance ou à l'achat d'autres produits proposés par le prêteur.

La protection de l'emprunteur vise également à éviter les situations de défaut de paiement. En Belgique, tout organisme prêteur a l'obligation légale de consulter la Centrale des crédits aux particuliers avant d'octroyer un prêt. Tous les crédits conclus par des particuliers à titre privé y sont enregistrés, ainsi que les éventuels défauts de paiement relatifs à ces crédits. Le but est d'empêcher le surendettement des particuliers. L'obligation de consulter une base de données reprenant les crédits contractés existe aussi aux Pays-Bas.

---

88 Service de Médiation Banques - Crédit - Placements, *Rapport annuel 2004-2005*, pp. 22-23.  
89 UPC, 2006, *Rapport annuel 2005*, 26 janvier 2006, p. 32.

### 3.2.5 LE SYSTÈME BANCAIRE ET LE MODE DE FINANCEMENT DES BANQUES

En Belgique, les emprunts hypothécaires sont majoritairement contractés auprès des banques commerciales. Celles-ci représentaient 81,8 % de l'encours des crédits hypothécaires à la fin de l'année 2004. Le marché du crédit hypothécaire se caractérise de surcroît par une concentration élevée, puisque quatre grands groupes de bancassurance totalisent plus de 60 % de parts de marché. Ces groupes dominent plus largement l'ensemble du paysage bancaire belge. Le reste du marché hypothécaire est partagé entre les banques de plus petite dimension, les organismes spécialisés dans les crédits hypothécaires, les compagnies d'assurance et les fonds de pension, ainsi que diverses autres institutions privées, publiques ou semi-publiques.

La concurrence entre les organismes prêteurs joue principalement au niveau de l'offre globale proposée aux candidats acheteurs en matière de taux, d'assurance ou de divers autres produits commercialisés. La compétition est relativement forte à cet égard. L'emprunteur dispose d'une certaine marge de manœuvre pour négocier le prix d'un "package global" et faire jouer la concurrence. Les taux obtenus s'écartent souvent des prix affichés sur le prospectus. Ce processus de négociation réduit certes la transparence au niveau des prix des différents produits et la liberté ultérieure du consommateur. Celui-ci peut néanmoins bénéficier de tarifs avantageux en fonction de son profil financier et de son "pouvoir de négociation", ainsi que de la facilité du regroupement des différents services auprès d'une seule institution.

A l'échelle européenne, les banques commerciales occupent également une part de marché prépondérante en Italie, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. Leur part de marché est par contre faible au Danemark, en Espagne et en Suède, au profit des institutions spécialisées dans les crédits hypothécaires. La forte présence d'établissements spécialisés s'explique par le cadre réglementaire en vigueur dans ces pays. En Allemagne et en France, ce sont les banques coopératives qui dominent le marché.

L'innovation dans le secteur du crédit hypothécaire ne s'est pas limitée au développement de nouveaux produits. Elle a aussi concerné la mise au point de nouvelles techniques financières de gestion des crédits et de couverture des risques, notamment par le recours à la levée de fonds sur les marchés des capitaux. L'objectif du développement d'un marché secondaire est de diversifier les sources de financement des créances hypothécaires, ainsi que d'en réduire les coûts et les risques.

Trois modes de financement du crédit hypothécaire sont discernés ci-après : les dépôts à court terme des particuliers (les dépôts de détail), l'émission d'obligations hypothécaires (*mortgage bonds*) ou titres privilégiés (*covered bonds*) et la titrisation des créances hypothécaires (*securisation*). La titrisation consiste à émettre des titres adossés à des crédits immobiliers aux particuliers (*residential mortgage backed securities*). Transformée en titres, la dette hypothécaire est cédée à d'autres acteurs. L'établissement de crédit constitue une entité juridique spécifique (dénommée *special*

*purpose vehicle*), à laquelle il cède les créances hypothécaires. Les titres émis par cette entité sont ensuite vendus aux investisseurs. Cette technique permet aux établissements de crédit d'extraire des créances de leur bilan et de diminuer le montant réglementaire des fonds propres à détenir en couverture.

Même si elle a tendance à diminuer au profit des mécanismes plus sophistiqués, la part des dépôts de détail demeure majoritaire dans le financement du crédit hypothécaire dans l'UE, surtout en comparaison avec les Etats-Unis où la titrisation est largement développée. Les systèmes de financement des prêts au logement connaissent cependant une grande diversité selon les pays européens. Les divergences sont principalement dues à l'existence d'un cadre législatif autorisant le développement de ces modes de financement. Elles s'expliquent aussi par les différences en matière de coût d'utilisation des techniques et par les pratiques traditionnelles sur le marché du crédit hypothécaire.

En Belgique, le financement est pour une large part basé sur les dépôts de détail, en particulier les dépôts d'épargne, et l'émission d'obligations ordinaires, à différencier des *mortgage bonds*. Le financement par titrisation des créances hypothécaires s'est aussi développé, bien qu'il reste accessoire. Une dizaine de titrisations de créances hypothécaires ont déjà eu lieu. Elles servent essentiellement à alléger le bilan des organismes prêteurs. Les dépôts de détail ont en fait constitué une source suffisante de financement pour les banques. Concernant les obligations hypothécaires, il n'existe pas encore de législation au niveau belge. Une telle législation est actuellement en cours de préparation.

Les dépôts d'épargne représentent également une source de financement importante en Autriche et en Finlande. Le financement fondé sur les obligations hypothécaires est largement diffusé en Allemagne, en Suède et surtout au Danemark. Dans ce dernier pays, la réglementation impose aux établissements d'émettre des obligations hypothécaires à concurrence du montant des prêts attribués<sup>90</sup>. Les marchés les plus actifs concernant les titres adossés à des crédits immobiliers aux particuliers se sont développés en Espagne, en Irlande, en Italie, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.

### 3.2.6 L'EXTRACTION HYPOTHÉCAIRE

Les ménages ont également la possibilité de tirer parti de la valorisation de leur patrimoine immobilier pour obtenir des liquidités supplémentaires. Les capitaux obtenus peuvent être affectés au financement d'un surplus de consommation, à un investissement dans une autre catégorie d'actif ou à une restructuration de leur bilan.

---

90 La prédominance de ce type de financement influence par ailleurs l'offre de produits : le transfert des risques permis par cette technique explique la grande disponibilité de taux fixes au Danemark.

Ce phénomène est dénommé *home equity withdrawal*, *house equity withdrawal* ou encore *mortgage equity withdrawal*, ce qui peut se traduire par “extraction” ou “prélèvement hypothécaire”. Ce mécanisme constitue un canal de transmission des effets de la richesse immobilière sur la consommation des ménages, dans la mesure où l’introduction de liquidités dans le circuit économique est susceptible de stimuler les dépenses de consommation de ces ménages. Ce phénomène s’est principalement développé dans des pays comme les Etats-Unis, les Pays-Bas ou le Royaume-Uni.

L’extraction hypothécaire se mesure au niveau agrégé par la différence entre, d’une part, la variation des prêts hypothécaires accordés aux ménages et, d’autre part, l’investissement en logements. Si la différence est positive, il y a un prélèvement de capitaux du marché immobilier, une “liquéfaction” du logement. Lorsque le résultat donne un solde négatif, les ménages injectent au contraire des liquidités. Le logement est partiellement financé par un apport personnel.

Sur le plan micro-économique, le prélèvement hypothécaire peut en fait correspondre à divers types de transactions, par lesquelles un propriétaire libère des liquidités de son patrimoine immobilier. Plusieurs canaux d’extraction de l’actif immobilier sont ainsi à distinguer : une dernière vente, une vente suivie d’un achat d’une habitation moins onéreuse, un surfinancement ou refinancement hypothécaire, une avance supplémentaire pour un crédit hypothécaire existant ou encore la prise d’une hypothèque de second rang sur un bien déjà hypothéqué<sup>91</sup>.

Ces trois derniers mécanismes peuvent être regroupés en fonction de leur lien à la structure particulière du marché du crédit hypothécaire. Celle-ci joue un rôle notable aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, où se sont développés les *home equity loan* et les *home secured loan*, qui sont garantis sur la base de la valeur de marché du bien immobilier apporté en garantie. Les ménages peuvent ainsi contracter un emprunt adossé à un bien immobilier à des fins autres que l’acquisition ou l’amélioration d’un logement. Relevons qu’un nouveau type de prêt, le prêt hypothécaire rechargeable, est disponible depuis peu en France. Il s’inspire des prêts précédents, mais est plus restreint, étant donné que l’ouverture de crédit supplémentaire est limitée à la part du capital déjà remboursée. Le succès de ce type de prêt serait mitigé en raison de son coût élevé<sup>92</sup>.

---

91 Benito, A. and J. Power, 2004, “Housing equity and consumption: insights from the Survey of English Housing”, *Quarterly Bulletin*, Bank of England, Volume 44, No 3, Autumn 2004, p. 303. La mesure agrégée de l’extraction hypothécaire est en fait incomplète. Elle ne prend en compte les transactions entre ménages sur le marché secondaire que si elles donnent lieu à une modification de l’endettement agrégé du secteur des ménages.

92 Rey-Lefebvre, I., 2006, “Débuts difficiles pour le prêt hypothécaire rechargeable”, *Le Monde*, 12 novembre 2006.

Concernant l'ensemble de la zone euro, la *Bank Lending Survey* comprend depuis juillet 2006 un questionnaire visant à mesurer l'ampleur de ce phénomène, d'un point de vue à la fois quantitatif et qualitatif<sup>93</sup>. Les banques doivent signaler le volume des prêts garantis par un bien immobilier et destiné à la consommation, à un placement financier ou un remboursement de dette, ainsi que l'évolution constatée au cours des douze derniers mois. Selon les réponses apportées par les banques, l'importance de ces prêts reste faible (64 % des banques affirment qu'elle est inférieure à 10 % des prêts accordés), même si les banques indiquent une augmentation de l'ordre de 14 %.

Au niveau agrégé, l'extraction de capitaux du marché immobilier est inexistante en Belgique. L'étude de ce phénomène sur le marché belge appelle cependant une remarque. Comme on l'a déjà relevé, contrairement à d'autres pays européens, le critère permettant de déterminer le type de crédit (crédit à la consommation ou crédit hypothécaire) n'est pas la nature de la garantie, mais la finalité de l'emprunt. Dès lors, un emprunt gagé par un bien immobilier et destiné à des dépenses de consommation ne serait pas considéré comme un prêt hypothécaire. Cet emprunt échapperait à la mesure du *mortgage equity withdrawal*. Cependant, d'après les informations de l'UPC, les crédits à la consommation garantis par une hypothèque sont relativement rares en Belgique. Ils sont notamment destinés à l'acquisition de titres ou de voitures haut de gamme. Le caractère marginal de ces crédits permet de confirmer l'absence d'extraction hypothécaire en Belgique.

Divers facteurs pourraient permettre d'expliquer cette absence de prélèvement hypothécaire en Belgique<sup>94</sup>. Tout d'abord, pour les ménages belges, le patrimoine immobilier semble davantage représenter un lieu d'habitation qu'un produit d'investissement. La propension à hypothéquer un bien immobilier pour un crédit non affecté au logement est par conséquent faible. Par ailleurs, les ménages pourraient réserver leur patrimoine immobilier à un usage ultérieur (un héritage, une réserve en prévision de la retraite, etc.). L'augmentation des prix des logements, du moins jusqu'en 2004, a ensuite été plus modérée que dans d'autres pays. Le rythme de croissance des prix n'a peut-être pas non plus été perçu comme suffisamment durable. L'appréciation de la valeur exacte du patrimoine immobilier est aussi moins aisée que pour le patrimoine financier. Les coûts de transaction assez élevés rendent en outre le marché "moins liquide". Ils peuvent décourager la réalisation de transactions immobilières et réduire, partant, les opportunités de bénéficier de l'augmentation des prix, par le remplacement du logement actuel par un logement moins onéreux.

---

93 ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, August 2006, p. 25. Ce questionnaire vise aussi à cerner la part des prêts contractés pour des biens non affectés à la résidence principale (résidence secondaire ou investissement).

94 Le développement qui suit est en partie fondé sur l'article de Eugène, B., Ph. Jeanfils et B. Robert, 2003, "La consommation privée en Belgique", BNB Working Paper No 39, Juin 2003. Cet article examine de façon plus générale l'ampleur de l'effet de richesse en Belgique.

Du point de vue du prêteur, des facteurs explicatifs sont à envisager au niveau des caractéristiques du marché du crédit hypothécaire examinées précédemment. Le mode de financement des créances hypothécaires reste principalement fondé sur les dépôts bancaires des particuliers. Les techniques permettant un transfert des risques sont assez peu développées. En outre, la procédure légale permettant de saisir le bien apporté en garantie est relativement longue par rapport à d'autres pays européens. Les banques adoptent dès lors un comportement plus prudent dans leur politique de prêt et sont peu disposées à prendre en considération une réévaluation du bien immobilier pour accorder un prêt supplémentaire.

Enfin, les innovations en matière de produits hypothécaires et la plus grande variété de produits qui en découle sont assez récentes. Une évaluation de leur impact semble dès lors prématurée.

Le refinancement des prêts est certes important en Belgique. Ce refinancement doit cependant être distingué de l'extraction hypothécaire. Il correspond en fait à une renégociation du taux applicable à l'encours du crédit. Les ménages souhaitent réduire leurs charges de remboursement mensuelles ou raccourcir la durée du prêt. La baisse des taux d'intérêt semble avoir été plus déterminante sur le comportement des ménages que l'appréciation du patrimoine immobilier. Même si les "gains" réalisés grâce à l'allègement des charges financières peuvent servir au financement de dépenses de consommation, les deux phénomènes restent différents. Grâce au prélèvement hypothécaire, les ménages disposent *immédiatement* de capitaux supplémentaires à affecter à leur libre convenance. De plus, à un niveau agrégé, l'impact de la baisse des taux est à distinguer de celui entraîné par l'extraction de liquidités, étant donné que le secteur des ménages est un secteur créancier net. Cette diminution de taux affecte négativement les revenus découlant de leurs placements.

Par ailleurs, cette liquéfaction de l'actif immobilier semble avoir un effet plutôt modéré sur les dépenses de consommation courante. On distingue en fait une définition étroite et une définition plus large de l'extraction hypothécaire. La première exclut les dépenses destinées à l'amélioration du logement (considérées comme de l'investissement résidentiel dans les comptes nationaux), tandis que la seconde l'englobe. Des études récentes consacrées aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis montrent que la part des liquidités extraites "effectivement" consommées est faible. Ces liquidités ont principalement servi à réaliser des dépenses afférentes à l'équipement du logement ou à rembourser d'autres emprunts plus coûteux, c'est-à-dire à permettre une consolidation du bilan. Un arbitrage entre les différentes sources de financement s'est ainsi opéré. L'ampleur du phénomène d'extraction hypothécaire et son impact potentiel sur l'économie n'en demeurent pas moins significatifs.

Le prélèvement sur le patrimoine immobilier offre certes des opportunités dans la perspective du vieillissement démographique. Dans cette optique, des suggestions quelque peu différentes ont été avancées par l'UPC. Elle souhaiterait que les organismes belges puissent proposer un produit du type *reverse mortgage*. Cette hypothèse inversée rend aussi possible une forme de consommation du patrimoine

immobilier : les propriétaires retraités reçoivent un capital ou une rente mensuelle liée à la “libération” de leur logement, tout en continuant à l’occuper et à conserver leur droit de propriété. Ces liquidités peuvent notamment être employées à des fins de consommation. La banque récupère son capital lors de la vente ultérieure de l’habitation. Selon les termes de l’UPC, ce crédit logement inversé permet ainsi aux propriétaires retraités de “libérer la valeur dormante de leur habitation”. Le patrimoine immobilier est en quelque sorte considéré comme une réserve de pension en fournissant un complément de revenu à la pension légale.

L’organisation demande plus précisément l’adoption d’une réglementation au niveau belge concernant le prêt hypothécaire inversé. Cette réglementation devrait permettre aux banques belges de développer ce nouveau produit et de pouvoir par conséquent répondre à la concurrence des autres banques européennes, en particulier les banques néerlandaises et françaises, qui le commercialisent déjà à l’heure actuelle. L’adaptation de la réglementation sur le crédit hypothécaire est à l’étude au niveau des autorités belges<sup>95</sup>.

### 3.2.7 LES TENTATIVES DE CLASSIFICATION SELON LES PAYS

Les caractéristiques structurelles des marchés hypothécaires nationaux ont été synthétisées par le regroupement en catégories ou par l’élaboration d’indice de complétude. Cette sous-section passe en revue plusieurs de ces analyses et examine la place occupée par la Belgique.

La Banque des Règlements Internationaux a établi une classification de 17 pays, fondée sur les traits structurels de leurs marchés hypothécaires<sup>96</sup>. Les paramètres pris en compte sont le recours à l’extraction hypothécaire, la dominance de taux fixes ou variables, ainsi que les pratiques des organismes de crédit au niveau des exigences d’appart personnel et des méthodes d’évaluation du bien apporté en garantie.

---

95 *Note de politique générale du ministre de l’Économie, de l’Énergie, du Commerce extérieur et de la Politique scientifique*, Chambre des Représentants de Belgique, Doc. 51/2706/002, 20 octobre 2006, p. 18.

Les prêts viagers *hypothécaires* sont seulement disponibles depuis peu en France. Le produit existe depuis plus longtemps aux Pays-Bas (*loopeethypotheek*), au Royaume-Uni, de même qu’aux États-Unis ou au Canada. Les données pour les États-Unis et le Royaume-Uni font apparaître un usage plutôt limité de ce type de prêt, même s’il est en croissance et présente un certain potentiel. Une des raisons principales de cette faible diffusion réside dans le coût assez élevé du produit, qui réduit son attractivité, étant donné que les institutions de crédit doivent couvrir le risque de longévité de l’emprunteur et de dévalorisation du bien en cas de dépréciation du marché. Cf. International Monetary Fund, 2006, “Liquidity Constraints and Mortgage Market Reform in France”, France: Selected Issues, IMF Country Report No. 06/390, October 2006, p. 91 et p. 93.

96 Tsatsaronis, K. and H. Zhu, *op. cit.*, pp. 68-70.

Trois groupes de pays sont identifiés. La Belgique fait partie du premier groupe de pays, constitué principalement de pays d'Europe continentale, où le fonctionnement du système de crédit est plutôt conservatif. Le comportement des prêteurs y est parmi les plus prudents et l'extraction immobilière est marginale ou inexistante. Les crédits hypothécaires sont traditionnellement à taux fixe. La deuxième catégorie regroupe les pays où les pratiques bancaires sont moins prudentes et le prélèvement hypothécaire est plus développé, mais où les taux fixes dominent. Les Pays-Bas appartiennent à ce groupe. Enfin, le dernier groupe se caractérise par les pratiques les plus agressives et un développement important de l'extraction de liquidités sur le patrimoine immobilier. Les crédits à taux variable, dont la fréquence d'ajustement est élevée, sont dominants. Le risque de création de déséquilibre financier par le mécanisme de renforcement mutuel entre crédit et prix y est aussi plus prononcé. L'Irlande, le Royaume-Uni et la Suède sont repris dans cette troisième catégorie.

Un indice relatif à la disponibilité des produits a été construit par le bureau de consultance *London Economics*, sur la base d'un questionnaire adressé aux associations professionnelles nationales de distributeurs de prêts hypothécaires<sup>97</sup>. Tant la gamme de produits offerts que l'éventail des emprunteurs potentiels susceptibles d'être servis sont mesurés par cet indice. D'après cette étude, le Royaume-Uni présente le marché le plus développé. Par comparaison à un indice unitaire pour le Royaume-Uni, l'indice est de 0,82 pour la Belgique, de 0,77 pour la France et de 0,88 pour les Pays-Bas.

Concernant les dernières évolutions du marché hypothécaire belge, l'apparition de nouveaux produits a certainement contribué à accroître sa complétude, même si l'emprunteur belge reste traditionnellement assez prudent.

Un indice de complétude a également été établi dans l'étude comparative de huit marchés hypothécaires nationaux précédemment mentionnée<sup>98</sup>. Quatre paramètres sont intégrés : les catégories d'emprunteurs potentiels, la gamme de produits proposés, la facilité d'obtenir un crédit et enfin l'information et les conseils sur les produits disponibles. Le Royaume-Uni obtient de nouveau le score le plus élevé. Viennent ensuite les Pays-Bas, le Danemark et la France. Les marchés les moins développés se trouvent, par ordre croissant de complétude, au Portugal, en Italie, en Allemagne et en Espagne.

---

97 *London Economics, op. cit.*, p. 54. Pour la Belgique, l'UPC a fourni les réponses à ce questionnaire.

98 Mercer Oliver Wyman, *ibid.*

## 4 LES POLITIQUES FAVORISANT L'ACCÈS AU LOGEMENT

L'accession à la propriété constitue un objectif primordial poursuivi par la majorité des gouvernements européens. Ce chapitre est spécifiquement consacré à l'analyse des interventions publiques qui influencent ou favorisent la propriété immobilière. L'analyse se concentre essentiellement sur le contexte belge.

Les diverses actions des autorités belges sont examinées en fonction du niveau de pouvoir compétent. Le logement relève en effet de différents niveaux de pouvoirs en Belgique. Lors du processus de fédéralisation au cours des années 1980, le pouvoir fédéral s'est en partie désengagé de sa compétence en matière de logement au profit des Régions. Celles-ci ont adopté des réglementations spécifiques dans ce domaine, dénommées "Codes du logement". Ces Codes consacrent au niveau régional le droit constitutionnel à un logement décent.

L'Etat fédéral intervient dans le domaine du logement par l'intermédiaire de la fiscalité immobilière<sup>99</sup>. Cette compétence est partagée avec les Régions. Depuis la loi spéciale de réforme institutionnelle de 2001, celles-ci disposent d'une compétence fiscale élargie. Elles peuvent fixer la base d'imposition, les taux et les exonérations des droits d'enregistrement<sup>100</sup>. Les Régions déterminent ainsi une grande partie des coûts de transaction, l'Etat fédéral demeurant compétent en matière de TVA. La compétence régionale en matière fiscale concerne également les droits de succession et le précompte immobilier.

Par ailleurs, diverses aides au logement sont accordées au niveau régional afin d'encourager l'accès à la propriété. Elles peuvent prendre la forme de subsides directs, de logements vendus et de prêts attribués à des conditions préférentielles, ou encore d'une assurance gratuite contre la perte de revenus lors d'un financement hypothécaire.

Un autre facteur de nature institutionnelle a sans doute orienté l'évolution du marché immobilier belge : le rôle joué par la déclaration libératoire unique sera envisagé dans une section séparée.

Ce chapitre se terminera par l'évaluation, au niveau européen, de l'impact des incitants fiscaux sur le coût du financement du logement et sur le marché résidentiel en général.

---

99 L'Etat fédéral reste aussi compétent au niveau de la législation sur le crédit hypothécaire, analysée au chapitre précédent, et au niveau de la législation sur les baux locatifs, qui sera examinée au cinquième chapitre.

100 Les Régions ne peuvent cependant pas modifier le revenu cadastral fédéral.

## 4.1 LA FISCALITÉ IMMOBILIÈRE AU NIVEAU FÉDÉRAL

Les dispositions fiscales peuvent être classifiées en fonction de trois dimensions: l'acquisition d'un bien immobilier, le coût de sa détention et enfin la cession de ce bien. Nous présentons tout d'abord les incitants fiscaux destinés à faciliter l'accès à la propriété. Les taxes résultant de la détention d'un bien immobilier seront ensuite examinées, aussi bien du point de vue d'un propriétaire occupant que celui d'un propriétaire bailleur. Enfin, lors de la vente de son logement, le propriétaire peut réaliser un gain en capital plus ou moins substantiel. Le régime d'imposition des plus-values sur la cession de biens immobiliers sera par conséquent exposé.

### 4.1.1 LES AVANTAGES FISCAUX LIÉS À L'ACQUISITION D'UN LOGEMENT

Comme dans la plupart des autres pays européens, un avantage fiscal est octroyé pour l'acquisition immobilière financée par un prêt hypothécaire. Cet incitant a pour effet d'abaisser le coût de l'emprunt. Le régime fiscal belge favorise principalement l'achat de l'habitation à usage propre : l'avantage fiscal est nettement plus important par comparaison à l'acquisition d'une seconde résidence et à l'immobilier de rapport.

Un nouveau régime fiscal pour les emprunts contractés dans le but d'acquérir la maison d'habitation à usage propre est entré en vigueur le 1er janvier 2005, le système de la *déduction pour habitation propre et unique*. Le traitement fiscal des emprunts hypothécaires était jusqu'alors caractérisé par un ensemble assez complexe de limitations et de conditions concernant la déduction des intérêts d'emprunt hypothécaire et la réduction d'impôt sur les amortissements en capital et les primes d'assurance-vie. L'ancien système reste toutefois d'application pour les anciens emprunts et les emprunts ne répondant pas aux conditions du nouveau régime. Après avoir présenté ces deux régimes, l'incidence des avantages fiscaux sur l'arbitrage entre le logement neuf ou existant sera envisagée.

#### a *Le système applicable aux emprunts contractés avant le 1er janvier 2005*

Selon cet ancien système, les intérêts d'emprunt payés donnent droit à une déduction intitulée *déduction ordinaire*. Ces intérêts sont déduits des revenus immobiliers du contribuable. Une *déduction complémentaire* peut être accordée dans certaines limites<sup>101</sup> et moyennant le respect de certaines conditions. Le solde d'intérêts subsistant peut dans ce cas être en partie déduit de l'ensemble des revenus imposables globalement du contribuable. Lorsque les conditions ne sont pas ou ne sont plus remplies, le solde d'intérêts qui n'a pas pu être imputé est "perdu".

---

101 Les limites sont fonction du montant emprunté, de l'année de conclusion du contrat d'emprunt et du nombre d'enfants à charge. Cette déduction concerne l'acquisition d'un logement neuf ou la rénovation d'un logement occupé depuis au moins 15 ans.

Sous certaines limites<sup>102</sup> et conditions, le contribuable peut obtenir une réduction d'impôt sur les amortissements en capital de l'emprunt. Cette réduction est octroyée au taux marginal (*la réduction majorée pour épargne-logement*) ou à un taux moyen spécial compris entre 30 % et 40 % (*la réduction pour épargne à long terme*), selon que le contribuable était propriétaire d'une ou de plusieurs habitations au moment de la conclusion de l'emprunt<sup>103</sup>. Une réduction d'impôt est aussi accordée sur les primes d'assurance-vie destinées à garantir ou reconstituer l'emprunt hypothécaire. Ces réductions sont limitées en fonction, d'une part, de la hauteur des revenus professionnels nets imposables globalement du contribuable et, d'autre part, d'un plafond absolu par contribuable. Le montant des dépenses donnant droit à la réduction augmente avec les revenus professionnels nets imposables, sans pouvoir excéder une limite maximale de 1.920 € pour les dépenses consenties en 2006.

### *b La déduction pour habitation propre et unique*

La déduction pour habitation propre et unique remplace le régime de déduction d'intérêts et de réduction d'impôt par un système plus simple<sup>104</sup>. Les charges d'intérêts, d'amortissement en capital et les primes d'assurance-vie sont désormais regroupées en un montant forfaitaire unique. Elles sont déduites, en tant que dépenses déductibles, du revenu net imposable globalement du contribuable. Celui-ci bénéficie d'un avantage fiscal calculé au taux marginal pour l'ensemble de ces dépenses.

Le montant de la déduction est plafonné par contribuable et par période imposable. Pour les emprunts contractés en 2006, cette limite s'élève également à 1.920 €. Contrairement à l'ancien système, cette limite est indépendante du revenu. Il n'y a pas non plus de distinction selon le type d'habitation ou le montant de l'emprunt.

Ce plafond est majoré au cours des dix premières années imposables à partir de celle de la conclusion du contrat d'emprunt. Le montant de cette majoration est de 640 € pour les emprunts de 2006. Une majoration supplémentaire est attribuée lorsque le contribuable a au moins trois enfants à charge au début de la période imposable qui suit celle de la conclusion du contrat d'emprunt. Cette majoration est de 60 € pour les emprunts de 2006. Toutefois, le contribuable perd définitivement le droit à ces majorations s'il devient propriétaire d'une autre habitation à la fin de l'une de ces périodes imposables.

---

102 Les limites dépendent également du montant emprunté, de l'année de conclusion du contrat d'emprunt, du nombre d'enfants à charge, ainsi que du type d'habitation concerné.

103 Pour les emprunts contractés avant 1989, la condition était différente : l'habitation devait être l'habitation propre du contribuable.

104 L'octroi de cette déduction pour habitation propre et unique reste soumis au respect de conditions analogues à celle de l'ancien système. Elles concernent entre autres l'inscription hypothécaire de l'emprunt, la durée minimale de l'emprunt de dix ans, l'exigence que l'organisme prêteur soit une institution établie dans l'Espace Economique Européen.

Cette déduction majorée permet par conséquent aux emprunteurs de bénéficier d'un avantage fiscal plus important<sup>105</sup> dès les premières années du prêt, lorsque les charges financières pèsent plus lourdement sur leur budget. De surcroît, la déduction des intérêts d'emprunt, proportionnellement plus élevés en début de prêt, n'est plus limitée aux revenus immobiliers. Elle s'applique désormais à l'ensemble du revenu imposable globalement. Le coût réel de l'emprunt est donc nettement réduit. Ce nouveau régime est aussi plus neutre fiscalement en accordant une déduction forfaitaire, non limitée en fonction des revenus, de la base imposable<sup>106</sup>. Comme elle constitue une dépense déductible, les contribuables imposés au taux marginal le plus élevé disposent certes d'un avantage fiscal plus important. Il convient toutefois de noter que le taux marginal d'imposition maximal a été réduit par la réforme de l'impôt des personnes physiques de 2001.

La déduction porte sur l'habitation *propre et unique* : des exigences sont par conséquent posées quant à l'occupation de l'habitation par le contribuable lui-même et quant au critère de seule habitation en propriété. Le critère d'habitation propre est nouveau par rapport à l'ancien système. Cette condition est examinée au 31 décembre de l'année de la conclusion de l'emprunt<sup>107</sup>.

Plusieurs exceptions à la condition d'habitation unique, destinées à répondre à des situations spécifiques, sont néanmoins prévues. Par exemple, un contribuable qui possède déjà une habitation et la met en vente dispose d'un délai supplémentaire d'un an pour répondre aux conditions. De même, la copropriété, l'usufruit ou la nue-propriété d'une autre habitation suite à un héritage n'entrave pas l'octroi de la déduction.

L'entrée en vigueur de ce nouveau régime fiscal, généralement plus avantageux pour les contribuables, a probablement contribué à alimenter la demande de logements et de crédits hypothécaires. Les candidats emprunteurs ont sans doute été incités à emprunter des montants plus importants en raison de la majoration de la déduction au début de l'emprunt. Les conditions plutôt strictes à son octroi semblent néanmoins écarter le développement de comportements spéculatifs.

---

105 L'incidence budgétaire de l'introduction de cette mesure a été estimée à 63,8 millions d'euros pour 2005 (l'impact budgétaire de la mesure en 2005 se retrouve dans le budget 2007).

106 Un rapport du Conseil supérieur des Finances de 2002 met en évidence que la distribution des dépenses liées à un emprunt hypothécaire, donnant droit à un avantage fiscal, est plus inégalitaire que celle des revenus imposables. Ces dépenses sont en effet concentrées dans les classes moyennes et supérieures de la distribution de revenus. Ce caractère inégalitaire est néanmoins moins prononcé par rapport aux dépenses afférentes à l'assurance groupe et à l'achat d'actions de l'employeur. La part des avantages fiscaux octroyés pour l'acquisition immobilière est de plus concentrée dans la classe d'âge comprise entre 35 et 40 ans. Ce rapport prône par ailleurs le regroupement dans une "corbeille" des dépenses afférentes à l'investissement immobilier (ainsi qu'à l'épargne à long terme) et la suppression de la distinction entre le paiement d'intérêts et le remboursement en capital. Par comparaison au régime de la déduction pour habitation propre et unique, une réduction à un taux fixe était proposée. Cf. Conseil supérieur des Finances, Section Fiscalité et Parafiscalité, 2002, *Avis sur les déductions à l'impôt des personnes physiques*, Novembre 2002, p. 30 et p. 70 sv.

107 Le délai est prolongé de deux ans en cas de nouvelle construction, de travaux de transformation ou de la présence d'obstacles légaux ou contractuels empêchant l'occupation de l'habitation.

En outre, même s'ils sont plus importants, les avantages fiscaux accordés sont, dans la plupart des cas, inférieurs aux charges financières de l'emprunt compte tenu du plafond de déductibilité. Avec un maximum de 2.560 € de dépenses déductibles en 2006 (ou 2.620 € en fonction des charges de famille), l'avantage fiscal est rapidement "exploité" dans son intégralité avec un emprunt d'un montant modéré. A titre d'exemple, sans tenir compte de l'indexation des barèmes fiscaux, le plafond de dépenses est atteint, pour un prêt à taux fixe sur 20 ans à 4,44 %, dès que le montant de l'emprunt est de 34.138 €. Ce montant est doublé à 68.276 € en cas de deux co-emprunteurs. Or, l'année précédente, le montant moyen d'un prêt hypothécaire s'élevait à 93.255 €.

### *c L'arbitrage entre les marchés primaire et secondaire*

Jusqu'au 1er janvier 2005, la construction ou l'acquisition à l'état neuf d'une habitation donnait droit à un avantage fiscal supplémentaire par rapport à l'achat d'un logement existant. Le contribuable pouvait en effet bénéficier de la déduction complémentaire d'intérêts au lieu de la déduction ordinaire<sup>108</sup>. La mise en place de ce système, lors de la crise des années 1980, avait pour finalité de redynamiser le secteur de la construction.

Cet incitant en faveur des nouvelles constructions est supprimé dans le régime de la déduction pour habitation propre et unique. Un système plus équilibré est désormais mis en place : l'acquisition d'un logement neuf ou l'achat d'un logement existant sont placés sur un pied d'égalité.

Il semble même que l'accent ait été déplacé vers l'amélioration du stock de logements existants, puisque divers incitants fiscaux ont été instaurés pour encourager la rénovation des logements anciens. Ces différentes mesures ont pour effet de stimuler l'offre de logements, plutôt que d'accroître la pression sur la demande.

Depuis l'année 2000, un taux réduit de TVA de 6 % s'applique à la réparation et à la rénovation de logements occupés depuis plus de 5 ans<sup>109</sup>. Auparavant, cette réduction n'était valable que pour les habitations occupées depuis au moins 15 ans.

---

108 Néanmoins, comme on l'a déjà noté, cette déduction complémentaire peut aussi être obtenue sous conditions en cas de travaux de rénovation d'une habitation d'au moins 15 ans. Ces travaux doivent notamment revêtir une certaine ampleur pour que les conditions soient remplies.

109 Cette réduction résulte de l'adoption par le Conseil de l'UE de la directive 1999/85/CE relative aux taux réduits de TVA pour les services à forte intensité de main-d'œuvre. Cette mesure temporaire a été prolongée à plusieurs reprises et est actuellement en vigueur jusqu'au 31/12/2010. D'autres pays européens ont également décidé d'appliquer un taux réduit à la réparation et à la rénovation de logements.

Une réduction d'impôt est également accordée depuis 2003 pour les dépenses consenties en vue de la rénovation d'une habitation située dans une zone d'action positive des grandes villes. Cette habitation doit être la seule habitation en propriété du contribuable. Cet incitatif vise à favoriser la revitalisation urbaine. Comme le détaillera la sous-section suivante, le niveau comparativement plus élevé des revenus cadastraux dans les grands centres urbains implique une fiscalité plus lourde pour le propriétaire. De surcroît, celui-ci perd souvent le droit aux réductions de droits d'enregistrement et aux primes existantes. L'établissement dans ces centres urbains est par conséquent découragé. Une telle situation a motivé l'introduction de cette mesure spécifique.

De plus, dans le cadre de son budget 2007, le gouvernement fédéral a décidé d'appliquer un taux avantageux de TVA de 6 % aux travaux de démolition et de reconstruction d'habitation dans des quartiers déterminés de grandes villes. Selon la Confédération de la construction, quelque 220.000 habitations, soit 6 à 7 % du parc de logements, seraient concernées par cette disposition<sup>110</sup>.

Les réductions d'impôt (dont les montants limites ont été plusieurs fois majorés) pour les dépenses en faveur d'une utilisation rationnelle de l'énergie sont aussi à mentionner, parmi les mesures destinées à encourager l'amélioration du parc de logements existants.

#### **4.1.2 LA DÉTENTION D'UN BIEN IMMOBILIER**

Le mode de taxation du patrimoine immobilier influence les choix d'investissement des ménages. En Belgique, l'imposition d'un bien immobilier repose sur la notion de revenu cadastral. Celui-ci sert de base à l'établissement, d'une part, du précompte immobilier et, d'autre part, de l'impôt sur les revenus à l'impôt des personnes physiques. Le revenu cadastral est un revenu forfaitaire, censé correspondre à la valeur locative annuelle moyenne nette de l'immeuble. Ce revenu locatif est fixé de façon théorique par l'Administration du Cadastre à une période de référence déterminée, à savoir le 1er janvier 1975. Les revenus cadastraux actuellement en vigueur résultent de la péréquation générale de 1979, appliquée dès 1980, à la date de référence de 1975. L'absence de nouvelle péréquation générale, pourtant initialement prévue à une fréquence décennale, a été compensée par une indexation dès 1991. L'actualisation des revenus cadastraux s'opère depuis lors par le biais de cette indexation. Pour les revenus de l'année 2006, le pourcentage d'indexation du revenu cadastral s'élève à 42,76 %.

---

110 Confédération Construction, 2006, *La Confédération Construction se réjouit des nouvelles mesures fiscales pour la rénovation, mais elle s'interroge sur les motivations budgétaires de la Table ronde*, 17 octobre 2006, ([http://www.confederationconstruction.be/press/releases/2006/17\\_10\\_2006.fr.asp](http://www.confederationconstruction.be/press/releases/2006/17_10_2006.fr.asp)).

Le précompte immobilier est un impôt régional qui frappe les biens immobiliers situés en Belgique. Il correspond à une taxe foncière. Une redevance de base est tout d'abord établie par et au profit des Régions<sup>111</sup>, sous la forme d'un pourcentage du revenu cadastral indexé. Le taux varie selon la Région où se situe le bien : le pourcentage s'élève à 2,5 % en Flandre ; à 1,25 % en Région de Bruxelles-Capitale et en Wallonie. Des majorations au prélèvement de base sont ensuite fixées par les provinces, les agglomérations et les communes et sont destinées à celles-ci. Ces centimes additionnels diffèrent par conséquent en fonction de la localisation du bien. Leur montant est nettement plus important que celui du prélèvement de base. Les Régions ont instauré une série de réductions au précompte immobilier limitées à la résidence principale du contribuable, notamment pour les habitations modestes et pour les charges de famille.

En matière d'impôt des personnes physiques, les revenus immobiliers nets sont ajoutés à la base imposable du contribuable et sont soumis au taux progressif. Pour déterminer ces revenus, une distinction doit être établie entre, d'un côté, l'habitation occupée par son propriétaire (à moins que des raisons professionnelles ou familiales ne l'en empêchent) et, de l'autre, les autres biens en propriété.

Jusqu'en 2005, le contribuable bénéficiait de la *déduction ordinaire pour habitation* : un abattement forfaitaire venait en déduction du revenu cadastral indexé de l'habitation principale. Cet abattement pouvait être augmenté en fonction de la situation familiale du contribuable. Grâce à cet abattement et aux éventuelles majorations, le revenu cadastral indexé était réduit à zéro dans la plupart des cas. En outre, le précompte immobilier était partiellement imputable (à raison de 12,5 %) sur le revenu cadastral indexé du logement principal en cas de déduction d'intérêts hypothécaires. Depuis le 1er janvier 2005, le revenu cadastral de l'habitation principale est désormais entièrement exonéré de l'impôt des personnes physiques<sup>112</sup>.

La taxation du logement à usage propre du contribuable est en conséquence relativement modeste. Le précompte immobilier est généralement la seule imposition effective de l'habitation principale.

Pour l'imposition des résidences secondaires et des locations privées, les revenus cadastraux sont revalorisés forfaitairement. La base imposable correspond au revenu cadastral indexé et majoré de 40 %. De plus, au niveau local, la plupart des communes prélèvent des taxes sur la possession d'une seconde résidence. Les biens loués à des fins professionnelles sont taxables à concurrence des loyers réellement perçus, nets d'un forfait de charges de 40 %. L'imposition de ces biens est donc plus lourde que celle du logement principal.

---

111 Seule la Région flamande assure elle-même la perception du précompte immobilier.

112 Une exception subsiste pour les contribuables qui ont souscrit un emprunt hypothécaire avant le 1er janvier 2005 et qui restent donc dans l'ancien système d'incitant fiscal. Elle est destinée à maintenir l'avantage résultant de l'imputation du précompte immobilier de 12,5 % sur l'impôt des personnes physiques.

Néanmoins, la détention d'un patrimoine sous forme immobilière peut présenter certains avantages pour son propriétaire. Une première raison tient au mode d'évaluation de ce patrimoine. Bien que programmée à une fréquence régulière, aucune péréquation cadastrale générale n'a eu lieu depuis 1979. Une telle opération, impopulaire politiquement, a été reportée à plusieurs reprises. Or, les conditions du marché immobilier ont évolué depuis la période de référence. Cette évolution s'est de plus déroulée avec des différenciations locales. Certains quartiers ou localités sont devenus très prisés, tandis que d'autres se sont dévalorisés. Des catégories déterminées de biens sont désormais davantage demandées par rapport à d'autres. Les prix des logements ont suivi ce mouvement sur le marché acquisitif. Le système de l'indexation n'a pas permis de refléter ces différents développements dans les revenus cadastraux. Le mode d'évaluation fiscale des biens immobiliers semble ainsi déconnecté de la réalité du marché.

Ensuite, au niveau de l'impôt sur les revenus, il faut prendre en compte le fait que le propriétaire n'est pas imposé sur les loyers privés effectivement perçus, mais sur une base forfaitaire. Or, les écarts peuvent être importants : ainsi, à Bruxelles, les loyers réellement perçus sont estimés quatre fois plus élevés que le revenu cadastral servant de base à l'assiette imposable<sup>113</sup>. Le propriétaire a enfin l'opportunité de déduire les intérêts d'un emprunt hypothécaire de l'ensemble de ses revenus immobiliers, peu importe le bien sur lequel porte le prêt. Il lui est ainsi possible de diminuer substantiellement la base imposable, voire même de la ramener à néant.

Le cinquième chapitre abordera les propositions de modification de la fiscalité immobilière avancées dans le débat sur la problématique des loyers.

#### **4.1.3 LES PLUS-VALUES SUR LA VENTE D'UN BIEN IMMOBILIER**

Dans la majorité des cas, la plus-value réalisée sur la vente du logement familial n'est pas imposable. Pour bénéficier de cette exonération, un délai minimal d'occupation doit cependant être respecté. L'habitation doit avoir répondu à la qualité d'habitation propre pendant une période ininterrompue d'au moins 12 mois précédant le mois au cours duquel la vente a été effectuée. Le contribuable devra soit avoir bénéficié de la déduction pour habitation, soit de l'exonération pour habitation personnelle. Le régime de faveur sera aussi accordé lorsque le vendeur n'a pas occupé le logement pendant une période maximale de 6 mois entre ce délai minimum de 12 mois et le mois pendant lequel l'aliénation a eu lieu.

---

113 Bernard, N., 2006, "Loyers : comment sortir de l'impasse ? Huit propositions pour un encadrement praticable et équilibré des loyers", *Les Echos du Logement*, No 1, Mars 2006, p. 4.

L'exonération est également valable pour les autres biens immobiliers, à condition qu'un délai de cinq ans se soit écoulé entre l'acquisition (ou la construction) et la revente de l'habitation. Ce délai est porté à huit ans pour la revente d'un terrain à bâtir. Seules les opérations effectuées à court terme donnent donc lieu à une taxation. En cas d'activité professionnelle ou d'intention spéculative, l'exonération n'est pas d'application<sup>114</sup>. Si ces délais ne sont pas observés, la plus-value réalisée sur la cession de l'habitation - déterminée selon un schéma bien précis - est imposée à un taux distinct de 16,5 %. Pour les terrains, le taux est de 33 % en cas de vente au cours des cinq premières suivant l'acquisition et de 16,5 % pendant les trois années suivantes.

#### **4.1.4 L'ACCENT SUR LE LOGEMENT À USAGE PROPRE**

Cet examen de la fiscalité immobilière fédérale met en évidence l'introduction d'un biais en faveur du logement à usage propre. Les incitants fiscaux associés à la présence d'un emprunt sont tout d'abord plus importants. Ensuite, lorsqu'il n'y a pas d'exonération, un abattement est accordé sur le revenu imputé de l'habitation propre. Le régime de taxation des plus-values est enfin plus favorable à l'habitation personnelle. Il est en outre susceptible de dissuader la spéculation immobilière.

## **4.2 LES INTERVENTIONS RÉGIONALES**

L'accès à la propriété est favorisé au niveau régional par une diminution des coûts de transaction, plus précisément des droits d'enregistrement, sous différentes modalités, ainsi que par l'offre de divers subsides en matière de logement. Avant d'examiner les initiatives entreprises par les Régions pour abaisser les droits d'enregistrement, les divers coûts que doit supporter l'acquéreur d'un logement sont présentés ci-après.

### **4.2.1 LES DIFFÉRENTES FORMES DE COÛTS DE TRANSACTION**

Plusieurs types de coûts de transaction peuvent être distingués selon le bien acquis : le régime de la TVA, qui relève du pouvoir fédéral et s'applique aux bâtiments neufs, les droits d'enregistrement et divers autres frais.

La cession de bâtiments neufs est en général soumise à l'application d'un taux de TVA de 21 %. Pour rappel, un bâtiment est considéré comme neuf jusqu'au 31 décembre de la deuxième année qui suit celle au cours de laquelle a lieu la première occupation ou la première utilisation de ce bâtiment. Le taux est réduit à 12 % pour la vente de nouvelles habitations sociales par certaines institutions. Dans son budget 2007, le gouvernement fédéral a décidé d'abaisser ce taux préférentiel à 6 % pour la vente de logements par les sociétés régionales de logement et les sociétés agréées par les Régions.

<sup>114</sup> En cas d'activité professionnelle, la plus-value est globalisée avec les autres revenus imposables. Si l'intention spéculative est démontrée, la plus-value sera imposée à titre de bénéfices ou de profits occasionnels au taux de 33 %.

Les droits d'enregistrement constituent des droits de mutation immobilière entre vifs. Ils concernent l'acquisition de terrains et de bâtiments anciens. Comme la compétence en ce domaine relève des Régions, des distinctions doivent être établies selon que l'immeuble est situé en Régions flamande, bruxelloise ou wallonne. En Région flamande, les droits d'enregistrement s'élèvent à 10 % de la valeur conventionnelle ou, si elle est supérieure, de la valeur vénale de l'immeuble. En Région de Bruxelles-Capitale et en Région wallonne, le taux est de 12,5 %. Des taux réduits peuvent être octroyés dans des situations précises. L'acquisition d'une petite propriété rurale ou d'une habitation modeste peut donner droit, sous certaines conditions, à l'application de droits réduits de 5 % en Région flamande et de 6 % en Région wallonne. Ce taux réduit a été supprimé en Région de Bruxelles-Capitale. La qualité d'habitation modeste dépend du montant du revenu cadastral du bien. Pour l'achat d'un logement social auprès d'institutions déterminées, les droits réduits s'élèvent en principe à 1,5 % moyennant le respect de certaines conditions, peu importe la Région dans laquelle le bien est établi.

Outre les droits d'enregistrement, un certain nombre d'autres frais liés à l'acquisition d'un bien immobilier doivent être pris en considération pour évaluer les coûts de transaction. Ces frais concernent les honoraires du notaire et les frais consentis par celui-ci pour la rédaction de l'acte de vente. Le montant des honoraires du notaire est fixé par arrêté royal et se calcule par l'application d'un pourcentage dégressif selon différentes tranches. En cas d'application du tarif ordinaire des droits d'enregistrement, les frais totaux sont évalués à un pourcentage compris entre 12 % et 16 % du prix d'acquisition du logement. Une vente publique engendre des frais plus importants, dont le total varie entre 16 % et 22 %, en raison d'une procédure plus stricte, de frais de publication, du travail et du temps supplémentaires requis par ce type de vente. Les frais liés au recours aux services d'une agence immobilière peuvent également venir s'additionner.

La conclusion d'un contrat d'emprunt hypothécaire entraîne aussi une série de coûts : les frais de dossier, les frais d'expertise, les honoraires de notaire, ainsi que les droits d'enregistrement de 1 % sur le montant garanti par l'hypothèque. En cas d'inscription hypothécaire, il faut tenir compte des droits d'inscription de 0,3 %, auxquels s'ajoutent les honoraires du conservateur des hypothèques. L'inscription hypothécaire donne en fait droit à un avantage fiscal plus important.

#### **4.2.2 LES RÉDUCTIONS DE COÛT DE TRANSACTION**

Afin de faciliter l'accès à la propriété et la mobilité, mais aussi d'attirer de nouveaux habitants, les Régions ont instauré des allègements fiscaux qui réduisent les coûts de transaction. En fonction des Régions, ces avantages prennent la forme de diminution de taux, d'abattement ou d'imputabilité des droits d'enregistrement. Ces mesures sont de nature à encourager les jeunes ménages à acquérir plus rapidement leur logement. Ils peuvent par exemple d'abord opter pour l'achat d'un appartement pour une question de budget, puis le revendre quelques années plus tard au profit d'une plus grande habitation.

## a La Région flamande

Suite à l'approbation des accords du Lambermont, le gouvernement flamand a fait usage de sa nouvelle prérogative en matière fiscale pour réviser les droits d'enregistrement dès le 1er janvier 2002. Le taux général des droits d'enregistrement a ainsi été abaissé de 12,5 % à 10 %. Le taux pour habitation modeste a été ramené de 6 % à 5 %. Le tarif des droits d'enregistrement applicable en Région flamande correspond par conséquent à une réduction des taux antérieurement fixés au niveau fédéral. Un système d'abattement et un régime de reportabilité des droits d'enregistrement ont également été instaurés. A la différence de la baisse des taux, l'obtention de ces deux allègements fiscaux est soumise à conditions.

L'abattement consiste en une diminution de la base imposable des droits d'enregistrement lors de l'acquisition en pleine propriété d'une habitation, d'un immeuble destiné à être transformé en habitation ou encore d'un terrain à bâtir. Le montant maximum de cet abattement a été relevé dernièrement de 12.500 € à 15.000 €, par le décret du 22 décembre 2006. Depuis le 1er janvier 2007, l'acquéreur peut ainsi bénéficier d'une économie de frais d'enregistrement de 1.500 € (ou de 750 € s'il achète une habitation modeste) moyennant le respect de certaines conditions. Il doit notamment destiner cette habitation à sa résidence principale dans un délai de deux ans. Ce délai est étendu à cinq ans en cas d'achat d'un terrain. De plus, le bénéficiaire ne peut pas posséder d'autre habitation en pleine propriété au moment de l'acquisition.

Le régime de la reportabilité (*meeneembaarheid*) des droits d'enregistrement concerne la situation d'un particulier qui a déjà acquis une habitation en Région flamande sous le régime des droits d'enregistrement. Cette habitation doit constituer sa résidence principale. Ce particulier peut prétendre à la reportabilité des droits s'il décide de vendre cette habitation et d'acquérir une autre habitation, également située en Région flamande, pour y établir sa résidence principale. Il peut dès lors, sous conditions, déduire du montant des droits dû sur la deuxième acquisition un montant plafonné à 12.500 € des droits d'enregistrement payés lors du premier achat. Cette reportabilité des droits s'effectue par imputation, lorsque la vente précède la seconde acquisition, ou par restitution dans le cas contraire. Le délai séparant la vente de la première habitation et l'acquisition de la deuxième habitation est de maximum deux ans. Des exigences relatives à l'établissement de la résidence principale endéans les deux ans de la vente<sup>115</sup> et à la détention d'une seule habitation en propriété sont aussi d'application. Par ailleurs, les régimes de l'abattement et de la reportabilité ne peuvent pas être cumulés.

115 Le délai est porté à cinq ans en cas d'acquisition d'un terrain à bâtir. L'ancien délai de trois ans pour les terrains, également d'application pour le régime de l'abattement, a été étendu par le décret du 24 décembre 2004. Cette extension se justifiait par le renchérissement du prix des terrains, qui amène les ménages à étaler au cours du temps leur projet de construction. Ce décret a en outre assoupli le régime de la reportabilité sur d'autres points. Il n'est plus requis que l'habitation vendue constitue la résidence principale du contribuable au moment de la vente (ou de l'acquisition de la nouvelle habitation). Il suffit que le bénéficiaire de l'avantage fiscal ait eu sa résidence principale dans cette habitation à un moment quelconque au cours d'un délai de dix-huit mois précédant la vente. En outre, ce système est désormais applicable sous les mêmes conditions en cas de partage de l'habitation, à l'occasion duquel tous les droits sont cédés. Toutes ces modifications sont d'application depuis le 1er janvier 2005.

## *b La Région de Bruxelles-Capitale*

La Région de Bruxelles-Capitale a également opéré une révision des droits d'enregistrement à partir du 1er janvier 2003. Un régime d'abattement a été instauré. Le montant maximum de ces exemptions a également été augmenté récemment, par l'ordonnance du 10 février 2006. Ces montants majorés sont applicables depuis le 15 février 2006.

Grâce à ce système d'abattement, le particulier qui acquiert un immeuble dans cette Région et l'affecte à sa résidence principale peut bénéficier d'une exonération des droits d'enregistrement sur une première tranche de 60.000 €. Ce montant est porté à 75.000 € si l'immeuble est situé dans un espace de développement renforcé du logement et de la rénovation, tel que fixé dans le plan régional de développement. L'objectif de cette majoration est de stimuler la revalorisation de quartiers défavorisés. Les réductions d'impôt peuvent donc atteindre 7.500 € ou 9.375 € selon la localisation du bien. Avant la majoration des plafonds d'abattement en 2006, le montant de base s'élevait à 45.000 € et pouvait être augmenté à 60.000 €.

L'octroi de l'allégement fiscal est subordonné au respect d'un ensemble de conditions. Il doit s'agir de l'acquisition en pleine propriété d'un premier logement ou d'un nouveau logement avec vente de l'ancien, dans un délai de deux ans à partir de la date d'enregistrement de la nouvelle acquisition. L'abattement sera dans ce dernier cas obtenu par restitution. L'acquisition d'un terrain à bâtir est exclue de l'avantage fiscal<sup>116</sup>. Cette exclusion s'explique par la rareté et la cherté des terrains en Région de Bruxelles-Capitale, qui sont seulement accessibles à une catégorie limitée d'acquéreurs. La disposition de l'abattement cible en effet les ménages à revenu moyen. Outre l'obligation d'établir sa résidence principale dans un délai de deux ans, le bénéficiaire doit s'engager à conserver sa résidence principale dans la Région pendant une période ininterrompue d'au moins cinq ans, éventuellement dans un autre immeuble que celui acheté avec l'incitant fiscal.

## *c La Région wallonne*

En Région wallonne, un régime d'avantage fiscal analogue, visant à réduire les coûts de transaction, existe actuellement au stade de proposition de décret<sup>117</sup>. Ce système consisterait à diminuer de 12 % à 6 % les droits d'enregistrement pour l'acquisition de biens situés dans des zones soumises à pression foncière élevée ou dans "des noyaux d'habitat". La notion de zone à forte pression foncière correspond à une commune où le niveau de prix moyen des terrains est supérieur de 50 % à la moyenne régionale, tandis que les noyaux d'habitat sont des zones à forte densité de population ou des zones qui répondent à des critères déterminés en matière d'environnement, d'aménagement du territoire et d'urbanisme.

116 L'acquisition d'un appartement ou d'une maison en construction ou sur plan, dont la valeur du terrain est soumise aux droits d'enregistrement, donne par contre droit au bénéfice fiscal. Le délai pour établir la résidence principale dans cette habitation est dans ce cas prolongé d'un an.

117 Stoffels, M. E. et Consorts, 2005, "Proposition de décret visant à réduire les droits d'enregistrement en zones à pression foncière et dans les noyaux d'habitat", Parlement de la Région wallonne, 16 novembre 2005.

L'obtention de cet avantage fiscal serait conditionnée à l'attribution d'un prêt par la Société Wallonne de crédit social. Comme le détaillera la sous-section suivante, un tel prêt doit entre autres concerner l'achat ou la construction d'un premier logement, qui est destiné à constituer la résidence principale du demandeur.

Par ailleurs, selon le ministre wallon du Budget, un mécanisme de reportabilité des droits d'enregistrement pourrait être instauré en Région wallonne en 2007<sup>118</sup>.

En outre, par son décret du 27 avril 2006, le gouvernement wallon a ramené à 0 % les droits d'enregistrement pour l'acquisition d'une habitation auprès d'une personne morale de droit public (c'est-à-dire une habitation sociale). Pour rappel, le taux s'élevait auparavant à 1,5 %. A la différence de la proposition précitée, aucune différenciation entre les zones d'habitat n'est établie. Le bénéfice de l'avantage fiscal est réservé aux acquéreurs entrant dans les conditions d'octroi de la prime à l'acquisition, envisagée ci-après. Ce système est applicable depuis le 15 mai 2006.

#### *d Les coûts de transaction dans une perspective européenne*

Malgré ces différentes baisses des droits d'enregistrement, les coûts de transaction en Belgique restent parmi les plus élevés en Europe<sup>119</sup>. Les allègements fiscaux sont en outre focalisés sur l'acquisition du logement propre.

Ces coûts élevés ont certes pour effet de réduire la liquidité du marché immobilier. Ils freinent également le développement de comportements spéculatifs et atténuent la volatilité des prix. La taxation des plus-values dans un délai de cinq ans influence aussi négativement les décisions des spéculateurs. Inversement, les faibles coûts de transaction au Royaume-Uni et en Irlande sont supposés avoir contribué à une forte spéculation et, partant, à l'envolée des prix immobiliers. Evidemment, ce facteur ne suffit pas à lui seul à rendre compte de la dynamique des prix.

### **4.2.3 LES AIDES À L'ACQUISITION D'UN LOGEMENT**

Selon les Régions, l'accession à la propriété est facilitée par l'attribution de prêts hypothécaires à des conditions avantageuses, l'octroi d'une assurance gratuite contre la perte de revenus ou encore le versement de diverses primes. Ces dispositions sont toujours axées sur le logement à usage propre et sont, dans certains cas, réservées aux ménages se situant dans une catégorie déterminée de revenus.

118 Van Someren, P., 2007, "Ce qui va changer en 2007", *Le Soir*, supplément *L'immo*, 4 janvier 2007.

119 Pour un aperçu des différents coûts de transaction selon les pays européens, cf. ECB, 2003, *Structural factors in the EU housing market*, *op. cit.*, p. 37. Une étude plus récente de la Fédération hypothécaire européenne, consacrée à plusieurs pays européens, confirme le niveau plus élevé des frais de transactions en Belgique. Selon cette étude, il atteint 17,1 % du total de l'achat. Par comparaison, ce taux est de 7,8 % en France, de 8,6 % aux Pays-Bas et seulement de 1,9 % au Royaume-Uni. Cf. Blavier, J., 2006, "La Belgique est fort gourmande en frais de transaction", *L'Echo*, 3 février 2006, et European Mortgage Federation, 2006, *Study on the Cost of Housing in Europe*, EMF Publication 2006, (<http://www.hypo.org>).

Un aperçu de ces différentes interventions régionales est présenté ci-dessous, selon le type d'aides et selon les Régions. Les principales conditions à satisfaire pour en bénéficier sont également précisées. Soulignons d'emblée que le bien pour lequel une aide est obtenue doit naturellement être situé dans la Région qui accorde l'avantage.

L'importance d'autres formes de soutien au logement, notamment en matière de prime à la rénovation ou d'aide locative, ne doit pas être négligée. Comme cette étude se limite aux politiques régionales ciblées sur l'*acquisition* immobilière, ces actions ne seront toutefois pas analysées. Il convient en outre de signaler que l'amélioration ou la réhabilitation d'un logement donne aussi droit à un certain nombre des avantages détaillés ci-après.

#### *a Les prêts à conditions préférentielles*

Dans chaque Région, des prêts à taux avantageux peuvent être obtenus auprès d'organismes spécifiques<sup>120</sup>. Une série de conditions, de nature analogue pour les trois Régions, doivent être satisfaites. Ces critères ont trait à l'objectif du prêt et à ses modalités, à la situation personnelle du demandeur (à savoir des conditions en matière de patrimoine, de solvabilité et parfois de revenus) et au logement pour lequel l'emprunt est contracté. Le demandeur doit en outre s'engager à occuper personnellement le bien.

#### \* La Région flamande

Des emprunts à un coût réduit sont accordés en Région flamande par la *Vlaamse Maatschappij voor Sociale Wonen* (V.M.S.W.), le *Vlaams Woningfonds* et les *Erkende Sociale Kredietvennootschappen*.

La **V.M.S.W.** accorde des prêts pouvant comporter diverses finalités. Sont ainsi concernés l'acquisition *associée* à la rénovation d'une habitation<sup>121</sup>, l'achat d'une habitation sociale ou d'une habitation visée par un projet de logement spécifique et la construction d'une habitation. Dans cette dernière hypothèse, la valeur du terrain ne peut toutefois pas être empruntée.

---

120 Relevons que l'attribution de prêts à conditions préférentielles est également présente dans d'autres pays européens. Par exemple, en France, il existe un prêt à taux zéro, dont les conditions d'octroi en matière de plafond de revenus ont été assouplies au 1er février 2005.

121 L'habitation doit avoir au moins 30 ans et les travaux doivent revêtir une certaine ampleur.

Pour bénéficier d'un prêt, le demandeur ne peut disposer de revenus impossibles au-delà d'un certain plafond, modulé en fonction de ses charges de famille. La détention d'une autre habitation en pleine propriété ou en usufruit au moment de l'offre de crédit fait obstacle à l'attribution du prêt, à l'exception de quelques situations particulières, comme une décision d'expropriation.

Le montant maximal admissible du prêt, déterminé par la V.M.S.W., varie selon la nature de l'opération envisagée. Il ne peut en aucun cas dépasser la valeur vénale de l'habitation. Par exemple, en cas de construction, la quotité empruntée ne peut excéder la valeur de la construction TVA comprise, ni 125.000 €.

La durée de l'emprunt est en principe de 20 ans, mais peut être portée à 30 ans si les charges financières mensuelles s'avèrent trop lourdes. Le prêt doit en tout état de cause être totalement remboursé lorsque l'emprunteur atteint l'âge de 75 ans. Une attestation doit de plus être produite afin de prouver la compatibilité des charges mensuelles de l'emprunt et des revenus recueillis. Le taux d'intérêt applicable est quant à lui fonction des revenus, de la taille de la famille, de l'opération envisagée, ainsi que de la situation du bien. Une assurance solde restant dû et une assurance incendie doivent être contractées.

Le demandeur doit en outre s'engager à occuper personnellement l'habitation pendant 20 ans. Si cette condition n'est pas observée, l'emprunteur a la possibilité soit de rembourser anticipativement le prêt, soit d'accepter une majoration de taux de 2 %.

Les ménages avec au moins un enfant à charge, désireux de construire ou d'acheter un logement, peuvent s'adresser au **Vlaams Woningfonds**. Afin d'obtenir un prêt, la famille doit être une famille à revenus modestes. Aucune autre habitation ne peut être possédée en pleine propriété ou en usufruit (ici aussi à l'exception de situations spécifiques). L'habitation doit être occupée par le demandeur pendant la durée du prêt. Cette habitation doit de surcroît répondre à certaines exigences au niveau de la valeur vénale du bien et, dans le cas d'une construction, du volume habitable. Ces deux limites sont à chaque fois adaptées selon la situation familiale.

Le fonds accorde des prêts pour un montant couvrant au maximum 95 % de la valeur vénale (ou 90 % si l'emprunt n'est pas garanti par une assurance-vie). Il est permis d'emprunter un montant supplémentaire pour couvrir la prime unique d'assurance solde restant dû et, exceptionnellement, une partie des frais d'acte. Les montants limites absolus qui pouvaient être empruntés ont été supprimés depuis le 1er février 2005, de façon à adapter la réglementation aux évolutions du marché. Les critères d'octroi ont aussi été assouplis au niveau de la situation personnelle du demandeur. Auparavant, ces prêts étaient réservés aux familles avec au moins deux enfants à charge (ou un enfant gravement handicapé). Le taux du crédit est déterminé en fonction des revenus et du nombre d'enfants à charge. Un mécanisme de redistribution est assuré grâce à un système de taux d'intérêt dégressif. Le taux est

aussi modulé selon l'opération et la localisation du bien. Les obligations précitées en matière d'assurance sont enfin d'application.

L'acquéreur peut également faire appel à une **Erkende Sociale Kredietvennootschap**. Il pourra profiter d'un taux fixe avantageux grâce à la garantie apportée par la Région flamande, ainsi que de frais de dossier et d'expertise limités. A la différence des deux organismes précédents, cette société accorde des prêts indépendamment de toute condition en matière de revenus. La condition patrimoniale doit cependant toujours être respectée.

Le logement faisant l'objet du prêt doit répondre à la qualité d'habitation sociale. La condition est remplie soit lorsqu'une société de logement agréée par la Région a construit et vendu l'habitation, soit lorsque la valeur vénale ne dépasse pas un certain plafond, variable selon le type de logement et le nombre d'enfants à charge. A titre d'illustration, la limite s'élève à 157.000 € pour l'acquisition en 2006 d'une habitation existante par un ménage sans enfant à charge. Quant au montant du prêt, il est limité à la valeur vénale de l'habitation. Celle-ci devra en outre être occupée personnellement par le bénéficiaire pendant la durée du prêt.

\* *La Région de Bruxelles-Capitale*

Les candidats emprunteurs peuvent bénéficier des interventions du *Fonds du logement de la Région de Bruxelles-Capitale* ou des sociétés de crédit agréées.

Le **Fonds du logement de la Région de Bruxelles-Capitale**, actif dans les 19 communes bruxelloises, a pour mission d'accorder des prêts hypothécaires à un tarif avantageux aux particuliers. Deux types de prêts sont octroyés par le Fonds : les prêts "standards" ou les prêts spécifiquement destinés aux jeunes. Ces deux types de prêts ne peuvent pas être cumulés.

Les opérations générales de prêts hypothécaires concernent des prêts contractés en vue de la construction ou de l'acquisition d'un logement destiné à l'occupation personnelle du demandeur. Sous certaines conditions, notamment une majoration de taux, une activité professionnelle peut y être exercée et le bien peut être donné en location. En cas de détention d'un autre bien immobilier, le Fonds *peut* subordonner l'octroi du prêt à la vente du bien, avant ou après la passation de l'acte, à une majoration de taux (1 % par an) ou à l'affectation des revenus retirés de la détention du bien au remboursement du prêt. Ces principes sont également d'application pour le Prêt Jeune.

Etant donné que les ménages à revenus modestes ou moyens constituent le public cible de cette mesure, des plafonds sont définis en matière de revenus imposables. La valeur vénale du logement est limitée à un montant de 171.153 €, qui peut être porté jusqu'à un maximum de 287.847 € selon le nombre de personnes à

charge supplémentaires. Ces montants, ainsi que ceux mentionnés ci-après, sont les montants applicables au 1er janvier 2006. Ils sont adaptés annuellement sur la base de l'évolution de l'indice ABEX.

Le montant de base maximal du prêt accordé par le Fonds s'élève à 114.102 €. Cette limite est aussi majorée en fonction des charges familiales, avec un plafond absolu de 207.457 €. Concernant la quotité de financement, le prêt peut couvrir jusqu'à 100 % de l'opération, dans la limite de la valeur vénale fixée. Dans certains cas, si la situation le justifie, la quotité peut atteindre 120 %. Le taux applicable est déterminé par la hauteur des revenus, par la taille de la famille et l'âge des demandeurs. La période de remboursement est de 30 ans au maximum, à condition que l'emprunteur ait remboursé l'emprunt à l'âge de 70 ans au plus tard. Des dérogations sont toutefois exceptionnellement permises. L'octroi du prêt peut de surcroît être conditionné à la souscription d'une assurance solde restant dû et d'une assurance incendie.

Le Prêt Jeune vise les emprunteurs âgés de moins de 35 ans qui souhaitent accéder à la propriété. Ceux-ci peuvent obtenir un prêt d'un montant maximal de 28.333 € à un taux fixe de 2 %. Le taux est réduit à 0 % lorsque le bien est situé dans un espace de développement renforcé du logement et de la rénovation, fixé dans le plan régional de développement. Ce tarif avantageux vise à renforcer l'attractivité de ces quartiers. Le logement peut aussi bien être neuf qu'ancien. Il doit être affecté à l'habitation principale du bénéficiaire, qui peut y exercer son activité professionnelle moyennant certaines conditions.

Dans l'objectif d'éviter un effet d'aubaine, le prêt est uniquement accordé aux personnes qui concluent un emprunt hypothécaire classique auprès d'un organisme de crédit. Les deux emprunts doivent de plus être contractés simultanément. Le Prêt Jeune constitue donc un prêt complémentaire, destiné essentiellement à la couverture des frais d'achat et de prêt. Le Prêt Jeune doit par ailleurs être remboursé endéans les dix ans. Le Fonds peut exiger qu'il soit garanti par une assurance solde restant dû et une assurance incendie. Des plafonds, modulés selon l'effectif familial, sont également fixés au niveau des revenus imposables des demandeurs et de la valeur vénale du logement. En l'absence d'enfants à charge, cette valeur ne peut excéder la limite indexée de 204.000 €.

Le prêt en premier rang, contracté auprès de l'institution de crédit, doit couvrir au moins 80 % de la valeur du bien. Le prêt du Fonds couvre au maximum 20 % du coût de l'opération, pour autant qu'il n'excède pas la différence entre 120 % de la valeur vénale et la somme de l'ensemble des prêts contractés. Le prêt complémentaire doit en outre rester dans une tranche comprise entre 8.500 € et 28.333 €.

Relevons que les plafonds de valeur vénale de l'habitation ont été adaptés en 2005 pour les deux types de prêts accordés par le Fonds, afin de suivre la réalité du marché et d'offrir ainsi un plus grand nombre de prêts aux ménages. Le montant maximum empruntable des opérations générales de prêt a de surcroît été relevé. Comme

on l'a noté au chapitre deux, les prix des logements ont enregistré une croissance plus rapide que celle de l'indice ABEX.

De même qu'en Région flamande, l'acquéreur bruxellois peut s'adresser à une **société de crédit social reconnue** pour acheter une habitation sociale. Ce critère sera rempli si le logement est construit et vendu par la Société de Logement de la Région de Bruxelles-Capitale ou par une société agréée. L'habitation sera ici aussi considérée comme sociale si sa valeur n'excède pas certaines limites, définies en fonction du nombre d'enfants à charge. Le barème applicable diffère de celui en vigueur en Flandre. Par exemple, pour un acquéreur sans enfant à charge, la limite s'élève à 170.000 € en 2006, quel que soit le type de logement.

\* *La Région wallonne*

En Région wallonne, il convient de distinguer les prêts accordés par la *Société Wallonne de crédit social (S.W.C.S.)*, le *Fonds du Logement des Familles nombreuses de Wallonie (F.L.F.N.W.)*, le Prêt Jeune, ainsi que les prêts octroyés par les "Guichets de crédit social" avec la garantie de la Région et par les sociétés de crédit reconnues.

Des prêts hypothécaires à taux réduit peuvent être obtenus auprès de la **S.W.C.S.** Ce crédit social doit concerner l'acquisition ou la construction d'un premier logement<sup>122</sup>, destiné à être occupé personnellement par le demandeur. La valeur vénale ou de construction de ce logement est de plus plafonnée. Le montant limite est indexé annuellement sur la base de l'évolution de l'indice ABEX et s'élevait à 167.000 € au 1er janvier 2006<sup>123</sup>.

---

122 La condition patrimoniale exige plus précisément que le bénéficiaire n'ait pas été propriétaire d'un autre logement dans les deux ans qui précèdent la demande (à l'exception d'un logement non améliorable ou inhabitable). Cette condition est d'application chaque fois que les termes de "premier logement" seront employés ultérieurement.

123 En cas de construction, la valeur du terrain n'est pas comprise dans le calcul de la limite. Il en va de même pour les autres catégories de prêts envisagés ci-après.

Trois catégories de prêts sont établies sur la base du critère des revenus. Contrairement à la V.M.S.W. en Région flamande, il n'y a pas de limite absolue qui écarterait certains groupes d'emprunteurs du bénéfice du prêt. Des limitations au montant empruntable sont fixées en fonction de ces catégories de prêts et sont modulées selon le nombre d'enfants à charge. La limite maximale s'élève à 167.000 €. L'emprunt peut couvrir jusqu'à 125 % de la valeur du bien, dans la mesure où il n'excède pas le plafond fixé. Le taux d'intérêt est déterminé en fonction des revenus imposables du demandeur et de sa situation familiale. Ce taux est majoré en cas d'affectation de l'immeuble à l'exercice de l'activité professionnelle (cette affectation ne peut dépasser 20 % de la surface habitable).

Des exigences en matière de solvabilité sont posées : les charges financières de l'emprunt ne peuvent pas dépasser un tiers des revenus disponibles pour le premier type de prêt. Cette quotité est augmentée forfaitairement pour les deux autres catégories. La capacité de remboursement globale de l'emprunteur est en outre évaluée de façon à ce qu'il subsiste un revenu disponible mensuel de minimum 630 €, après déduction des charges de remboursement de l'ensemble des crédits en cours.

La période de remboursement peut s'étendre jusqu'à 20 ans pour les taux variables (réservés exclusivement aux emprunteurs recueillant un certain niveau de revenus) et jusqu'à 30 ans pour les taux fixes, pour autant que l'emprunteur ait remboursé le prêt lorsqu'il atteint l'âge de 70 ans. Une révision d'un taux variable est limitée à 2 % et se traduit par une modification de la durée du prêt. Une assurance-vie de type solde restant dû et une assurance incendie doivent en outre être souscrites.

Le **F.L.F.N.W.** se charge de fournir des crédits à un taux avantageux aux familles avec trois enfants à charge ou plus. Il s'adresse aux familles à revenus modestes ou moyens. Le logement pour lequel le prêt est contracté doit être affecté à l'occupation personnelle du bénéficiaire pendant toute la durée de ce prêt.

Plusieurs conditions à l'attribution du prêt sont modulées et plafonnées en fonction de l'effectif familial. Ces exigences concernent les revenus du ménage, le montant susceptible d'être prêté, le volume et la valeur vénale du bien immobilier. Pour les maxima relatifs à la valeur vénale du logement, l'éventuelle situation du bien dans une zone à forte pression foncière est aussi prise en considération. Ces zones sont déterminées annuellement sur la base d'indicateurs établis par le Fonds. Les plafonds de valeur vénale sont aussi indexés chaque année sur la base de l'évolution de l'index ABEX.

Le montant du prêt ne peut dépasser le montant de base de 125.000 €, majoré pour les familles de plus de trois enfants à charge. La quotité de financement peut aller jusqu'à 100 % du coût de l'opération et jusqu'à 125 % si l'immeuble est établi dans une zone à forte pression immobilière. Le taux, déterminé selon un barème bien précis, est fonction de deux paramètres : le nombre d'enfants à charge de l'emprunteur et le niveau de ses revenus nets imposables. Un mécanisme dégressif est également

mis en place pour fixer le taux applicable. Diverses réductions ou majorations de taux peuvent en outre venir s'ajouter, selon la situation du bien ou une éventuelle affectation du bien à l'exercice de l'activité professionnelle. Les garanties en matière d'assurance sont ici aussi exigées.

Les plafonds appliqués par le F.L.F.N.W. ont été relevés en 2005. Ces majorations concernent plus précisément les limites fixées à la valeur vénale du bien, au montant maximum du prêt et des quotités de financement. Les seuils de revenus et de montant empruntable pour les prêts de la S.W.C.S. ont aussi été augmentés en 2005. Parallèlement à la suppression de certains plafonds appliqués par le *Vlaams Woningfonds* et au relèvement de plusieurs limites des prêts du *Fonds du logement de la Région de Bruxelles-Capitale*, ces adaptations ont pour objectif d'épouser davantage la réalité du marché de l'immobilier résidentiel.

Le “**Prêt Jeunes**” est une aide spécifique destinée aux jeunes contractant un emprunt hypothécaire pour construire, acquérir ou acheter et rénover leur premier logement, qui sera affecté à leur habitation principale. Ceux-ci peuvent bénéficier pendant huit ans d'une réduction forfaitaire mensuelle de 50 € sur la charge mensuelle du prêt. En outre, il leur est possible d'emprunter jusqu'à 125 % de la valeur du bien sans majoration du taux d'intérêt, grâce à la garantie apportée par la Région, dont le principe est examiné ci-après.

Cette aide est de surcroît cumulable avec les différentes interventions régionales et le crédit social.

Pour obtenir un “Prêt Jeune”, les demandeurs ne peuvent pas être âgés de plus de 35 ans. Leurs revenus imposables ne peuvent excéder un certain montant. La valeur vénale ou le coût de la construction de l'habitation sont de plus limités à 111.600 €<sup>124</sup>. L'emprunt doit aussi répondre à des conditions déterminées. Il doit comporter une durée minimale de quinze ans, avec un taux fixe durant les dix premières années, et s'élever au minimum à 25.000 €. Le prêt doit être contracté auprès d'un organisme de crédit conventionné par la Région wallonne.

---

124

En cas de construction ou d'acquisition à l'état neuf, la valeur du terrain et la TVA ne sont pas inclus dans le calcul de cette limite.

La Région wallonne peut aussi apporter sa garantie de bonne fin au remboursement d'un emprunt hypothécaire contracté auprès d'un organisme de crédit social ("**les Guichets de crédit social**"). Cette mesure permet aux emprunteurs ne disposant pas de fonds propres suffisants d'obtenir une quotité de financement plus élevée, pouvant aller jusqu'à 125 %, sans devoir supporter une majoration de taux. Les charges de remboursement de l'emprunt ne peuvent toutefois pas dépasser le tiers des revenus mensuels nets des demandeurs. Le prêt doit de plus concerner une habitation dont la valeur vénale ou de construction ne dépasse pas 167.000 €, quel que soit le nombre d'enfants à charge. Ce plafond suit également l'évolution de l'indice ABEX. Dans le cadre du Prêt Jeune, les limites spécifiques à cette aide restent d'application.

En apportant sa garantie, la Région s'engage à couvrir la perte subie par le prêteur, consécutive à la réalisation forcée de l'immeuble, sur la quotité du prêt qui dépasse les 70 % de la valeur vénale du bien. Le montant est limité à 95 % de la perte finale enregistrée par l'organisme prêteur. Cette intervention ne peut avoir lieu qu'au cours des treize premières années du prêt. Pour bénéficiaire de cette garantie, l'emprunteur doit lui-même contribuer au fonds de garantie en versant une cotisation de solidarité équivalente à 0,20 % du montant du prêt.

Enfin, comme dans les deux autres Régions, des tarifs avantageux peuvent être obtenus à des conditions plus ou moins similaires auprès d'une **société de crédit reconnue**. La qualité d'habitation sociale doit notamment être satisfaite. Des règles différentes s'appliquent cependant pour le critère de valeur vénale de l'habitation. En 2006, cette valeur est limitée à 167.000 €, indépendamment des charges de famille, ou au plafond particulier du Prêt Jeune.

#### *b Les assurances contre la perte de revenus*

Une assurance gratuite contre la perte de revenus est proposée à l'emprunteur par la Région flamande et la Région wallonne. Les conditions et modalités d'application des interventions sont envisagées ci-dessous.

##### *\* La Région flamande*

La Région souscrit une police d'assurance à ses frais, auprès d'une compagnie agréée, au profit de personnes qui ont contracté un emprunt hypothécaire. La Région verse elle-même les primes. Grâce à cette assurance, l'emprunteur a la garantie que la Région interviendra dans le remboursement de l'emprunt en cas de perte involontaire d'emploi ou d'incapacité de travail.

L'assurance est valable pour une période de 10 ans. Si l'assuré perd son emploi ou tombe en incapacité de travail, il bénéficiera d'une assistance financière après une période d'attente de trois mois. Cette garantie couvre au maximum 70 % du remboursement du prêt, un minimum de 30 % restant à charge de l'assuré. De plus,

elle est limitée à un plafond absolu de 500 € sur une base mensuelle. L'intervention peut s'étendre sur une période maximale de trois ans. La couverture est en outre dégressive : la Région verse 80 % de l'intervention initiale au cours de la deuxième année et 60 % au cours de la troisième année.

Pour obtenir cette assurance, l'emprunteur doit disposer d'une situation professionnelle stable. Il ne peut pas non plus avoir recueilli des revenus au-delà d'un certain plafond, adapté selon sa situation familiale. En outre, il doit avoir emprunté un minimum de 50.000 € pour acheter ou construire l'habitation, qui doit constituer sa seule habitation. Il devra aussi l'occuper personnellement. En cas de nouvelle construction, la superficie du logement est de surcroît limitée.

\* *La Région wallonne*

L'assurance gratuite contre la perte de revenus en Région wallonne garantit également à l'emprunteur une intervention régionale dans le remboursement de son prêt lors d'une perte involontaire d'emploi ou d'une incapacité de travail.

Comme en Région flamande, la condition patrimoniale est d'application. L'emprunt doit être destiné à l'acquisition<sup>125</sup> ou à la construction d'un premier logement affecté à la résidence principale. De plus, quel que soit l'objet du prêt, le demandeur doit ici aussi disposer d'une situation professionnelle stable au moment de l'introduction de la demande. Des dérogations à cette obligation peuvent être accordées aux bénéficiaires d'un Prêt Jeune.

L'intervention de la Région est limitée au cours des huit premières années du prêt. Le paiement du prêt sera couvert pendant une période maximale de trois ans. L'intervention régionale ne pourra excéder annuellement 6.200 €, soit au total un montant maximum de 18.600 €. Le logement doit en outre conserver la qualité d'habitation principale du bénéficiaire de l'assurance pendant cette période de huit ans.

*c Les aides à l'acquisition et à la construction d'un logement*

Actuellement, seule la Région wallonne propose des aides financières *directes* pour l'acquisition ou la construction d'un logement. Les deux autres Régions proposent aux ménages l'achat de logements à des conditions intéressantes.

---

125 Dans l'hypothèse où il acquiert une habitation existante auprès du secteur privé, l'acheteur peut uniquement bénéficier de la garantie s'il effectue des travaux de réhabilitation qui sont couverts par le prêt et qui atteignent au minimum 7.500 € hors TVA. Le respect de cette condition n'est pas exigé dans le cadre du Prêt Jeune.

En Région wallonne, l'acheteur d'un logement (neuf ou existant) auprès du secteur public peut bénéficier de la prime à l'acquisition, d'un montant forfaitaire de 745 €. Elle concerne entre autres l'achat d'un logement auprès d'une société de logement social, d'une commune, d'une intercommunale ou d'un centre public d'aide sociale. Les conditions d'attribution sont relatives à un plafond de revenus, à la condition patrimoniale, au respect de normes techniques afférentes au logement et à l'obligation d'occuper le bien à titre principal pendant au moins dix ans. Pour rappel, lorsqu'il obtient cette prime, l'acheteur peut bénéficier d'une réduction des droits d'enregistrement à 0 %.

Comme l'a détaillé le début de ce chapitre, l'acquisition d'un logement social implique plus largement des coûts de transaction réduits, tant au niveau des droits d'enregistrement qu'au niveau de la TVA.

La prime à la construction est accordée pour la construction ou l'acquisition, auprès du secteur privé, au sein d'un noyau d'habitat<sup>126</sup>, d'un logement neuf. Elle est aussi attribuée lors de la démolition d'un logement non améliorable et de sa reconstruction sur la même parcelle. Des conditions analogues à celles de la prime à l'acquisition sont posées (d'ordre patrimonial, technique, etc.). De plus, le bénéficiaire de la prime à la construction ne peut pas cumuler cette aide avec la prime à l'acquisition, ni avoir obtenu un crédit auprès de la *Société Wallonne de crédit social* ou du *Fonds du Logement des Familles nombreuses de Wallonie*.

Les montants de base de la prime sont déterminés en fonction des revenus. Ces montants de base s'élèvent à 2.480 € ou 4.960 €, selon que le seuil de revenus fixé est dépassé ou non. Des majorations peuvent être accordées sur la base des enfants à charge, de la présence d'une personne handicapée dans le ménage ou de la situation du bien dans une zone spécifique.

---

126 Des conditions doivent être remplies au niveau de la situation du terrain, de sa superficie et d'une densité minimale. Cette dernière condition implique que le logement soit intégré dans un tissu urbanisé.

Les primes à la construction ou l'acquisition ont été supprimées en Région de Bruxelles-Capitale dès 2002. De façon plus générale, l'ensemble du système d'aides directes aux ménages bruxellois a été considérablement réduit. Les primes accordées à l'heure actuelle sont centrées sur la rénovation et l'assainissement de logements (il s'agit de la prime à l'embellissement des façades et de la prime à la rénovation de l'habitat). La politique du logement bruxelloise donne désormais la priorité aux interventions d'opérateurs locaux et régionaux. L'aide à l'acquisition immobilière est ainsi concentrée sur l'action du Fonds du logement et de la Société de Développement pour la Région de Bruxelles-Capitale. Cette société produit, sur la base de partenariats public-privé, des logements destinés aux ménages à revenus moyens<sup>127</sup>. Ces logements sont situés dans des quartiers caractérisés par un déficit de construction résidentielle et sont proposés à la vente à un prix inférieur à leur prix de revient grâce aux subsides de la Région.

En Région Flamande, il est également possible d'acquérir un logement à un prix attractif en achetant une habitation sociale ou moyenne auprès d'une *Sociale huisvestingmaatschappijen* (S.H.M). Une condition patrimoniale est d'application, avec néanmoins toute une série d'exceptions. En cas d'achat d'une habitation sociale, des exigences supplémentaires doivent être satisfaites en matière de revenus. L'acquéreur doit en outre s'engager à occuper personnellement l'habitation pendant une période de 20 ans. S'il quitte le logement prématurément, un montant correspondant à l'investissement public non encore amorti devra être remboursé à la S.H.M.

#### 4.3 L'IMPACT DE LA DÉCLARATION LIBÉRATOIRE UNIQUE

L'objectif de la déclaration libératoire unique<sup>128</sup> était de permettre aux personnes physiques, ayant éludé l'impôt, de régulariser leur situation fiscale entre le 1er janvier et le 31 décembre 2004. De nombreux observateurs s'accordent pour dire que cette opération de régularisation a exercé une certaine influence sur le marché immobilier. Il est cependant malaisé de chiffrer cet impact.

Plusieurs contribuables ont été incités à rapatrier des liquidités de l'étranger, dont une partie a sans doute été réinvestie dans le marché résidentiel, notamment en raison de la faiblesse des performances boursières. Un argument avancé pour justifier l'incidence de ce facteur est la forte progression des prix immobiliers en région côtière. Cette évolution refléterait un accroissement de la demande de secondes résidences.

A noter que de nouvelles mesures en matière de régularisation fiscale sont entrées en vigueur en 2006. Il est évidemment prématuré de conjecturer l'influence de ces dispositions sur le marché résidentiel.

---

128 La déclaration libératoire unique a été instaurée par la loi du 31 décembre 2003, publiée au Moniteur belge le 6 janvier 2004.

#### 4.4 L'INCIDENCE DES MESURES GOUVERNEMENTALES

L'incidence des aides gouvernementales sur le marché résidentiel mérite d'être examinée. P. van den Noord<sup>129</sup> a précisément quantifié les interventions, par le biais de la fiscalité, des pouvoirs publics de la zone euro. Le coût réel de l'acquisition d'un logement est calculé en prenant en considération les incitants fiscaux octroyés, à savoir la déduction des intérêts hypothécaires des revenus imposables ou l'attribution d'un crédit d'impôt, ainsi que la taxation des loyers imputés. Cette analyse permet ainsi d'évaluer dans quelle mesure les différents régimes fiscaux encouragent l'accession à la propriété par rapport à la location.

Dans la majorité des pays, les avantages accordés induisent un coin fiscal négatif. Le système fiscal subsidie par conséquent l'achat d'un logement. Ce coin fiscal négatif est particulièrement élevé aux Pays-Bas. Les incitants fiscaux produisaient, en 1999, le même effet sur le coût de financement d'un logement qu'une baisse des taux d'intérêt hypothécaires de 2 %. L'impact du régime fiscal correspond à une diminution des taux de près de 1 % en Espagne, en Finlande, en Irlande et au Luxembourg. Le coût réel du financement est donc nettement réduit. Inversement, en Grèce, on observe un coin fiscal positif. La détention d'un logement y est lourdement imposée.

Pour le régime fiscal belge, l'analyse conclut à un coin fiscal nul. Il en est de même pour les systèmes français et allemand. Cependant, cette analyse n'intègre pas les réductions d'impôt accordées par le régime belge sur les amortissements en capital d'emprunts hypothécaires. En dépit des nombreuses limitations applicables, l'inclusion de ce paramètre donnerait sans doute lieu à un coin fiscal négatif<sup>130</sup>. Cette possibilité apparaîtrait également pour le nouveau régime de la déduction pour habitation propre et unique.

D'après l'étude, ces coins fiscaux présentent une corrélation avec les fluctuations des prix des logements. La variation des prix est sensiblement plus élevée dans les pays où les déductions fiscales sont les plus larges. Les Pays-Bas, qui octroient les déductions les plus généreuses de la zone euro, présentent ainsi la plus forte variabilité des prix des logements, juste après l'Irlande. Rappelons que le taux d'endettement des ménages néerlandais est aussi le plus élevé de la zone euro. Depuis 1999, le système de déduction fiscale néerlandais a cependant été révisé à plusieurs reprises pour en rendre les conditions d'attribution plus strictes. Ces amendements seront examinés au huitième chapitre.

---

129 van den Noord, P., 2003, "Tax incentives and house price volatility in the euro area: theory and evidence", OECD Economics Department Working Papers No 356, 28 May 2003. La situation applicable en 1999 est examinée.

130 Le rapport précité du Conseil supérieur des Finances a calculé que, en 1999, la conclusion d'un emprunt hypothécaire donnant droit aux avantages fiscaux (c'est-à-dire la déduction d'intérêts, la réduction d'impôt pour primes d'assurance-vie et le remboursement en capital) faisait passer le taux d'imposition effectif de la maison d'habitation de 6,8 % à 6,4 % en cas d'achat d'une habitation existante et 7 % à 6,4 % en cas de construction. Ces taux étaient nettement inférieurs à celui de l'immobilier de rapport. Cf. Conseil supérieur des Finances, Section Fiscalité et Parafiscalité, 2002, op. cit., pp. 32-35.

En raison de la demande soutenue en logements et de l'inertie de l'offre, du moins à court terme, la question de la répercussion des incitants fiscaux dans les prix résidentiels se doit d'être soulevée. En cas de phénomène de capitalisation dans les prix, les principaux bénéficiaires des avantages ne sont plus les candidats acquéreurs, mais au contraire les vendeurs. Comme le détaillera le chapitre suivant, cette problématique intervient également au niveau du secteur locatif lors de l'octroi de subsides locatifs aux ménages les plus défavorisés.

Sur le marché belge en particulier, le nouveau régime de la déduction pour habitation propre et unique, ainsi que les différentes diminutions de coûts de transaction et aides régionales, pourraient avoir entraîné un tel phénomène de capitalisation. Il est néanmoins difficile d'isoler et de quantifier l'incidence de ces aides à l'accession à la propriété sur les prix des logements.

La thèse d'une répercussion de ces interventions dans les prix peut être nuancée par différents paramètres. Ces avantages sont tout d'abord réservés à une certaine catégorie d'acheteurs, vu qu'ils concernent principalement l'acquisition de l'habitation propre. Ensuite, les vendeurs ne sont pas informés des déductions et subsides auxquelles l'acheteur potentiel peut prétendre. Les conditions pour en bénéficier sont parfois très strictes. De plus, dans l'hypothèse où ces incitants auraient effectivement entraîné une majoration des prix, d'autres facteurs ont certainement orienté les prix à la hausse, spécialement la souplesse des conditions de crédit. Enfin, un des effets possibles de ces mesures serait d'avoir amené les acquéreurs à se tourner vers des biens "intrinsèquement" plus coûteux, en raison de leur taille, état, aménagement ou encore de leur situation. En augmentant la capacité financière des ménages, les incitants accordés, associés aux conditions de financement très attractives, leur auraient permis d'envisager l'achat d'un bien plus onéreux que celui qu'ils auraient acheté dans d'autres circonstances.

## 5 LE MARCHÉ LOCATIF

Le secteur locatif joue un rôle essentiel pour l'ensemble du marché du logement. Un fonctionnement efficace de ce secteur assure la liquidité du marché immobilier et permet de réduire les coûts de mobilité des ménages. Le prix des loyers effectivement payés intervient en outre dans la détermination de l'indice des prix à la consommation harmonisé européen et retient par conséquent l'attention des décideurs de la politique monétaire commune.

Après une description générale du marché locatif dans la zone euro, ce chapitre analyse la réglementation spécifique en la matière au niveau belge et les principales problématiques rencontrées au sein de ce secteur.

### 5.1 APERÇU DU SECTEUR LOCATIF

D'après les données de la BCE, la part des logements loués dans la zone euro fin 2003 s'élève en moyenne à un peu plus de 36 % du parc résidentiel. Les situations sont naturellement contrastées selon les pays. La proportion du secteur locatif oscille entre 57 % en Allemagne et 11 % en Espagne. En Belgique, la part des locations représente 30 % de l'ensemble des logements à cette même période.

La tendance générale au sein de la zone euro va néanmoins vers une réduction de la part globale de logements loués. Cette évolution est très nette en Espagne. La proportion du secteur locatif représentait encore 25 % du parc de logements dans les années 1980. Elle connaît aussi une baisse en Belgique puisqu'elle s'élevait à 38 % au même moment. Cette diminution s'explique par la série de mesures facilitant l'accession à la propriété, mais aussi par le relâchement des conditions de financement. Un rétrécissement de l'offre locative, suite à une réglementation assez stricte régissant les loyers, constitue également un facteur explicatif d'un tel développement.

Les logements loués en Belgique concernent essentiellement le secteur privé. La part du logement social y est évaluée à environ 23 % de l'ensemble du marché locatif. Elle représente par contre près de 77 % de ce marché aux Pays-Bas et presque la moitié au Danemark, en France et en Suède. C'est en Allemagne et au Luxembourg que le logement social occupe la part la plus faible. Les données relatives au logement social sont toutefois difficilement comparables entre pays européens. Les définitions utilisées peuvent en effet refléter des réalités distinctes.

Ces différences dans la structure des marchés nationaux du logement se reflètent dans la pondération des loyers dans l'indice des prix à la consommation harmonisé. Cette pondération est établie à partir d'enquêtes sur le budget des ménages. La part des loyers dans l'indice atteint ainsi 11,1 % en Allemagne, où le secteur locatif est très développé, tandis qu'elle est seulement de 2,3 % en Espagne, qui connaît un taux élevé de propriétaires. Cette part est aussi faible en Irlande, en Italie, et au Portugal.

En Belgique, les loyers représentent environ 6 % de l'assiette de l'indice. Relevons que cet indice inclut uniquement les loyers effectivement payés, à la différence des comptes nationaux qui intègrent les loyers imputés des propriétaires occupants<sup>131</sup>.

## 5.2 LA RÉGLEMENTATION RELATIVE AUX LOYERS

La législation sur les loyers vise à rencontrer une série d'objectifs économiques et sociaux, parmi lesquels figurent la fourniture d'un logement abordable, la défense du pouvoir de négociation du locataire ou encore la limitation de trop fortes fluctuations de prix. Face à la réduction de l'offre locative précédemment évoquée, la plupart des pays européens, dont la Belgique, ont en partie dérégulé leur secteur locatif. L'objectif poursuivi était d'assurer le bon fonctionnement de leur marché immobilier. Cette déréglementation s'est principalement réalisée par un assouplissement du contrôle des loyers pour les nouveaux contrats de location. Les principales nuances entre les pays apparaissent au niveau de l'éventail de logements concernés par la dérégulation.

Deux principaux aspects de la réglementation belge régissant les loyers sont envisagés ci-après : d'une part, les règles afférentes au prix des loyers et, d'autre part, la législation relative à la durée et à la fin du contrat de bail. Comme elles déterminent le fonctionnement du secteur locatif, ces dispositions influencent plus largement le marché du logement dans son ensemble.

### 5.2.1 LE PRIX DES LOYERS

Comme l'a détaillé le deuxième chapitre, le coût d'un loyer exerce un impact sur la décision d'un ménage en faveur de la location ou de l'achat d'un logement. Concernant la législation applicable en matière de prix des loyers, il convient de distinguer la détermination du montant de base du loyer et l'évolution de ce montant au cours du temps. Il est en outre possible de procéder à une révision du loyer.

Pour la conclusion d'un nouveau contrat de bail, les loyers ne sont pas réglementés. Les parties sont donc libres de fixer le montant du loyer. Ce principe a été introduit par la loi du 20 février 1991, qui modifie et complète les dispositions du Code civil sur les baux locatifs<sup>132</sup>. L'idée sous-jacente est que le loyer doit refléter la situation et les prix du marché. Ce principe n'est pas d'application en cas de prorogation du bail : le bail initial est reconduit et le loyer de base ne peut pas être modifié.

131 Cornille, D., 2006, "Un nouvel indice des prix à la consommation national et dix ans d'IPCH", *Revue économique*, BNB, Juin 2006, p. 31 (Encadré 1). Signalons qu'un projet pilote a été mis en place dès 2001 par Eurostat, en collaboration avec la BCE, afin d'élaborer un indice reflétant le coût de l'hébergement des propriétaires occupants. L'approche adoptée se base sur le coût de l'acquisition du logement. Ce coût inclut les frais de transaction, mais exclut le prix du terrain, celui-ci n'étant pas considéré comme un bien de consommation, cf. ECB, 2005, *Monthly Bulletin*, July 2005, Box 2 Treatment of Owner-Occupied Housing in the Hicp, p. 67.

132 Nous nous limitons essentiellement à la réglementation relative au contrat de bail "traditionnel", conclu pour une durée de neuf ans et à partir du 31 mai 1997. Signalons que la loi du 13 avril 1997, en vigueur depuis cette date du 31 mai 1997, remanie la loi du 20 février 1991. Elle introduit des exceptions concernant les baux de courte durée (c'est-à-dire d'une durée inférieure ou égale à trois ans), afin d'empêcher des comportements abusifs. Ainsi, lorsque le bailleur conclut plusieurs baux de courte durée successifs avec des locataires différents, le loyer de ces baux ne peut être supérieur (en dehors de l'indexation) au loyer du premier contrat pendant une période de neuf ans.

Pendant le bail, les loyers sont “encadrés” dans le sens où leur montant de base peut seulement être indexé. Cette indexation du loyer permet son adaptation périodique au coût de la vie. L’indexation ne peut s’effectuer qu’annuellement, à la date d’anniversaire de l’entrée en vigueur du bail. Cette adaptation n’est pas automatique, elle doit au contraire être demandée par écrit par le bailleur. L’éventuel effet rétroactif de la demande joue uniquement pour les trois mois précédant cette demande. Il est en outre possible aux parties de convenir expressément de ne pas indexer le loyer.

Depuis le mois de janvier 1994, l’indexation s’opère en fonction des fluctuations de l’indice santé, par l’application d’une formule spécifique. Dans la plupart des autres pays européens, l’adaptation des loyers s’effectue également selon l’évolution d’un indice déterminé, l’indice des prix à la consommation ou un indice équivalent. En France, par exemple, l’indexation s’opérait jusqu’en 2005 inclus sur l’indice des coûts de la construction, avant d’être remplacé par un “nouvel indice de référence des loyers”, plus avantageux pour les locataires.

La dynamique des prix dans le secteur locatif est ainsi segmentée au niveau réglementaire entre les “anciens” et les “nouveaux contrats”. L’augmentation du loyer d’un contrat de bail existant est limitée en fonction de la hausse de l’indice santé, tandis que le loyer de départ d’un nouveau contrat sera davantage déterminé par les conditions qui prévalent sur le marché résidentiel. Lors d’un nouveau bail, un phénomène de rattrapage pourrait dès lors se manifester, le bailleur souhaitant “récupérer” les augmentations qu’il n’a pas pu appliquer au cours du bail précédent. Cette segmentation peut constituer un frein à la mobilité et pénaliser les ménages les plus mobiles. A logements comparables, un locataire qui souhaite déménager risque en effet de devoir supporter un loyer plus élevé, étant donné la vive expansion des prix des logements de ces dernières années sur le marché acquisitif.

Compte tenu des évolutions distinctes de prix pendant le cycle du bail ou entre deux contrats de bail, l’indice global des loyers peut recouvrir des situations très contrastées. Seules des hausses très marquées des loyers d’un grand nombre de nouveaux contrats sont cependant en mesure d’affecter substantiellement l’indice. D’après cet indice, les loyers ont augmenté en moyenne annuelle d’un peu moins de 2 % entre 1995 et 2005. Les données harmonisées au niveau européen sur l’évolution des loyers englobent également ces deux “types de contrat”. En conséquence, elles sont aussi susceptibles de masquer des écarts importants. Depuis 1995, la progression annuelle moyenne de cet indice des loyers harmonisé a de même été légèrement inférieure à 2 %.

La loi belge prévoit en outre que le loyer puisse être révisé à la hausse ou à la baisse, à la demande du bailleur ou du locataire, à des dates et dans un délai bien précis. Cette révision a pour objectif d’adapter le loyer à la valeur locative normale du bien mis en location. En cas de désaccord sur le principe d’une révision entre le locataire et le bailleur, la loi prévoit la saisie du juge de paix.

### 5.2.2 LA DURÉE ET LE TERME DU BAIL

En raison des différents modes de fixation du loyer, les règles afférentes à la durée et la fin du contrat de location sont particulièrement importantes. Le bailleur pourrait effectivement être tenté de résilier un bail dont le loyer de base est peu élevé et de le remplacer par un nouveau contrat, avec un loyer sensiblement plus élevé. Pour contrer cette éventualité, le législateur a instauré un mécanisme de protection du locataire et renforcé son pouvoir de négociation.

La durée d'un bail est en principe de neuf ans. Il est également possible de conclure un bail de courte ou de longue durée (c'est-à-dire d'une durée égale ou inférieure à trois ans, ou supérieure à neuf ans), ainsi que pour la durée de la vie du locataire. Lorsque la durée n'est pas précisée, le bail est supposé être conclu pour une période de neuf ans.

Tant le bailleur que le locataire peuvent résilier le contrat de bail dans des conditions et des délais bien définis, à l'expiration de la période de neuf ans ou de façon anticipée. A la fin de la durée de neuf ans, chaque partie peut mettre un terme au contrat sans motif ni indemnité, moyennant un congé de six mois. Dans le cas contraire, le bail est prolongé de façon automatique pour des périodes successives de trois ans.

En cas de fin anticipée du bail, la loi favorise le locataire. Les conditions sont plus strictes et les indemnités plus importantes lorsque c'est le bailleur qui décide de mettre fin au contrat de location. Dans cette hypothèse, des limitations supplémentaires peuvent de surcroît être prévues contractuellement. Lors de la résiliation sans motif du bailleur<sup>133</sup>, un congé de six mois doit être notifié et une indemnité doit être versée au locataire. Cette indemnité doit correspondre à neuf mois ou à six mois de loyer, selon que le congé est notifié à la fin du premier ou du deuxième triennat. Le locataire peut par contre mettre fin au bail à tout moment, à condition de notifier un congé de trois mois. De plus, une indemnité n'est due qu'au cours des trois premières années du bail. Elle doit être égale à trois mois de loyer en cas de départ lors de la première année, à deux mois pour un départ lors de la deuxième année et à un mois de loyer lors de la troisième année.

---

133 La loi prévoit également que le bailleur puisse mettre fin au bail pour occupation personnelle ou familiale, ainsi que pour la réalisation de travaux de reconstruction, de transformation ou de rénovation.

### 5.2.3 LA PROBLÉMATIQUE DES LOYERS

Plusieurs difficultés apparaissent sur le marché locatif en Belgique. La demande est tout d'abord supérieure à l'offre de biens mis en location. Cette insuffisance de l'offre a pour effet d'entraîner les prix des loyers à la hausse, du moins lors de la conclusion de nouveaux contrats. L'augmentation est la plus prononcée pour les logements modestes, qui sont fortement demandés. En outre, le problème n'est pas seulement quantitatif, mais aussi qualitatif. De nombreux logements mis en location sont inadaptés à la demande ou présentent une qualité déficiente. La demande excédentaire n'incite pas les propriétaires à améliorer l'état et le confort de leurs biens. Les biens à louer de qualité à un prix abordable se raréfient.

Cette problématique prend une acuité particulière en Région de Bruxelles-Capitale. Le taux de locataires y est nettement supérieur à la moyenne nationale. D'après la dernière enquête socio-économique de l'INS de 2001, 58,7% des occupants sont locataires de leur logement, pour une moyenne nationale de seulement 32%. La répartition est actuellement estimée à environ 50% de propriétaires pour 50% de locataires. La propriété est en fait moins accessible à Bruxelles, ce qui impose le recours à la location, plutôt qu'être le résultat d'un véritable choix. Cette situation est non seulement due au niveau plus élevé des prix sur le marché acquisitif, mais aussi aux caractéristiques de la population bruxelloise. Celle-ci dispose globalement de moins de moyens pour acheter une habitation. La présence de jeunes et d'immigrés est en effet plus importante. La population a de surcroît tendance à se paupériser. Les ménages à revenus moyens quittent la capitale pour la périphérie.

Le coût des loyers pose d'importantes difficultés financières aux ménages à revenus faibles et modestes. La part du budget des ménages bruxellois affectée au loyer est particulièrement élevée. A titre illustratif, un ménage moyen dépense 30% de ses revenus pour son logement et plus de la moitié des ménages y consacrent 41% de leur budget<sup>134</sup>. En outre, ce sont les loyers les moins élevés, généralement les biens de catégorie inférieure, qui connaissent les plus fortes progressions. L'écart entre l'évolution des revenus moyens des ménages et celle du coût des loyers s'accroît<sup>135</sup>.

Des situations de surpeuplement et des phénomènes de file d'attente se développent, les listes d'attente pour un logement social s'allongent. Par ailleurs, le marché se caractérise sur certains segments par la présence de vides locatifs. Le nombre de biens disponibles devrait en théorie pouvoir satisfaire la demande, mais de nombreux logements, hors de prix, sont inaccessibles au locataire "moyen" et restent vides faute de preneurs.

---

134 Il s'agit surtout des ménages modestes, dont les revenus mensuels sont compris entre 500 € et 1.000 €. Cf. Observatoire de l'habitat de la Région de Bruxelles-Capitale, 2004, *Observatoire des loyers*. Enquête 2004, (<http://barometresdulogement.be/zorglub32.php?pod=204>).

135 Ce décalage est attribué à la faible part qu'occupe le poste loyer dans l'indice santé, sur la base duquel s'opère l'indexation des salaires et des allocations, cf. Bernard, N., *op. cit.*, p. 2. Comme l'a détaillé la sous-section 5.2.1, cet écart croissant entre les revenus et le coût des loyers concerne l'évolution des prix des nouveaux contrats.

Cette question de l'accès au logement constitue précisément un des volets du plan de lutte contre la pauvreté du gouvernement belge. Plusieurs suggestions ont été avancées au sein du monde politique ou de la société civile afin de résoudre les problèmes du secteur locatif. L'idée d'un contrôle ou d'un encadrement des loyers est en particulier passée au devant de l'actualité.

Cette question de l'accès au logement constitue précisément un des volets du plan de lutte contre la pauvreté du gouvernement belge. Plusieurs suggestions ont été avancées au sein du monde politique ou de la société civile afin de résoudre les problèmes du secteur locatif. L'idée d'un contrôle ou d'un encadrement des loyers est en particulier passée au devant de l'actualité.

Les propositions discutées concernent principalement l'établissement d'un système de détermination objective du loyer, l'attribution d'une allocation-loyer (ou d'un chèque-logement), un assouplissement du régime de la garantie locative, une modification de la fiscalité immobilière, l'octroi d'incitants fiscaux à la mise en location et l'entretien de logements privés, le développement du logement social, ainsi que la lutte contre les logements abandonnés ou insalubres. Certaines de ces mesures ont déjà fait l'objet d'une proposition de loi.

Dans sa déclaration de politique fédérale d'octobre 2006, le gouvernement belge a annoncé la prise d'une série de dispositions en matière de logement. Certaines ont déjà été traduites dans des textes légaux. Des modalités d'exécution doivent cependant encore être précisées.

Plusieurs de ces mesures ont déjà été évoquées dans le débat sur les loyers. Les initiatives décidées par le gouvernement fédéral seront examinées, après avoir donné un aperçu des principales propositions formulées au cours de ce débat. Une distinction est établie parmi ces suggestions, selon qu'elles s'orientent plutôt sur la demande ou sur l'offre de logements.

*a Les propositions du débat sur les loyers*

*\* La fixation objective du loyer*

Selon ce principe, le loyer serait déterminé en fonction des caractéristiques propres du bien, telles que son confort, sa superficie ou sa localisation. Dans le cadre d'un projet pilote lancé en juillet 2005 et mené dans trois grandes villes (Bruxelles, Charleroi et Gand), des commissions paritaires locatives, rassemblant bailleurs et locataires, ont été chargées d'étudier en profondeur le secteur et d'élaborer des grilles de loyers. Différentes catégories de loyers seraient établies sur cette base. Les critères et les méthodes statistiques à employer font cependant l'objet de débats au sein de ces commissions.

L'objectif suivant de ce projet serait d'encadrer les loyers, en tenant compte de la situation et du niveau de confort du logement. Ce système permettrait de réduire les écarts de prix par rapport au marché. L'indexation ne serait pas supprimée. Seules les augmentations excédant l'indexation seraient concernées par ce mécanisme de régulation structurel. Il serait en outre limité à certaines zones, les zones à forte spéculation, et dans le temps.

La France, le Luxembourg et les Pays-Bas ont déjà développé différents modèles de détermination objective des loyers.

L'encadrement ou le blocage des loyers soulève toutefois plusieurs difficultés. Il ne résout pas le problème de la pénurie de logements et risque même de le renforcer. S'ils jugent les loyers autorisés à un niveau trop bas, les propriétaires seront dissuadés de mettre leur bien en location. L'investissement dans le logement privé sera freiné au profit d'autres formes de placement. Par conséquent, le déséquilibre entre l'offre et la demande s'accroîtra et le tarif des loyers sera rehaussé. De nouvelles formes de discrimination pourraient de plus être introduites : face à de nombreux amateurs, le bailleur pourrait être tenté de "choisir" son locataire sur la base d'autres critères que le critère financier.

\* *L'allocation-loyer*

Elle consisterait à accorder une aide financière aux ménages les plus modestes, de manière à solvabiliser la demande. Dans cette optique, le problème principal du secteur locatif ne résiderait pas tant dans un niveau excessif du prix des loyers, que dans une inadéquation des ressources de certaines franges de la population. La subvention permettrait de surcroît de pallier au manque de places disponibles dans le logement social et de favoriser la mixité sociale.

Un tel système d'allocation existe actuellement dans plusieurs pays européens, notamment en Allemagne, en France, aux Pays-Bas, ainsi qu'au Royaume-Uni.

Les adversaires d'une telle mesure opposent que l'allocation est de nature à créer une forme d'assistanat envers son bénéficiaire. L'intervention risque de plus d'être répercutée dans les prix par le bailleur et de conduire à une nouvelle inflation des loyers des logements de gamme inférieure. Par cet effet d'aubaine, le bénéfice de l'allocation serait, du moins partiellement, annulé. Les ménages dont les revenus dépassent légèrement le plafond déterminant le droit à l'allocation seraient également affectés par cette augmentation des loyers. Ces écueils pourraient cependant être évités en accordant directement l'allocation au bailleur qui accepterait, sur une base volontaire, de se conformer à un tarif conventionné<sup>136</sup>, ou en associant plus généralement la mesure à un encadrement des loyers. L'attribution directe de la subvention au bailleur garantirait de surcroît que les sommes allouées ne soient utilisées à d'autres fins qu'au logement.

Pour évaluer plus globalement la pertinence de cet instrument, il convient d'examiner si le secteur est confronté à un problème de pénurie ou à un problème d'accès au logement, c'est-à-dire d'une insuffisance des ressources des locataires pour une catégorie précise de biens. En fait, le risque d'une hausse des loyers résultant de l'introduction d'une allocation ne se manifeste qu'en cas de demande excédentaire. Une augmentation de l'offre doit donc être menée en parallèle pour assurer l'efficacité de l'allocation-loyer<sup>137</sup>.

#### \* *La garantie locative*

Actuellement, la législation sur les baux de résidence principale plafonne à trois mois de loyer le montant de la garantie locative. Afin d'alléger les contraintes financières pesant sur les locataires, en particulier les locataires à revenus modestes, il est proposé de réduire le montant de la garantie. L'étalement du paiement de cette caution serait également permis. L'idée de créer un Fonds fédéral de soutien aux garanties locatives a aussi été développée. Ce Fonds centraliserait toutes les cautions et pourrait suppléer ou avancer le montant aux locataires éprouvant des difficultés.

Une initiative déjà développée par le secteur privé est à mentionner à cet égard. Certaines banques proposent à leurs clients de moins de 30 ans d'avancer le montant de la garantie. Ce service est évidemment soumis à conditions, entre autres la domiciliation du salaire auprès de la banque et l'absence d'expérience négative de crédit. Le bénéficiaire potentiel de ce service est donc nettement "ciblé". Comme sur le plan du marché du crédit hypothécaire, l'objectif poursuivi par cette démarche est la fidélisation du client.

---

136 Cf. Bernard, N., *op. cit.*, pp. 9-10. et Bernard, N., 2006, "L'allocation-loyer (couplée à un conventionnement des loyers) : non pas la panacée, mais un remède directement opérationnel face à la crise du logement", *Les Echos du Logement*, No 3, Août 2006, p. 19. Il s'agit en fait de la proposition telle que formulée par le Conseil Consultatif du Logement de la Région de Bruxelles-Capitale.

137 Cf. Wauthy, X., 2006, "Blocage, encadrements, allocation-loyer ? Le point de vue d'un économiste, Entretien avec Xavier Wauthy professeur aux Facultés universitaires Saint-Louis à Bruxelles", *Les Echos du Logement*, No 1, Mars 2006, pp.14-16.

\* *Une modification de la fiscalité immobilière*

Les propriétaires ne seraient plus imposés sur une base théorique, mais en fonction des loyers privés réellement perçus, de façon à modérer les prix des loyers demandés<sup>138</sup>. Le bailleur qui réclamerait un loyer élevé serait en effet plus lourdement imposé. Ces loyers seraient imposés à un taux distinct afin que l'impôt soit comparable à celui prélevé sur les investissements financiers. De plus, seules les charges effectivement supportées pourraient être déduites de la base imposable de manière à inciter le propriétaire à entretenir son logement ou en améliorer la qualité.

La taxation des loyers sur une base réelle est déjà pratiquée dans d'autres pays européens comme l'Allemagne, la France et les Pays-Bas.

Le revenu cadastral des biens immobiliers serait par ailleurs actualisé afin de refléter les développements du marché. Cette actualisation pourrait s'opérer de façon ciblée, en fonction de l'importance de l'écart entre la valeur de marché et le revenu cadastral des biens concernés.

\* *Les incitants fiscaux*

Afin d'encourager le propriétaire à mettre son bien en location, un avantage fiscal lui serait octroyé, à condition qu'il s'engage à respecter un loyer de référence et que le bien loué réponde à certaines normes. Parmi les idées déjà formulées, l'incitatif fiscal pourrait entre autres résider en une déduction fiscale des frais d'entretien et de rénovation ou en une exonération partielle des droits de succession. A la différence des propositions précédentes qui visent à solvabiliser la demande par une réduction (ou un étalement) des dépenses ou par une hausse des ressources des locataires, ce type de mesures se focalise sur l'offre de logements. La déduction des charges réellement exposées, proposée dans la disposition précédente, allait déjà dans ce sens. L'objectif poursuivi par ces mesures est d'augmenter le nombre de logements et d'en accroître la qualité.

De façon à permettre son contrôle, le respect d'un loyer de référence implique la connaissance du montant fixé entre les parties. L'enregistrement des baux locatifs est en principe obligatoire, mais n'est pas toujours effectué. Pour favoriser l'enregistrement des baux, il a été suggéré de rendre la procédure gratuite. Ce coût s'élève à 30 €, constitué de 25 € de droits fixes et de 5 € de droits de timbre. La gratuité de l'enregistrement serait également justifiée en cas d'instauration d'un système de fixation objectif des loyers.

138 L'opportunité d'une imposition des loyers privés sur une base réelle a été examinée par la section "Fiscalité et Parafiscalité" du Conseil supérieur des Finances dans un rapport de février 1997. Tout en prônant une réforme plus globale de la fiscalité immobilière, ce rapport juge qu'une taxation des revenus locatifs privés nets constituerait une avancée sur le plan de l'équité. La difficulté de la mise en œuvre de la mesure, au niveau du contrôle des loyers et des charges supportées, est cependant soulignée. Le rôle complémentaire d'une péréquation cadastrale est mis en avant, notamment pour assurer l'efficacité d'une imposition d'un loyer minimal. Cf. Conseil supérieur des Finances, Section Fiscalité et Parafiscalité, 1997, *Taxation des loyers et réforme de la fiscalité immobilière*, Février 1997, pp. 65-74 et pp. 87-90.

Par ailleurs, dans le cadre de telles mesures, la publication du prix des loyers dans les annonces pourrait être imposée. Elle évitera que le prix exigé par le bailleur ne soit modifié en fonction du profil du candidat locataire ou qu'un "phénomène d'enchère" ne se produise. L'enregistrement généralisé des baux devrait de plus permettre une meilleure protection du locataire, en rendant le contrat de location opposable aux tiers.

\* *Le développement du logement social*

Une autre solution du côté de l'offre consisterait à augmenter substantiellement l'offre de logements sociaux. Faute de moyens suffisants, le fonctionnement du secteur devrait du moins être rendu plus efficace, par exemple en prenant davantage en considération l'évolution des revenus des locataires sociaux pour éviter les "rentes de situation"<sup>139</sup>. Une autre piste évoquée serait d'attirer les investisseurs privés sur ce marché et de favoriser le développement de partenariats.

\* *La réquisition des logements*

Toujours dans l'objectif d'améliorer la situation des locataires, il a aussi été envisagé de simplifier le mécanisme de réquisition des logements inoccupés ou ne répondant pas aux normes (en matière de salubrité, de sécurité, etc.).

*b Les mesures présentées dans le cadre de la déclaration de politique fédérale*

Outre les diminutions ciblées de la TVA évoquées au quatrième chapitre, le gouvernement fédéral a décidé de modifier le régime de la garantie locative, de renforcer la protection du locataire, d'instaurer des incitations fiscales à la rénovation des logements loués, de réformer la procédure de réquisition d'immeubles, ainsi que de permettre la modération du prix des loyers.

\* *La garantie locative*

Le montant de la garantie locative par dépôt sur un compte bancaire sera désormais limité à deux mois de loyer lorsque le locataire choisit de verser ce montant en une seule fois. Le locataire qui éprouverait toujours des difficultés à payer la caution pourra bénéficier d'un paiement échelonné. Dans cette hypothèse, le montant de la garantie sera maintenu à trois mois de loyer. Le paiement pourra s'effectuer par tranches mensuelles sur une période de 36 mois. Un service de garantie bancaire sera offert par les institutions bancaires. Pour les locataires les plus démunis, les Centres publics d'aide sociale pourront se porter garant auprès des établissements bancaires, en toute confidentialité par rapport au bailleur.

---

139 Les loyers dans le secteur du logement social sont néanmoins actualisés annuellement en fonction des revenus imposables du ménage, avec application de certaines limites.

\* *La protection du locataire*

Concernant la protection du locataire, une plus grande transparence au niveau du prix sera tout d'abord assurée par l'affichage obligatoire du montant du loyer et des charges communes dans toute annonce publique de mise en location d'un bien.

Le contrat de bail devra nécessairement être écrit.

La gratuité de l'enregistrement des baux locatifs, à partir du 1er janvier 2007, renforcera ensuite la protection juridique du locataire, mais aussi du propriétaire. Le locataire bénéficiera d'une meilleure protection contre une expulsion en cas de vente de l'immeuble. Si le bail n'est pas enregistré, le propriétaire court aussi un certain risque. Le locataire pourra en effet quitter le logement à tout moment sans devoir notifier de congé ou payer une éventuelle indemnité. L'obligation d'enregistrer le contrat locatif incombera désormais au bailleur<sup>140</sup>, alors que l'obligation reposait auparavant sur les deux parties contractantes. Le locataire peut néanmoins faire enregistrer lui-même le bail s'il le souhaite. Pour les anciens baux, une mesure transitoire est prévue jusqu'au 30 juin 2007, éventuellement prolongeable jusqu'au 30 septembre 2007 : ces baux pourront être enregistrés gratuitement sans qu'une amende ne soit d'application. Ces mesures permettront de surcroît de rédiger annuellement un rapport sur l'évolution des prix des loyers qui sera publié par l'INS.

Enfin, le verso du contrat de bail devra reprendre de façon standardisée les principes de base de la loi sur les loyers. Le respect des normes de salubrité, d'habitabilité et de sécurité sera explicitement mentionné. Une description de l'état des lieux d'entrée et de sortie sera exigée afin de réduire les éventuels litiges. Les précisions quant à d'éventuels travaux incombant au propriétaire devront être signalées.

---

140 Loi-programme du 27 décembre 2006, Chapitre IV, Modifications du Code des droits d'enregistrement, d'hypothèque et de greffe, du Code des droits de timbre, du Code des droits de succession et du Code des taxes assimilées au timbre, articles 71 à 77, M. B., 28 décembre 2006.

Signalons que la gratuité de l'enregistrement concerne les contrats de bail d'immeubles affectés exclusivement à l'*habitation* d'une famille ou d'une personne seule. Il doit s'agir de plus de la résidence principale du preneur.

\* *Les avantages fiscaux*

Un avantage fiscal correspondant à 45 % des dépenses de rénovation sera octroyé au propriétaire qui accepte de louer son bien par l'intermédiaire d'une Agence Immobilière Sociale. En échange, le loyer demandé devra être modéré. L'incitant sera étalé sur une période de neuf ans et correspondra à une réduction fiscale de 5 % par an. Elle sera en outre plafonnée annuellement à un montant non indexé de 750 €. L'habitation devra de plus avoir au moins quinze ans et les travaux, réalisés par un entrepreneur agréé, devront s'élever à un montant minimum de 7.500 € (TVA comprise) non indexé<sup>141</sup>. Rappelons que le montant des réductions fiscales pour les investissements économiseurs d'énergie est augmenté, que le bien soit occupé par son propriétaire ou donné en location. L'amélioration de la qualité des logements loués est ainsi stimulée.

\* *La procédure de réquisition*

Par ailleurs, pour améliorer le fonctionnement du marché, un droit d'initiative sera attribué aux bourgmestres de façon à accélérer la mise en œuvre des procédures de réquisition, qui sont en outre simplifiées.

\* *L'encadrement des loyers*

A propos d'un éventuel encadrement des loyers, celui-ci ne s'effectuerait qu'à un niveau local. Le système, déjà en place, des commissions paritaires locatives pourra être étendu à d'autres communes à l'initiative des Régions. Les locataires des villes où siège une telle commission pourront demander une révision de leur loyer. Si une flambée des prix est observée, les Régions auront la possibilité, par la conclusion d'un accord de coopération, de bloquer les loyers dans ces quartiers soumis à une inflation immobilière excessive.

## 6 LE MARCHÉ DU LOGEMENT ET LA MOBILITÉ DES TRAVAILLEURS

La structure du marché résidentiel influence le marché du travail, dans la mesure où elle oriente la décision d'un individu de déménager dans l'objectif d'exercer un nouvel emploi. Cette mobilité géographique des travailleurs permet de répondre à un déséquilibre local ou régional entre l'offre et la demande de main-d'œuvre<sup>142</sup> et, partant, d'assurer un meilleur fonctionnement de l'offre de travail dans l'économie.

Le marché résidentiel et les politiques du logement sont cependant susceptibles d'instaurer une série de barrières à la mobilité. La hauteur des coûts de transaction exerce tout d'abord un effet négatif sur la probabilité de déménagement d'un travailleur. Ces coûts de transaction diffèrent selon qu'il s'agit d'un propriétaire ou d'un locataire. Ils incluent les droits de mutation et divers frais annexes pour le propriétaire occupant, l'ajustement du loyer pour le locataire. Les coûts de prospection d'un nouveau logement, au niveau du temps et de l'effort requis par cette recherche, sont ensuite de nature à freiner cette mobilité résidentielle. Enfin, le coût du déménagement lui-même doit être pris en considération.

Les "coûts de mobilité" sont généralement plus élevés pour un propriétaire par rapport à un locataire. Une étude sur la mobilité géographique des travailleurs en Allemagne, en Espagne, en France, en Italie et au Royaume-Uni fait en outre apparaître des taux de mobilité moins élevés parmi les propriétaires par comparaison aux locataires<sup>143</sup>.

Concernant plus spécifiquement les frais supportés par un propriétaire belge, la TVA ou les droits d'enregistrement sont dus sur l'acquisition d'une autre habitation. Des coûts viennent s'ajouter en cas de financement hypothécaire. Si un crédit est toujours en cours sur l'ancien logement, le propriétaire doit consentir des frais d'acte supplémentaires pour lever l'ancienne hypothèque et en constituer une nouvelle, à savoir un droit d'enregistrement de 1 % et un droit d'hypothèque de 0,3 % sur le montant de la garantie. Il peut néanmoins limiter ces frais grâce à un transfert d'hypothèque, à condition qu'il s'adresse à la même institution de crédit et que le délai entre la vente et l'achat ne soit pas trop important. Les coûts liés à la vente du logement précédent ne doivent pas non plus être négligés. Ils peuvent notamment comprendre les frais de publicité, les commissions versées à un intermédiaire, etc.

---

142 Ce rôle est toutefois restreint si le déséquilibre correspond à un problème plus général de manque de qualifications.

143 Ces différences n'apparaissent cependant pas au niveau local du marché du travail. Cf. Barceló, C., 2006, "Housing Tenure and Labour Mobility: A Comparison Across European Countries", Banco de España Working Paper No 603.

L'impact sur la mobilité des taxes afférentes aux transactions immobilières est démontré empiriquement dans une étude consacrée au marché du logement néerlandais. D'après cette étude, une augmentation de ces coûts de l'ordre de 1 %, exprimé en pourcentage de la valeur du bien, réduirait le taux de mobilité résidentielle des propriétaires à concurrence de 8 %<sup>144</sup>. La pertinence de ce facteur est aussi confirmée par une étude plus récente, également consacrée au marché néerlandais. A satisfaction et préférence égales vis-à-vis du logement et de son environnement de vie, la propension à migrer des propriétaires est deux fois moins forte par rapport aux locataires<sup>145</sup>. Le biais des régimes fiscaux en faveur de la propriété par rapport à la location renforce en outre le frein à la mobilité résidentielle.

Comme l'a détaillé le chapitre précédent, le locataire est aussi confronté à une série de coûts de transaction, qui l'incitent peu à déménager. D'une part, selon le type de contrat de bail, le locataire doit éventuellement payer une indemnité au bailleur pour la mise à fin anticipée du bail. D'autre part, étant donné le mode de détermination des loyers, le prix du nouveau loyer d'un logement comparable risque d'être sensiblement plus élevé. En outre, si le locataire bénéficie d'un logement social à un tarif avantageux, les conditions d'accès seront entièrement réévaluées en cas de nouvelle demande. Il peut notamment être confronté à la problématique des "listes d'attente", en fonction de son classement dans un ordre de priorité préalablement défini. Un tel système est susceptible de créer des pièges à l'emploi et à la pauvreté.

La mobilité géographique de la main-d'œuvre pourrait par conséquent être stimulée par un développement suffisant du marché locatif, ainsi que par la réduction des coûts de transaction supportés par les locataires et les propriétaires occupants.

D'une part, comme son importance tend à se réduire, le marché locatif devrait être rendu plus attractif : le fonctionnement dynamique de ce secteur favorise le déplacement des travailleurs. Or, les aides proposées par les pouvoirs publics ont plutôt tendance à encourager l'acquisition d'un logement par rapport à la location.

D'autre part, concernant les coûts de transaction, les propositions en cours de discussion au niveau belge pour assurer une maîtrise du prix des loyers sont en mesure de faciliter la mobilité résidentielle. L'instauration de "loyers de référence" permettrait notamment de limiter le coût de déménagement supporté par le locataire. Ce système devrait toutefois connaître un développement suffisamment large afin de ne pas créer de nouveaux freins à la mobilité.

---

144 van Ommeren, J. and M. van Leuvensteijn, 2003, "New evidence of the effect of transaction costs on residential mobility", CPB Discussion Paper No 18, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, May 2003.

145 Cf. van Ham, M. and P. Hooimeijer, 2005, *Spatial barriers and labour market flexibility: individual restrictions and market constraints on job mobility*, Utrecht, November 2005, (<http://minez.nl/dsc?c=getobject&s=objectid=143271&!dsname=EZ Internet>). D'autres facteurs d'influence sont également mis en évidence dans cette étude : le niveau de formation, de revenu, la situation familiale du travailleur, ainsi que les caractéristiques spatiales du marché du travail. L'analyse fait aussi apparaître une plus faible propension des propriétaires par rapport aux locataires à effectuer la navette.

Une diminution des droits de mutation permettrait d'accroître le taux de mobilité des propriétaires occupants. Au Royaume-Uni, par exemple, ces coûts sont relativement faibles (ils représentent environ 2 % du prix d'acquisition du bien) et la mobilité des travailleurs est supérieure à celle des autres pays européens.

Au niveau belge, les diverses réductions régionales des droits d'enregistrement visent certes à faciliter l'accès à la propriété. Elles ont également pour objectif d'accroître le déplacement des travailleurs en diminuant son coût, que ce soit par l'application d'un taux réduit, un régime d'abattement ou encore un report des droits payés. Plusieurs dispositions restreignent néanmoins la mobilité du propriétaire à une mobilité intra régionale. C'est notamment le cas du système de la reportabilité des droits d'enregistrement en Flandre. Il ne s'applique que si le bien acheté et le bien vendu sont situés dans cette Région. L'octroi du régime de l'abattement en Région de Bruxelles-Capitale est conditionné à une obligation de résidence, éventuellement dans une autre habitation, dans la Région pendant une période de cinq ans.

Par ailleurs, le régime de restitution des droits d'enregistrement, qui existait au niveau fédéral, subsiste dans les trois Régions. Grâce à ce système, le revendeur a la possibilité de récupérer une partie des droits d'enregistrement en cas de revente, dans un délai de deux ans, d'un immeuble acquis avec application des droits d'enregistrement. Le taux de restitution est de 60 % des droits en Régions wallonne et flamande, tandis qu'il s'élève à 36 % des droits en Région de Bruxelles-Capitale. Ce système de restitution réduit par conséquent les coûts de la mobilité résidentielle.

Une diminution supplémentaire des frais de transaction serait cependant susceptible d'encourager davantage la mobilité géographique des travailleurs. Le niveau toujours élevé de ces frais dans le contexte international a déjà été souligné. Malgré la complexité qu'entraînerait la répartition du coût budgétaire des réductions octroyées, un système de coopération entre les Régions permettrait de surcroît un fonctionnement encore plus dynamique du marché.

Si ces coûts de transaction ne doivent pas être négligés pour évaluer le déplacement de la main-d'œuvre, une série d'autres facteurs exercent aussi une influence prépondérante. Cette mobilité peut en particulier être entravée par la structure du marché du travail, les différences linguistiques ou encore des facteurs d'ordre individuel tels que la situation ou les liens familiaux, l'attachement à une région ou à l'habitation, etc. Le niveau élevé des prix des logements dans certaines zones peut également réduire l'accès au logement de certains groupes et constituer un frein à leur mobilité.

De surcroît, la flexibilité spatiale sur le marché du travail n'implique pas nécessairement un déménagement. Les travailleurs peuvent faire le choix de la "navette", au prix peut-être d'une perte du temps de loisirs. Un réseau de transport suffisamment développé facilite ce choix de la navette. A cet égard, l'encouragement à l'utilisation des transports publics permet de réduire les problèmes de congestion de trafic et d'environnement.

## 7 LE MARCHÉ DU LOGEMENT AU NIVEAU MACROÉCONOMIQUE

Ce chapitre est consacré au rôle du marché résidentiel sur le plan macroéconomique, ainsi qu'aux risques associés à la récente dynamique des prix. Les deux premières sections examinent l'importance et l'influence du marché du logement sur l'activité économique. La menace d'un retournement de ce marché pour l'économie en général et la stabilité financière est ensuite évaluée. L'accent est mis sur les différents chocs négatifs auxquels pourrait être soumis le marché résidentiel. La dernière section analyse enfin les risques spécifiques auxquels est exposé le marché belge.

### 7.1 L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL DANS L'ÉCONOMIE

Avec un taux de propriétaires occupants de 61 % en moyenne dans la zone euro et de 70 % en Belgique, l'immobilier constitue une part considérable du patrimoine des ménages et souvent leur principal actif. Suite à la valorisation des prix immobiliers, il occupe de surcroît une part croissante dans la totalité de leurs actifs. Dans les économies européennes, la richesse immobilière correspond à environ 60 % de la richesse brute des ménages<sup>146</sup>. Ce patrimoine immobilier présente en outre une répartition plus égalitaire par rapport aux actifs financiers, qui sont davantage concentrés sur certaines catégories de la population.

Les estimations du patrimoine immobilier en Belgique ne sont toutefois pas concordantes. Ce patrimoine brut est aujourd'hui évalué à un montant soit de 760 milliards d'euros, soit de 1.212 milliards d'euros. Cet écart d'estimation est dû à l'existence de deux sources et, par conséquent, de deux approches différentes dans la détermination du patrimoine immobilier, à partir desquelles celui-ci continue d'être calculé<sup>147</sup>.

---

146 ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, Box 5 "Estimates of housing wealth for households in the euro area", December 2006, pp. 47-49.

147 Cf. Van de Cloot, I., 2006, "Vers un atterrissage en douceur du marché résidentiel belge", Focus on residential Real Estate in Belgium, ING Economics Department, Août 2006. La première estimation se fonde sur les travaux de K. Rademaekers et J. Vuchelen (cf. Rademaekers, K. et J. Vuchelen, 1998, "Het Belgische gezinsvermogen, 1992-1997", *Bulletin de Documentation*, Ministère des Finances, 58ème année, No 5, Septembre-Octobre 1998, pp. 41-45, et Rademaekers, K. et J. Vuchelen, 1996, "Het vermogen van Belgische gezinnen, 1970-1994", *Bulletin de Documentation*, Ministère des Finances, 56ème année, No 5, Septembre-Octobre 1996, pp. 183-193) ; tandis que la seconde repose sur le rapport de la Commission pour l'inventaire du patrimoine de l'Etat de 1999 (cf. Baveye J., M. Herman, N. Massinon, J. Nulens et A. Van Buggenhout, "Le patrimoine de la nation : une première ébauche", *Bulletin de Documentation*, Ministère des Finances, 64ème année, No 3, Mai-Juin 2004, pp. 21-22). L'approche de K. Rademaekers et J. Vuchelen se fonde sur les prix du marché immobilier, majorés de 20 % afin de prendre en compte la fraude supposée. La méthode de la Commission pour l'inventaire du patrimoine de l'Etat se base sur un rapport établi entre la valeur des bâtiments publics (la valeur de reconstruction avec déduction des amortissements) et leurs revenus cadastraux. Ce rapport est appliqué aux revenus cadastraux des biens immobiliers détenus par les ménages.

Par ailleurs, les dépenses afférentes au logement absorbent une large part du budget des ménages, qu'il s'agisse des loyers payés par les locataires ou des charges de remboursement d'un emprunt hypothécaire supportées par les propriétaires. L'achat d'un logement représente en outre le principal investissement des ménages. Les variations des prix résidentiels influencent dès lors leur comportement au niveau de la gestion de leur budget et de leur épargne.

Ces prêts hypothécaires constituent également une part considérable de l'activité des institutions de crédit et, partant, une source appréciable de revenus, ne fût-ce que par la commercialisation de produits annexes. Cette activité est aussi en pleine croissance. Les créances hypothécaires forment un élément significatif du portefeuille des institutions financières. Au niveau de la zone euro, les prêts au logement représentent à peu près 70 % de l'ensemble des prêts accordés au secteur des ménages. Ces prêts correspondent eux-mêmes environ au tiers de l'encours total des prêts de ces institutions.

Enfin, l'immobilier résidentiel occupe une place prépondérante dans l'ensemble du marché immobilier. En Belgique, la part du résidentiel s'élevait en 2005 à plus de 80 % de la totalité du chiffre d'affaires du marché de l'immobilier secondaire.

## 7.2 L'INFLUENCE DU MARCHÉ DU LOGEMENT SUR L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Les interactions entre le marché du logement et l'activité économique sont aussi à prendre en considération. Compte tenu de l'importance qu'occupe l'immobilier résidentiel, les mouvements de prix des logements se reflètent dans l'économie. Ainsi, la croissance économique européenne de ces dernières années est en partie attribuée à la vigueur des crédits au logement aux ménages, elle-même induite par la dynamique des prix. Les fluctuations des prix des logements déterminent aussi la performance du secteur financier, par leurs effets sur la rentabilité et la solidité des établissements de crédit.

---

148 Des nuances sont cependant à apporter aux liens entre les prix des logements et les dépenses de consommation : ils sont plus subtils et plus instables que généralement supposé. La corrélation observée entre les deux paramètres traduit l'influence de facteurs communs, tels que les attentes des ménages en matière de revenus ou le relâchement des contraintes de financement. Par exemple, la baisse des taux se répercute sur les différentes formes de financement, comme les crédits à la consommation, ce qui encourage plus largement la consommation. Le parallélisme est également dû à l'existence de liens causaux, en particulier induits par le rôle de collatéral joué par le logement. Les prix immobiliers et les dépenses de consommation ont cependant leur dynamique propre, ce qui explique que l'intensité de leurs liens puisse présenter une certaine variation au cours du temps, même si elle reste déterminante. Cf. Benito, A., J. Thompson, M. Waldron and R. Wood, 2006, "House prices and consumer spending", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, Volume 46, No 2, Summer 2006, pp. 142-154.

On distingue généralement quatre canaux d'influence des prix immobiliers sur la demande agrégée et l'activité économique : l'effet de richesse, l'effet de revenu, le canal du crédit et le canal de l'investissement. Les trois premiers mécanismes influencent la consommation privée<sup>148</sup>, tandis que le quatrième affecte la construction résidentielle. Ces quatre canaux sont examinés dans la suite de cette section. Le rapport entre cycle immobilier et cycle économique est enfin rappelé.

### 7.2.1 L'EFFET DE RICHESSE

La hausse des prix des logements est tout d'abord susceptible d'exercer un effet de richesse sur les dépenses de consommation privée. En réponse à la valorisation de leur patrimoine immobilier, les ménages seraient conduits à consommer davantage. La justification de l'existence d'un tel effet renvoie à la thèse du revenu permanent du modèle du cycle de vie. Selon cette théorie, la consommation d'un individu dépend du revenu permanent, défini comme la valeur actualisée de l'ensemble de ses revenus futurs et de son patrimoine. Une augmentation de sa richesse immobilière l'amène à ajuster son plan de consommation. Il étale ce "gain" sur l'ensemble de sa vie, diminue son épargne et augmente ses dépenses de consommation.

Néanmoins, l'évaluation de cet effet de richesse doit prendre en compte la nature hybride de l'immobilier. A la différence des autres actifs, l'immobilier possède une valeur d'usage, il procure un service de logement à son occupant. Dès lors, outre son impact sur la richesse des propriétaires, l'augmentation des prix immobiliers entraîne une redistribution des ressources dans le secteur des ménages entre, d'une part, les locataires et les acquéreurs potentiels et, d'autre part, les propriétaires.

L'impact final de l'effet de richesse sur la consommation dépend en fait du choc économique à l'origine de l'expansion des prix des logements. Il réside soit dans l'augmentation prévisible des loyers futurs, réels ou imputés, soit dans la réduction durable des taux d'intérêt hypothécaires.

Lorsque des loyers plus élevés sont à la source de ce choc, la hausse des prix immobiliers rend certes les propriétaires plus riches, mais cette plus-value est associée à un coût plus élevé de la consommation du service du logement. Les locataires subissent une perte de bien-être et les candidats acheteurs doivent épargner plus pour acquérir un bien. Ces deux catégories de ménages ont donc tendance à réduire leur consommation. Du point de vue des propriétaires, on considère que l'effet de richesse positif prime généralement sur l'effet de revenu négatif qui découle de la hausse des loyers imputés. Au niveau agrégé, un effet de richesse net significatif semble peu probable. Il est cependant possible que des différences dans la propension à consommer entre ces catégories de ménages aient des retombées sur la demande agrégée.

Par contre, si le choc sous-jacent à l'expansion des prix consiste en une baisse des taux d'intérêt, un effet de richesse positif sur les dépenses de consommation est davantage plausible, dans la mesure où le gain réalisé par les propriétaires n'est pas contrebalancé par la perte des locataires et des acheteurs potentiels. Ces derniers bénéficient de conditions de financement plus favorables qui compensent l'augmentation des prix.

Concernant plus largement la redistribution de ressources parmi les ménages, la hausse des prix immobiliers donne aussi lieu à un transfert de richesse entre les jeunes et les plus âgés, ces derniers ayant la faculté de réaliser une plus-value en rachetant un logement de taille ou de qualité inférieure après la vente de leur bien. Cette dichotomie se retrouve également entre les primo-accédants et les propriétaires qui décident de déménager.

Le degré de corrélation entre la hausse des prix des logements et la consommation privée présente en outre des variations selon les pays. L'impact sur la propension à consommer des ménages est surtout notable aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. Cette influence est notamment due à la structure et à la flexibilité de leurs marchés financiers, qui facilitent l'accès au crédit hypothécaire ou l'obtention de prêts à la consommation garantis par un logement. L'extraction hypothécaire constitue effectivement un canal spécifique de transmission de l'effet de richesse immobilière sur la consommation. De façon plus générale, l'ampleur du mécanisme est déterminée par le taux de propriétaires, qui traduit la distribution du patrimoine immobilier dans l'économie, par la hauteur des coûts de transaction, ainsi que par les systèmes de taxes et de subventions qui entourent le logement.

Les retombées du renchérissement des logements sur les dépenses consommation semblent en revanche plutôt limitées au niveau de l'ensemble de la zone euro. En fait, il n'existe pas de consensus sur l'importance réelle de l'effet de richesse dû aux fluctuations des prix immobiliers<sup>149</sup>.

L'effet de richesse est par ailleurs à nuancer par un autre facteur : l'augmentation des prix des logements n'est pas associée à une hausse attendue du potentiel de production de l'économie. Par conséquent, l'effet de richesse sur les dépenses de consommation serait principalement concentré sur une période de court terme, alors qu'il serait plus modéré dans une perspective de long terme.

## 7.2.2 L'EFFET DE REVENU

Les ménages peuvent aussi accroître leurs dépenses de consommation suite à l'effet de revenu résultant d'une diminution du poids du service de la dette en cas de baisse des taux d'intérêt. Le degré d'endettement hypothécaire et les caractéristiques des contrats d'emprunt jouent un rôle crucial à cet égard.

---

149 ECB, 2004, *Financial Stability Review*, December 2004, p. 55.

Cet effet de revenu pourrait cependant être ambigu. Il dépend en dernier ressort de la situation financière nette du secteur des ménages, liée à la détention d'actifs générateurs d'intérêts et au paiement d'intérêts sur l'ensemble de la dette. Or, dans les pays européens, le secteur des ménages constitue un secteur créditeur net vis-à-vis des autres secteurs. Si les taux longs suivent le même mouvement à la baisse, les ménages seront affectés négativement par la diminution des revenus d'intérêt de leurs placements. L'effet de revenu pourrait même être négatif et freiner les dépenses de consommation. Cet impact pourrait être plus prononcé dans des pays, comme la Belgique, où les ménages détiennent une part importante de la dette publique.

### **7.2.3 LE CANAL DU CRÉDIT**

Les variations des prix des logements affectent ensuite l'activité économique par l'intermédiaire du canal du crédit, encore dénommé le canal du bilan. La corrélation positive entre le crédit et les prix immobiliers a été soulignée précédemment. La hausse des prix des logements accroît la valeur de la garantie des prêts, ce qui permet aux ménages d'emprunter des montants plus importants. Cet accès plus aisé au crédit stimule la demande, accentue la montée des prix sur le marché résidentiel ou vient apporter son soutien à la consommation. Le canal du crédit peut ainsi amplifier l'effet de richesse. La possibilité de prélever des liquidités sur la valeur du patrimoine immobilier pour les affecter à un surplus de consommation est déterminante de ce point de vue.

### **7.2.4 LE CANAL DE L'INVESTISSEMENT**

Le mouvement des prix des logements influence enfin l'investissement résidentiel, qui occupe une place majeure dans l'économie. Les perspectives de rentabilité affectent le secteur de la construction résidentielle. Par l'application de la théorie du coefficient  $Q$  de Tobin, évoquée au deuxième chapitre, l'accroissement des prix des logements existants renforce l'attrait des constructions neuves et des rénovations. En cas de hausse durable des prix, les prévisions optimistes de profit vont encourager les constructeurs à réaliser de nouveaux logements ou à améliorer le stock existant. Cet essor stimule l'emploi et la demande dans les secteurs liés à l'immobilier et, de façon plus générale, dynamise la croissance. Des contraintes d'ordre physique, réglementaire ou administratif peuvent toutefois venir ralentir l'offre de nouveaux logements.

### **7.2.5 LES CYCLES IMMOBILIER ET CONJONCTUREL**

Toujours à propos des liens entre marché résidentiel et activité économique, rappelons que le cycle immobilier actuel se distingue par son découplage avec le cycle conjoncturel. La possibilité que le mouvement des prix des logements redevienne à nouveau procyclique et amplifie le cycle économique ne doit cependant pas être exclue, en particulier dans l'analyse des risques potentiels.

Même si la tendance à la déconnection entre les cycles immobilier et économique est commune à l'ensemble des pays européens, les différences nationales sont cependant substantielles. Ces divergences peuvent s'expliquer par les traits structurels des marchés nationaux du crédit et du logement examinés au cours des chapitres précédents. Le taux de propriétaires, le développement du marché du crédit hypothécaire et le recours à l'extraction hypothécaire influencent ici encore l'ampleur du lien entre le marché du logement et l'économie<sup>150</sup>.

### 7.3 LES RISQUES D'UN RETOURNEMENT DU MARCHÉ DE L'IMMOBILIER

Un retournement de tendance du marché résidentiel pourrait avoir des implications considérables pour l'activité économique. Les liens entre les prix des logements, l'endettement des ménages, la consommation et la croissance sont en effet très étroits. L'arrêt de la dynamique actuelle serait en mesure d'entraîner un ralentissement de l'activité par l'affaiblissement de la demande, à la fois en matière de consommation et d'investissement. Cette évolution pourrait également donner lieu à une contraction de l'emploi.

L'alourdissement de la dette des ménages a de plus fait surgir la question de sa soutenabilité. Cette question est devenue un facteur de préoccupation : en s'endettant davantage, les ménages sont devenus plus vulnérables à une série de chocs adverses.

Compte tenu de l'importance des prêts au logement, un ajustement du marché ne serait pas non plus sans incidence sur le secteur bancaire et, de façon plus générale, sur la stabilité financière. La part croissante de cette activité au cours de ces dernières années peut de surcroît signaler une plus forte concentration des risques. Dans un environnement hautement concurrentiel, les banques ont adopté un comportement moins prudent dans l'octroi des prêts et ont ainsi accru leur exposition aux risques. Cette évolution se marque entre autres au niveau des quotités de financement accordées, de la maturité des contrats et des profils d'emprunteurs susceptibles d'être servis.

Les finances publiques pourraient également être affectées par ces développements<sup>151</sup>, en particulier suite à la réduction des recettes engendrée par le fléchissement de la consommation, de l'emploi et des investissements.

---

150 D'après les calculs effectués par la Commission européenne pour la période comprise entre 1976 et 2003, la corrélation entre le cycle immobilier et le cycle conjoncturel (ou le cycle de la consommation privée) est la plus forte en Espagne, en Finlande et aux Pays-Bas. Ce lien est par contre plus faible en Allemagne, en Belgique et en Italie. Il s'est aussi réduit de façon plus significative dans ces deux premiers pays depuis les années 1990, tandis qu'il s'est renforcé en France et surtout en Irlande. Cf. European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, 2005, "Focus: housing markets and the business cycle in the euro area", *Quarterly Report on the Euro Area*, Volume 4, No 2, p. 36.

151 Eschenbach, F. and L. Schuknecht, 2002, "The Fiscal Costs of Financial Instability Revisited", ECB Working Paper No 191, November 2002.

A des fins de clarté terminologique, les différents types de risques liés au financement hypothécaire d'un logement seront au préalable brièvement présentés. Ceux-ci seront davantage explicités par la suite : nous examinerons l'impact, pour la stabilité économique et financière, d'une série de chocs négatifs susceptibles d'entraîner ce retournement du marché immobilier. Les scénarios envisagés concernent une diminution des revenus disponibles des ménages, un relèvement des taux d'intérêt hypothécaires ou une correction des prix immobiliers. La probabilité de concrétisation de ces scénarios, ainsi que les facteurs de nature à les renforcer ou à les atténuer seront notamment abordés.

Deux aspects seront mis en évidence dans cet examen des risques : d'une part, la position financière des ménages et, d'autre part, l'exposition aux risques des banques découlant de leur activité de prêt. Le comportement de chacun de ces acteurs permet en effet d'apprécier la vulnérabilité de l'économie aux évolutions du marché résidentiel.

### 7.3.1 UNE TYPOLOGIE DES RISQUES

La majorité des acquisitions immobilières étant financées par un emprunt hypothécaire, plusieurs catégories de risques sont à identifier à cet égard<sup>152</sup>:

- le *risque de taux d'intérêt* dépend des fluctuations des taux monétaires. Lorsque les ménages sont principalement endettés à taux variable, une hausse des taux les expose davantage à ce risque. Il est par contre reporté sur les organismes de crédit si les taux fixes dominent. Leurs coûts de refinancement se trouvent dans ce cas accrus.

- le *risque d'investissement* ou de *collatéral* se réfère au risque de dépréciation de la valeur du logement. Le risque d'investissement concerne plus précisément la dévalorisation du patrimoine des ménages. Le risque de collatéral a trait à la dégradation du bilan des institutions financières, en raison du rôle de garantie joué par le logement.

- les prêteurs sont également sujets au *risque de crédit*, c'est-à-dire au risque que l'emprunteur n'honore pas le service de la dette hypothécaire.

- afin d'être complet, il convient enfin de mentionner le *risque de refinancement*. Déjà envisagé au troisième chapitre, ce risque se manifeste pour les prêteurs en cas d'une diminution des taux monétaires. Cette baisse est susceptible d'entraîner le refinancement ou la renégociation des contrats d'emprunt à taux fixe en cours, ce qui peut provoquer une perte de revenus pour les banques. En raison du niveau plancher des taux hypothécaires au cours de ces dernières années, ce risque concerne essentiellement les anciens prêts conclus à des taux plus élevés.

---

152 Cette typologie se fonde sur Scanlon, K. and C. Whitehead, 2004, *International trends in housing tenure and mortgage finance*, Council of Mortgage Lenders, p. 32.

Seules les trois premières catégories de risques seront envisagées dans le passage en revue des différents scénarios. Leurs éventuelles interactions en cas de correction du marché résidentiel seront entre autres soulignées.

### **7.3.2 LE SCÉNARIO D'UNE BAISSÉ DU REVENU DISPONIBLE DES MÉNAGES**

La fragilité financière des ménages est liée à l'évolution de leur revenu disponible. Suite à une évolution défavorable de ce revenu, il est possible qu'ils éprouvent des difficultés à faire face aux mensualités de paiement de leur prêt. Cette probabilité de défauts de paiement augmente si le revenu disponible des ménages diminue à un point tel que le remboursement de l'emprunt crée une charge financière excessive.

Comme la capacité de remboursement des ménages est affectée, le risque de crédit se matérialise simultanément du point de vue des prêteurs. La qualité des créances bancaires subit une détérioration.

Même si elle n'entraîne pas une multiplication de défaillances, la contraction des revenus pourrait donner lieu à une diminution des dépenses de consommation des ménages et constituer un frein à l'activité. Cet impact sur la consommation dépend en définitive de l'ampleur de l'effet de richesse négatif dû à la baisse du revenu disponible.

Le revenu disponible des ménages dépend étroitement des développements macroéconomiques et plus particulièrement du marché du travail. Une augmentation sensible du chômage, accompagnant un fléchissement de la croissance, influence négativement la situation financière des ménages, ce qui amplifie par conséquent le risque de défaut de paiement ou de chute de la consommation.

Tant que la croissance économique et les revenus continuent à progresser, la probabilité de réalisation de tels risques reste globalement faible. Les perspectives favorables quant au marché du travail éloignent également ce risque. L'hypothèse d'un ralentissement de la croissance ne doit toutefois pas être exclue, notamment dans le cas d'un resserrement monétaire significatif face aux pressions inflationnistes ou d'une correction désordonnée des déséquilibres économiques mondiaux.

L'incertitude des agents économiques quant à leur revenu futur est également à prendre en considération dans l'évaluation des risques. Par exemple, avec les nouveaux crédits hypothécaires à mensualités progressives, il est envisageable que les emprunteurs aient surévalué leur revenu futur. Ils pourraient donc rencontrer des difficultés de remboursement. Cette incertitude est par ailleurs renforcée par la moindre sécurité d'emploi actuelle et dans l'avenir.

### 7.3.3 LE SCÉNARIO DU RELÈVEMENT DES TAUX D'INTÉRÊT

La menace de l'inflation a amené la BCE à relever dès décembre 2005 son principal taux d'intérêt directeur, à l'instar de nombreuses autres banques centrales dans le monde. Ces tensions inflationnistes ont été alimentées par les signes de reprise économique, la flambée du cours du baril de pétrole, la forte expansion des prix immobiliers, ainsi que la distribution très rapide du crédit. Depuis la fin de l'année 2005, le principal taux directeur de la BCE a déjà été augmenté à six reprises. Maintenu à 2 % entre juin 2003 et décembre 2005, ce taux s'élevait à 3,50 % en décembre 2006. Nonobstant ce resserrement monétaire progressif, le niveau des taux reste plutôt modéré. De nombreux observateurs prévoient néanmoins que cette hausse des taux aura pour conséquence de tempérer la croissance des prix des logements.

Les développements qui suivent examinent l'impact de ce relèvement monétaire, tant pour les ménages que pour les banques de la zone euro. Les risques afférents à un durcissement monétaire seront aussi plus globalement évalués.

#### *a L'incidence d'un resserrement monétaire pour les ménages*

Après avoir exposé le mécanisme général d'influence de la hausse des taux sur le financement d'un logement, ainsi que les risques associés, l'accent sera mis sur l'évolution observée dans la zone euro au cours d'une large part de l'année 2006. Une attention spécifique sera enfin accordée au niveau d'endettement des ménages européens. Les paramètres permettant d'apprécier les risques effectifs seront plus particulièrement analysés.

#### *\* Mécanisme d'influence*

Une hausse des taux monétaires se reflète sur les taux des contrats de prêt existants et des nouveaux crédits. Les prêts conclus à taux variable peuvent être soumis à une révision de taux, en fonction des dispositions contractuelles. Cette révision engendre un alourdissement du service de la dette des ménages. En réponse à cette charge financière supplémentaire, ils peuvent être amenés à limiter leur consommation ou présenter des défauts de paiement. Les prêteurs sont par conséquent confrontés au risque de crédit.

En outre, une augmentation sensible des taux pourrait venir briser le fragile équilibre entre le service de la dette et le revenu disponible des ménages. Rappelons que le ratio du service de la dette au revenu disponible a pu demeurer assez stable malgré l'expansion des prix, grâce au faible niveau des taux d'intérêt hypothécaires.

Le relèvement des taux affecte aussi la capacité d'achat des acquéreurs potentiels, en rendant les conditions d'emprunt moins attractives. L'augmentation des taux hypothécaires peut dès lors entraîner un ralentissement de la demande de crédit, qui s'accompagne d'une diminution de la demande de logements et d'une modération du rythme de progression des prix.

\* *L'évolution dans la zone euro*

Suite au resserrement monétaire opéré par la BCE, les conditions de financement extrêmement favorables ont déjà commencé à s'inverser quelque peu au sein de la zone euro. Cette évolution se répercute sur les taux des nouveaux crédits, essentiellement avec une courte échéance de révision, mais aussi sur les crédits existants conclus à taux variable. D'après une étude empirique, l'ensemble du processus de transmission aux taux de détail s'étend sur une période de trois mois dans la zone euro<sup>153</sup>.

- *Les nouveaux prêts au logement*

Au cours du premier trimestre 2006, les taux d'intérêt hypothécaires appliqués aux nouveaux contrats ont augmenté dans l'ensemble de la zone euro. Par rapport au trimestre précédent, la hausse s'élève en moyenne de 10 à 25 points de base selon les pays<sup>154</sup>. Le degré de compétition entre établissements de crédit influence en fait l'ampleur de la transmission des taux monétaires aux taux de détail.

Cette hausse des taux des nouveaux contrats s'est poursuivie au deuxième et troisième trimestres pour les diverses échéances de taux. L'augmentation est la plus sensible pour les taux dont la date de révision est inférieure ou égale à un an. Ces taux s'élevaient à 4,42 % en octobre 2006, contre 3,31 % en septembre de l'année précédente, soit le plus bas niveau enregistré en 2005.

Le différentiel de taux entre les diverses catégories de prêts s'est en outre considérablement contracté, suite à l'évolution des taux longs. En octobre 2006, l'écart n'atteignait que 4 points de base entre les taux avec une période de révision inférieure ou égale à un an et les taux fixés pour une période d'au moins dix ans. Avec ce faible différentiel, ce dernier type de produit est devenu nettement plus attractif.

Bien qu'il soit devenu plus coûteux, le crédit reste encore très abordable dans une perspective historique. La progression des prêts au logement aux ménages, toujours à un haut niveau, ne s'est d'ailleurs que légèrement ralentie à partir d'avril 2006. Leur taux de croissance, sur une base annuelle, est passé de 12,2 % en mars et avril 2006 à 10,4 % en octobre 2006. Ce taux s'élevait en moyenne à 11,5 % en 2005. Il est toutefois possible que des anticipations de futures hausses des taux monétaires aient stimulé la demande de crédit. Un nouveau resserrement monétaire est en effet attendu par les analystes au début de l'année 2007. En outre, la tendance vers l'allongement de la durée des prêts permet d'atténuer l'accroissement des taux en allégeant le poids instantané du service de la dette.

---

153 de Bondt, G., 2005, "Interest rate pass-through : empirical results for the euro area", *German Economic Review*, Volume 6, Issue 1, February 2005, pp. 37-38.

154 ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, Box 5 "Profitability and leverage developments of listed non-financial corporations in the euro area", June 2006, p. 48.

- *L'encours de la dette hypothécaire*

Après avoir examiné les facteurs qui interviennent dans la répercussion de ce durcissement monétaire sur le stock de la dette, les risques effectifs, évalués par la BCE, seront exposés.

L'incidence de l'augmentation des taux sur le service de la dette des ménages possédant un crédit au logement dépend de plusieurs facteurs, à savoir la rapidité du processus de transmission, la répartition entre taux fixes et taux variables dans l'encours de la dette, l'échéance de cette dette, ainsi que la diffusion des innovations hypothécaires. Les anticipations des ménages sur l'évolution des taux lors de la conclusion de l'emprunt interviennent aussi dans l'appréciation de leur fragilité face aux variations de taux.

Concernant la ventilation des contrats selon leur échéance, environ la moitié de la dette en cours au sein de la zone euro est contractée à taux fixe ou à taux semi-fixe (c'est-à-dire avec une période de fixation initiale du taux supérieure à dix ans). Cette dette est donc davantage influencée par l'évolution des taux longs.

La date d'échéance de la révision du taux, prévue par les dispositions du contrat, est aussi déterminante. Tous les emprunts à taux variable n'impliquent pas une exposition au risque d'intérêt sur le court terme. Le contrat de prêt comprend une période de fixation initiale, pendant laquelle le taux est déterminé à l'avance et n'est pas soumis à révision. Selon la BCE, la part de l'encours de la dette réellement sujette à une modification de taux à court terme (soit un an) peut être estimée à environ 35 % du total de la dette<sup>155</sup>. Le risque de taux d'intérêt s'avère donc principalement supporté par les institutions de crédit.

Pour les contrats effectivement soumis à une variation de taux, le redressement des taux ne semble pas trop excessif pour la BCE. Il est prévu que le ratio du service de la dette au revenu disponible, évalué à environ 12 % sur la période 2000-2005, n'augmente que de façon modérée au cours de l'année 2006<sup>156</sup>. Même en cas de forte hausse des taux, ce ratio resterait inférieur au ratio prévalant au début des années 1990. Au-delà des données agrégées, l'impact de la hausse des taux est évidemment plus sensible dans les pays où les taux variables sont prédominants et où les quotités de financement sont élevées.

---

155 ECB, 2006, *Financial Stability Review*, December 2005, p. 66, note 22.

156 ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, Box 3 "Why have listed non-financial corporations in the euro area increased their cash holdings over the last three years?", September 2006, p. 46. L'incidence du resserrement monétaire sur le service de la dette des ménages européens n'a pas encore été exactement calculée par la BCE. La dernière évaluation, publiée dans ECB, 2006, *Financial Stability Review* de juin 2006, Statistical Annex, Chart S 36, S 13, remonte à la situation prévalant en décembre 2005 et n'intègre pas le relèvement des taux intervenu depuis lors.

En outre, l'incidence du relèvement des taux a pu sans doute être réduite sur le court terme grâce aux produits hypothécaires autorisant une flexibilité de remboursement ou la compensation de charges financières plus lourdes par un allongement de la durée du contrat.

\* *Evaluation générale des risques*

L'analyse sera consacrée aux différents paramètres susceptibles d'amplifier ou de modérer les risques. L'approche adoptée sera tout d'abord macroéconomique. Les développements du marché du crédit hypothécaire et la position financière des ménages européens seront envisagés. Cette approche sera ensuite complétée par une optique microéconomique, plus particulièrement par l'étude de la ventilation de la dette hypothécaire selon les catégories socio-économiques de ménages.

- *Les évolutions du marché hypothécaire*

Le niveau historiquement faible atteint par les taux d'intérêt hypothécaires peut constituer un facteur de renforcement des risques. Certains emprunteurs ont pu être incités à contracter des prêts d'un montant plus élevé et sur une plus longue période. Les avantages des contrats à taux variable ont pu être surestimés : il ne peut être exclu que les emprunteurs se soient focalisés sur les paiements initiaux du crédit, sans suffisamment évaluer les conséquences d'un relèvement des taux sur leurs charges de remboursement.

L'innovation bancaire vient en outre complexifier l'appréciation des risques. Avec l'apparition de nouveaux produits, plus sophistiqués, certains ménages n'ont peut-être pas entièrement réalisé le coût de l'emprunt sur toute la durée du prêt. L'apparition de contrats à très long terme ou autorisant une flexibilité de paiement peut impliquer que l'emprunteur soit encore contraint à rembourser son prêt à l'âge de la retraite. Or, il connaît à ce moment une baisse de son revenu disponible. De surcroît, avec les crédits comportant une clause "intérêts seulement", on peut supposer que certains ménages connaissent, au moment du remboursement du capital, une charge supplémentaire à laquelle ils n'étaient pas assez préparés. La capacité de remboursement sur le long terme est en effet difficilement mesurable lors de la conclusion de l'emprunt.

En raison de ces évolutions, la question de la soutenabilité de la dette est seulement déplacée sur un horizon plus lointain.

- *La position financière des ménages*

L'examen de la situation financière des ménages, tant du point de vue de leur patrimoine que du respect du service de la dette, permet cependant d'atténuer l'impact du resserrement monétaire.

L'endettement des ménages repose en fait sur un patrimoine relativement élevé, entre autres grâce à la hausse de la richesse immobilière. L'augmentation de la dette des ménages a en fait été inférieure à celle de leur patrimoine. Leur position financière nette, obtenue par la différence entre les actifs détenus et les engagements contractés, reste aussi positive. Ces actifs financiers sont de plus suffisamment liquides. Le ratio de la dette à ces actifs a en outre connu une augmentation plutôt limitée. Au niveau agrégé, les ménages restent par conséquent en mesure de rembourser les dettes contractées.

Par ailleurs, comme on l'a déjà noté, le secteur des ménages est un secteur créancier net vis-à-vis des autres secteurs. Il pourrait ainsi bénéficier de la hausse des taux grâce à une rémunération accrue des placements. Rappelons par ailleurs le niveau assez modéré de la dette des ménages de la zone euro dans le contexte international.

La fragilité financière des emprunteurs peut aussi se mesurer par l'évolution du nombre de créances irrécouvrables sur les prêts hypothécaires, quoique de façon imparfaite vu que cette méthode se réfère aux développements passés. La comparaison à l'échelle européenne est en outre délicate : les pratiques bancaires et les réglementations nationales diffèrent quant au délai à partir duquel une banque considère qu'un prêt en défaut de paiement constitue une créance irrécouvrable et l'enregistre comme perte. La définition de prêt en défaut de paiement est par contre plus homogène et correspond à un retard de paiement du crédit de minimum trois mois<sup>157</sup>.

D'après les données disponibles, la proportion de créances irrécouvrables sur les crédits hypothécaires est la plus faible parmi les différentes catégories de crédits. Elle présente également une certaine stabilité depuis 2004. Avec la forte progression des prix immobiliers et, par conséquent, la valorisation du collatéral, les banques ont sans doute eu tendance à maintenir les prêts en défaut de paiement dans leur bilan. Un relèvement marqué des taux d'intérêt ou un ajustement sensible des prix des logements pourraient inverser la tendance. On peut toutefois constater un taux de défaillance sur les crédits hypothécaires traditionnellement peu élevé. Compte tenu du rôle et de l'importance de l'habitation dans le patrimoine d'un ménage, l'emprunteur veille en général à honorer le service de la dette.

---

157

ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, Box 6 "Nature of and developments in write-offs/write-downs of household loans in the euro area" June 2006, pp. 50-52.

- *Analyse microéconomique*

Une appréciation plus fine des risques peut être obtenue grâce à l'analyse de données microéconomiques. Les situations financières *individuelles* des ménages endettés sont en effet assez hétérogènes. Or, les indicateurs globaux ne permettent pas de refléter les caractéristiques des différents segments de la population. La distribution de la dette en fonction des catégories de ménages rend toutefois possible la détermination d'éventuels éléments de vulnérabilité au sein de ce secteur.

Les données relatives à la répartition de la dette des ménages de la zone euro se fondent sur l'*European Community Household Panel*. Cette enquête socio-économique des ménages couvre la période comprise entre 1994 et 2001. L'étude de ces données<sup>158</sup> montre que l'essentiel de la charge de la dette hypothécaire est supportée par les ménages disposant des revenus les plus élevés et les plus stables. Une telle distribution se retrouve dans chaque pays de la zone euro. Ces ménages détiennent de surcroît la plus grande part des actifs financiers. Les emprunteurs devraient donc disposer d'une marge financière suffisante pour faire face à un éventuel choc de taux ou de revenu. La comparaison avec la dette afférente aux crédits à la consommation montre que celle-ci est par contre plus largement répartie selon les différentes catégories de ménages.

Bien que les résultats de l'analyse ne puissent être simplement transposés pour la période ultérieure à l'année 2001, plusieurs éléments laissent à penser que la solidité financière des ménages ne s'est pas dégradée depuis lors. Cette stabilité est confirmée par les résultats d'études individuelles de pays, le maintien du ratio du service de la dette au revenu disponible et l'amélioration de la position financière des ménages dans les pays où la dette a connu l'expansion la plus rapide.

Le risque de taux n'est toutefois pas partagé uniformément : si le relèvement des taux n'a pas affaibli la position financière de la majorité des ménages, il a néanmoins pu accroître la fragilité financière de certaines catégories d'entre eux. Les ménages les plus fortement endettés et se situant dans les tranches inférieures de revenus sont en particulier concernés. Leur taux d'épargne et leurs réserves financières sont de surcroît plus faibles. Les nouveaux emprunteurs sont également plus vulnérables. Une large part d'entre eux s'est endettée à taux variable, parfois pour des montants et des quotités de financement très élevés. De plus, le capital de l'emprunt déjà amorti est faible. Les sources d'inquiétude sont ainsi concentrées sur certains segments de la population.

---

158 Cf. ECB, 2005, "Assessing the Financial Vulnerability of Mortgage-indebted Euro Area Households using Micro-Level Data", in *Financial Stability Review*, December 2005, pp. 150-158.

### *b L'impact de la hausse des taux pour les banques*

Le principe du risque de taux d'intérêt du point de vue des institutions bancaires sera préalablement explicité. Une évaluation de ce risque dans le contexte de la zone euro sera ensuite développée.

L'augmentation des taux monétaires accroît les coûts de refinancement des banques, principalement en cas de large diffusion de contrats à taux fixe. Ce risque se manifeste de façon plus marquée lorsque le mode de financement des prêts repose essentiellement sur les dépôts des particuliers.

Ces dépôts constituant des ressources assez stables, les banques mobilisent les fonds disponibles pour financer des actifs de plus longue durée, dont les créances hypothécaires. Or, ces dépôts n'ont pas d'échéance déterminée. Dans un scénario d'augmentation sensible des taux du marché, les banques pourraient se retrouver dans une situation délicate. Les déposants seraient tentés de retirer leurs avoirs au profit de placements plus rentables. Afin de concurrencer ces instruments et de conserver ces fonds, les banques seraient dès lors conduites à relever les taux des dépôts. Parallèlement à la rémunération peu élevée des créances hypothécaires, cette hausse exercerait une certaine pression sur leurs profits. Dans la mesure où les taux hypothécaires ont été fixés pour toute la durée de l'emprunt, les coûts supplémentaires ne pourraient pas être compensés et réduiraient par conséquent la marge bénéficiaire des banques.

Il convient toutefois de noter que cette question de l'équilibre du bilan en termes de durée est gérée de façon plus globale par la politique d'*Assets and Liabilities Management* propre à chaque banque. Il n'y a pas donc d'attribution unique de moyens prédéterminés au portefeuille des crédits hypothécaires.

Les banques européennes semblent davantage exposées au risque de taux que les ménages, en raison de la faible marge pratiquée sur les prêts hypothécaires et, par conséquent, de la faible rémunération de ces créances. Dès lors, une hausse prononcée des taux impliquerait un coût de refinancement assez élevé. Le volume des prêts accordés à un taux peu élevé a de plus connu une forte croissance, ce qui a permis de contrebalancer la contraction des marges bénéficiaires.

Les intermédiaires financiers ont cependant veillé à une gestion efficace de leur portefeuille de prêts et ont diversifié les risques en recourant au marché secondaire. L'émission d'obligations hypothécaires assure d'une part une meilleure concordance au niveau de la durée des actifs et des passifs. D'autre part, grâce à la titrisation des créances, le risque de taux est reporté sur d'autres acteurs des marchés financiers, les agents détenteurs des titres de la dette. La titrisation transfère également le risque de crédit sur ces investisseurs.

L'émergence de ces techniques permettant le transfert des risques traduit néanmoins une attitude moins prudente des prêteurs. De tels développements ne sont donc pas dénués de menaces pour la stabilité financière. Ils peuvent entraîner un effet de débordement et accroître la volatilité sur les autres marchés financiers. Ce sont les ménages qui pourraient *in fine* supporter les risques, entre autres par l'intermédiaire des fonds de pension<sup>159</sup>. Rappelons que le recours au marché secondaire est cependant moins développé dans l'UE par rapport aux Etats-Unis.

Par ailleurs, comme on l'a déjà souligné, l'augmentation des taux est susceptible de réduire la demande des ménages de nouveaux crédits. Cette évolution restreint la rentabilité de l'activité de crédit hypothécaire pour les prêteurs. A l'heure actuelle, on l'a noté, cette activité reste néanmoins très dynamique, bien que la croissance des nouveaux prêts au logement connaisse une légère diminution.

### 7.3.4 L'HYPOTHÈSE D'UNE DIMINUTION DES PRIX DES LOGEMENTS

Même si la dynamique des prix des logements semble justifiée par les fondamentaux, on ne peut écarter la possibilité d'un optimisme exagéré de la part des agents économiques quant à la progression future des prix. En particulier, l'impact du renforcement cumulatif entre le crédit hypothécaire et les prix immobiliers peut donner lieu à cet excès d'optimisme et à des développements spéculatifs. Une bulle immobilière est dès lors susceptible de se former. Le renversement soudain de ces attentes provoque par conséquent un mécanisme d'ajustement.

L'absence de bulle spéculative n'éloigne pas automatiquement le risque d'un retournement du marché résidentiel, bien qu'il serait probablement de moindre ampleur. Une stabilisation ou une modération des prix peut survenir suite à l'essoufflement d'un ou plusieurs facteurs fondamentaux qui ont soutenu la demande, d'une dégradation prononcée de la capacité financière des ménages, notamment des primo-accédants, ou encore d'une offre devenue excédentaire.

La distinction entre la position des ménages et celle des organismes de crédit sera à nouveau établie dans l'analyse de ce scénario. La probabilité de sa concrétisation sera ensuite examinée.

---

159 Committee on the Global Financial System, *op. cit.*, p. 31. Ces fonds de pension pourraient par exemple avoir investi dans des titres hypothécaires.

*a Les risques pour les ménages*

Concernant les ménages, la chute des prix des logements entraîne une dévalorisation de leur patrimoine. Cette réduction de valeur pourrait prélude à un affaiblissement général de l'économie, l'effet de richesse négatif entraînant une baisse de la consommation. Les conséquences adverses pour l'activité économique seraient encore amplifiées si cette évolution s'accompagne d'une augmentation du chômage et d'une contraction du revenu disponible. Les investissements seraient également affectés par ces développements.

Les retombées de la baisse des prix des logements sur les dépenses de consommation pourraient être significatives. Selon une étude consacrée au marché néerlandais<sup>160</sup>, l'effet de richesse induit par les fluctuations des prix des logements serait asymétrique. L'effet de richesse négatif serait plus prononcé que l'effet de richesse positif, avec un impact deux fois plus important sur la consommation d'une dévalorisation du patrimoine immobilier par rapport à sa valorisation.

En augmentant la sensibilité de l'économie aux fluctuations des prix des logements, le développement plus ou moins important de l'extraction hypothécaire selon les pays joue aussi un rôle sur le plan macroéconomique. Le lien entre le prélèvement hypothécaire et les dépenses de consommation (consacrées à l'amélioration du logement ou non) est en effet symétrique. La stagnation ou le repli des prix des logements réduisent le recours à l'extraction de capitaux, avec un impact potentiellement négatif sur la consommation et la croissance. La volatilité des dépenses de consommation est accentuée.

---

160

Berben, R., Kerstin B. and M. Mastrogiacomo, 2006, "Households' Response to Wealth Changes: Do Gains or Losses make a Difference?", DNB Working Paper No 90, February 2006.

Pour citer l'expérience des Pays-Bas, la contraction du volume des liquidités extraites du patrimoine résidentiel est considérée comme l'une des causes de la baisse de la consommation des ménages lors du ralentissement économique dès 2001. Cette évolution aurait constitué un frein à la croissance économique. Selon les calculs réalisés par la *Nederlandsche Bank*, l'extraction hypothécaire aurait apporté une contribution négative à la croissance de 0,5 % du PIB en 2001 et 2002, ainsi que de 0,3 % du PIB en 2003 ; alors qu'un effet positif sur le PIB de 0,5 % pouvait être noté en 1998. Ce pourcentage était de l'ordre de 1 % en 1999 et 2000<sup>161</sup>.

Par ailleurs, une modification des attentes des acteurs économiques quant à l'évolution du marché du logement ou du travail suffit à entraîner un ralentissement dans le prélèvement de liquidités du patrimoine immobilier, avec ses répercussions potentiellement négatives sur l'activité. Rappelons cependant que le phénomène d'extraction hypothécaire est peu développé dans la zone euro, surtout par rapport aux Etats-Unis. La croissance a ainsi été moins soutenue par le boom immobilier.

#### *b Les risques pour les banques*

Le secteur bancaire est aussi exposé au risque d'une baisse des prix des logements, par le biais du risque de collatéral. Suite à cette diminution des prix, on peut envisager que la valeur du bien immobilier ne permette plus de couvrir l'emprunt. Les établissements de crédit subissent dès lors une dégradation de la qualité de leur bilan, vu le rôle de collatéral joué par l'immobilier.

---

161 Cf. van Els, P. J., W. van den End and M. van Rooij, 2005, "Financial behaviour of Dutch-households: analysis of the DNB Household Survey 2003", BIS Paper No 22, April 2005, p. 27. Notons que la majorité des liquidités extraites (soit 70 %) ont été affectées à l'amélioration du logement.

A l'heure actuelle, la crainte de matérialisation d'un tel risque s'exprime principalement aux Etats-Unis. L'extraction hypothécaire s'y est largement développée : les ménages américains ont financé leurs dépenses de consommation (en grande partie pour l'amélioration du logement) grâce à la valorisation de leur patrimoine immobilier. La hausse de la consommation a même été supérieure à celle du revenu disponible. Ce dynamisme du marché résidentiel a joué un rôle de moteur pour l'économie américaine. Plusieurs analystes redoutent dès lors l'impact récessif du refroidissement de l'activité immobilière. Celui-ci se marque par le recul du nombre de transactions et des prix des logements, ainsi que par la hausse du stock de logements invendus. Un éventuel ralentissement de l'économie américaine se répercuterait sur les autres économies. L'évaluation de l'ampleur de cette correction sur l'économie suscite néanmoins le débat entre économistes, certains pointant les signes de solidité de l'économie américaine.

L'atterrissage de l'économie et l'ajustement du marché résidentiel semblent jusqu'à présent s'opérer en douceur. Le ralentissement de la croissance est moins prononcé qu'initialement prévu. La consommation des ménages et l'indice de confiance des consommateurs restent de plus élevés, le repli des prix pétroliers et la hausse de l'emploi venant compenser le refroidissement du marché immobilier. Certaines statistiques récentes des marchés résidentiel et hypothécaire sont aussi plus favorables par rapport aux attentes. Les ménages disposent en outre de réserves financières importantes permettant d'amortir une baisse de la valeur des logements.

Pour une discussion de l'hypothèse d'une propagation du retournement du marché résidentiel américain en Europe, cf. Le Bayon, S., H. Péléraux, C. Riffart et X. Timbeau, 2006, "Immobilier : fissures et craquements", *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences Po, Octobre 2006, No 99, pp. 186-188.

Dans ce scénario de correction de prix, les institutions de crédit seraient confrontées à de sérieux défis. Sans nécessairement provoquer une hausse significative des défauts de paiement, cet ajustement fragiliserait certainement leur position. Outre la dégradation de leurs bilans, le fléchissement de la progression des crédits hypothécaires résultant du rééquilibrage des prix limiterait leurs sources de bénéfices. Or, on l'a déjà souligné, cette activité est devenue essentielle à la rentabilité du secteur au cours de ces dernières années.

A supposer désormais que les défaillances des ménages se multiplient, les banques pourraient être soumises à une forte tension. Elles saisiraient le bien apporté en garantie et le vendraient aux conditions du marché, ce qui accentuerait le phénomène de diminution des prix. En fonction de l'ampleur de la chute des prix des logements, les banques pourraient encourir des pertes sur ces ventes. Ce risque est d'autant plus prononcé dans les pays où les ménages sont fortement endettés et où les ratios des prêts à la valeur des biens hypothéqués sont élevés. En s'efforçant de redresser leur bilan, les établissements financiers seraient davantage réticents à s'exposer aux risques. Comme la baisse des prix renforce les risques associés à l'offre de crédit, ces institutions adopteraient un comportement plus restrictif et limiteraient la distribution de nouveaux prêts. Cette dégradation des conditions de crédit freinerait l'investissement privé et plomberait encore un peu plus l'activité économique.

La situation est toutefois à nuancer à propos d'une éventuelle dégradation du bilan des prêteurs. Malgré des différences nationales substantielles et l'assouplissement des conditions de crédit, le niveau des quotités de financement octroyées devrait permettre aux institutions de crédit de gérer ce type de risque<sup>162</sup>. En outre, le ratio du montant emprunté au prix d'acquisition du bien diminue au fur et à mesure de l'amortissement de l'emprunt, tandis que la valeur du logement apporté en garantie augmente lors de la phase de croissance des prix. La baisse des prix des logements devrait donc être relativement large pour produire un effet déstabilisateur significatif. Il dépendra du rapport entre le montant de l'encours des prêts au logement et la valeur des actifs immobiliers au moment où survient la correction, ainsi que de la capacité de remboursement des ménages.

Plus généralement, malgré une augmentation du risque de crédit, la BCE estime l'ensemble du secteur bancaire européen en mesure de résister aux chocs, grâce à l'amélioration globale de sa profitabilité et à la solidité de son niveau de solvabilité au cours de ces dernières années<sup>163</sup>. Cette augmentation du risque de crédit est due à la forte croissance des prêts et de l'endettement des ménages, au relâchement des conditions d'octroi des prêts, ainsi qu'à une diminution des provisions pour pertes sur les prêts. La BCE estime qu'un choc économique substantiel serait néanmoins nécessaire pour entraîner une détérioration générale de la qualité du crédit aux ménages et mettre les banques en difficulté.

---

162 ECB, 2006, *Financial Stability Review*, June 2006, p. 15. Le ratio des prêts à la valeur des logements oscille entre 70 et 90 % dans la plupart des Etats membres, cf. ECB, 2006, *EU banking sector stability*, November 2006, p. 24.

163 ECB, 2006, *EU banking sector stability*, November 2006, pp. 45-46.

### *c La probabilité d'une chute des prix des logements*

Selon une analyse comparative du FMI<sup>164</sup> des précédentes phases de “booms” et de récessions sur les marchés des actions et du logement, l’examen du passé révèle que 40 % des “booms” des prix immobiliers ont été suivis d’une période de récession.

Par ailleurs, d’après les résultats de cette étude, ces périodes de chute des prix immobiliers s’avèrent plus coûteuses pour l’économie. Elles pèsent davantage sur la consommation, l’investissement, le secteur bancaire et l’activité en général, par comparaison à une chute des prix des actions. Un phénomène de contagion se propage de surcroît aux autres catégories d’actifs : ceux-ci subissent une baisse de prix encore plus prononcée que les actifs immobiliers. Depuis la fin de la seconde guerre mondiale, les crises bancaires ont toujours été associées à des périodes d’effondrement des prix des logements. Le fait que les actifs immobiliers soient plus répandus et largement employés comme collatéral explique les dommages économiques plus importants causés par le repli des prix. Le financement par l’endettement de l’acquisition immobilière est aussi plus fréquent par rapport à un investissement financier.

La singularité de la dynamique actuelle, examinée au premier chapitre, appelle cependant à la prudence dans la comparaison historique des différents cycles immobiliers.

Actuellement, la probabilité d’une diminution sévère des prix des logements reste plutôt faible au niveau de l’ensemble de la zone euro, même si des risques de surévaluation de prix sont plus prononcés dans certains pays, spécialement en Espagne et en Irlande. Une surveillance très étroite de ces marchés est donc primordiale.

Les risques d’un atterrissage brutal sont aussi à tempérer par les spécificités du marché du logement. Une éventuelle surévaluation n’entraîne pas nécessairement une chute des prix résidentiels. La pression à la baisse sur ce marché se traduit davantage par une contraction du volume de transactions et par un tassement durable des prix, que par un effondrement brutal de la valeur des biens immobiliers. Plusieurs facteurs explicatifs peuvent être avancés. Le marché du logement se caractérise tout d’abord par une moindre liquidité. De plus, les propriétaires préfèrent généralement se retirer du marché, dans l’attente de conditions plus favorables, plutôt que d’encourir une perte en capital importante. Cette tendance est renforcée lorsque la rémunération des placements financiers concurrents est peu attractive. Compte tenu de cette rigidité des prix nominaux à la baisse, le contexte faiblement inflationniste actuel pourrait prolonger la phase d’ajustement, avec ses effets potentiellement dommageables pour l’économie. Enfin, le fléchissement de l’offre de crédit dû à la baisse des prix conforte cette inertie du marché résidentiel.

---

164 Helbling, T. and M. Terrones, *op. cit.*

Les menaces d'un effondrement des prix sont par contre accrues si de nombreux biens immobiliers ont été acquis en tant qu'instruments d'investissement à court terme, dans le seul objectif de leur revente avec un profit substantiel. En cas d'inversion de tendance, les spéculateurs seront en effet amenés à se retirer du marché et à vendre ces biens. L'orientation des prix à la baisse serait accentuée en cas de vente massive. Les données relatives à de tels comportements spéculatifs ne sont malheureusement pas disponibles.

Le faible niveau des taux d'intérêt a joué un rôle capital dans le cycle immobilier actuel et justifie pour une large part l'alignement des prix sur les fondamentaux. L'OCDE a par conséquent évalué la probabilité qu'une hausse des taux entraîne un ajustement des prix des logements au cours des quatre trimestres à venir pour dix-sept pays. Tant les scénarios d'un maintien des prix réels au niveau actuel que celui d'une expansion similaire à celle des douze derniers mois sont envisagés. Selon l'analyse économétrique, les risques les plus élevés au second trimestre 2006 apparaissent au Danemark et en France<sup>165</sup>.

Actuellement, malgré le relèvement des taux, les marchés du logement semblent heureusement s'orienter vers un atterrissage en douceur, avec un tassement dans le rythme de progression des prix des logements, plutôt que vers un phénomène de baisse brutale. Le Royaume-Uni montre l'exemple d'un atterrissage en douceur réussi. Le taux de croissance des prix y a ralenti, sans doute en réponse à la série de hausses de taux d'intérêt décrétées par la Banque d'Angleterre dès la fin 2003. Le crash immobilier tant redouté ne s'est pas produit.

### 7.3.5 UNE VIGILANCE CONSTANTE

Si les risques envisagés ont pu être nuancés par un ensemble de facteurs ou d'indicateurs, tant du point de vue des ménages que des institutions financières, la prudence doit cependant rester de mise pour plusieurs motifs.

---

165 Une première estimation au dernier trimestre 2005 est effectuée par van den Noord, P., 2006, *op. cit.*, pp. 7-13. La situation a été réévaluée au second trimestre 2006 dans OCDE, 2006, *Perspectives économiques de l'OCDE*, Version préliminaire, No 80, Novembre 2006, pp. 54-59. La Belgique n'est pas incluse dans ces analyses. Selon le modèle de régression de panel, si les prix réels des logements se maintiennent au niveau actuel, le risque d'un retournement est de 25 % au Danemark en cas de relèvement des taux de 100 points de base. L'Irlande et la Suède sont exposées au même risque si la hausse est de 200 points de base. Par contre, si les prix réels des logements continuent de croître au même rythme qu'au cours des douze derniers mois, une remontée des taux de 100 points de base porterait à 75 % la probabilité d'un retournement du marché résidentiel au Danemark. Cette probabilité est de 25 % en France, en Irlande et en Suède. L'augmentation devrait atteindre 200 points de base pour que la probabilité s'élève à 50 % en Irlande et en Suède. Des estimations pour chaque pays individuel viennent compléter les résultats afin de tenir compte de spécificités nationales. Les risques les plus prononcés sont localisés au Danemark et en France, ainsi que, dans une moindre mesure, en Espagne et en Suède. La concentration des risques sur les marchés danois et français, signalée ci-dessus, résulte de la prise en compte de ces deux modes d'estimation.

La dette des ménages connaît tout d'abord une expansion continue. En 2005 et au premier semestre 2006, le taux de croissance des crédits au logement a été supérieur à 11 % sur une base annuelle dans l'ensemble de la zone euro<sup>166</sup>. La vulnérabilité des ménages se trouve accrue par ce développement. Le manque d'expérience avec les innovations hypothécaires laisse aussi une certaine incertitude quant aux possibles développements futurs. L'analyse des risques est par ailleurs complexifiée par l'absence d'information sur les investissements immobiliers effectués dans l'espoir de plus-values sur le court terme, c'est-à-dire les investissements les plus sensibles aux fluctuations de prix. L'ampleur et la durée du cycle actuel de hausse des prix immobiliers constituent également des facteurs de multiplication des risques. De plus, bien qu'il se soit ralenti, le rythme de croissance des prix demeure soutenu. L'expérience du passé révèle en outre que des épisodes de fortes progressions du crédit et des prix des logements ont souvent précédé des périodes d'instabilité financière<sup>167</sup>.

Les interactions entre les catégories de risques sont aussi à prendre en considération. La conjugaison de ces chocs négatifs, en se renforçant mutuellement, accentue leur impact négatif sur l'économie et la stabilité financière. Par exemple, une hausse des taux d'intérêt associée à un choc négatif de revenu ou à un effondrement des prix des actifs fragilise davantage la position des ménages endettés. Les difficultés à faire face aux échéances de l'emprunt pourraient dès lors être accentuées et le nombre de défaillances sensiblement plus élevé.

L'exposition aux risques est certes loin d'être homogène selon les pays. Les interdépendances entre les économies européennes jouent néanmoins un rôle non négligeable. Un éventuel ajustement d'un marché national pourrait produire des effets de débordement dans d'autres pays. Les économies les plus vulnérables à un éventuel retournement du marché se caractérisent par une large proportion de contrats à taux variable, un niveau d'endettement élevé, une expansion très vive des prix et la présence d'un effet de richesse significatif. La vigilance et un suivi attentif demeurent par conséquent essentiels, afin d'identifier les signes de risques excessifs dans l'évolution des marchés résidentiels les plus soumis aux tensions.

## 7.4 LES RISQUES POUR L'ÉCONOMIE BELGE

Cette section analyse les risques auxquels l'économie belge est spécifiquement exposée. Tant la position des ménages que celle des banques belges sont évaluées. Après avoir envisagé l'incidence de la récente augmentation des taux monétaires, les risques associés à un resserrement monétaire seront plus globalement étudiés. L'hypothèse d'une correction des prix des logements sera enfin soulevée.

---

166 ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, November 2006, Statistical Annex, S 15.

167 ECB, 2005, *Financial Stability Review*, June 2005, p. 127. Ces facteurs ne sont pas en tant que tels des causes d'instabilité, mais ils accentuent la vulnérabilité des banques aux risques. Ils constituent ainsi des indicateurs utiles d'estimation des risques, même si la spécificité du contexte actuel reste à prendre en compte.

#### 7.4.1 L'IMPACT DE LA RÉCENTE HAUSSE DES TAUX

Comme dans l'ensemble de la zone euro, la plupart des banques belges ont relevé leur taux en matière de crédit hypothécaire de plusieurs points de base. Des différences apparaissent selon la durée du contrat de prêt et la période de révision des taux. Si l'augmentation est faible pour les taux fixes, liés à l'évolution des taux longs, elle est nettement plus prononcée pour les taux révisables annuellement. Concernant ce dernier type de contrat, le taux appliqué aux nouveaux prêts s'élevait à 4,29 % en octobre 2006, contre seulement 2,97 % en septembre 2005, soit le niveau le plus faible observé en 2005. A titre de comparaison, au niveau des taux fixes, le pourcentage était de 4,40 % en octobre 2006 et de 3,90 % en septembre 2005. Le différentiel de taux entre ces deux catégories de contrat s'est ainsi considérablement réduit.

L'influence de cette remontée des taux sur la demande de prêt des ménages semble modérée. Le nombre et le montant des crédits hypothécaires réalisés lors des trois premiers semestres 2006 demeurent à un niveau élevé, bien que le nombre de prêts hypothécaires réalisés ait connu une légère diminution à partir du second trimestre<sup>168</sup>. Comme le chapitre trois l'a mis en évidence, les emprunteurs se sont essentiellement endettés à taux fixes au cours des trois premiers trimestres 2006.

Il est difficile de mesurer l'impact direct de cette hausse sur le service de la dette des ménages individuels déjà endettés. On peut néanmoins en estimer les retombées à un niveau agrégé, en examinant le taux d'intérêt moyen sur l'encours des crédits hypothécaires accordés aux ménages. Pour les crédits révisables annuellement, le taux le plus faible était observé en novembre 2005 et s'élevait à 3,60 %. Il a depuis lors augmenté pour atteindre 4,20 % en octobre 2006. Les variations de taux sont par contre peu significatives pour les autres maturités de contrat. Ces données relatives au stock total de la dette, qui englobent anciens et nouveaux contrats, peuvent évidemment masquer des situations particulières différenciées.

L'incidence du relèvement des taux peut aussi être approximée par l'évolution des indices de référence, qui servent de base à la révision des taux variables. Si l'on considère par exemple l'indice basé sur le taux des certificats de trésorerie à 12 mois, cet indice s'élevait à 3,572 % en octobre 2006, contre à peine 2,162 % en octobre 2005. Reprécisons que, conformément à la loi sur le crédit hypothécaire, l'augmentation du taux applicable au crédit est limitée à 1 % la première année du prêt pour un contrat dont la période de révision ne dépasse pas trois ans.

168

BNB, 2007, *Bulletin statistique*, 2006-IV, Janvier 2007, p. 185. Par ailleurs, selon les données communiquées par les quatre grandes banques dominant le marché, si le nombre de prêts qu'elles ont vendus sur l'ensemble de l'année 2006 a diminué, leur montant moyen est cependant en augmentation. Le nombre de refinancement a aussi été moins important. Cf. Liesse, D., 2007, "Le Belge a majoritairement opté pour le crédit taux fixe en 2006", *L'Echo*, 9 janvier 2007.

## 7.4.2 L'ÉVALUATION DES RISQUES D'UN RESSERREMENT MONÉTAIRE

Après avoir examiné la probabilité de risque de défaut des ménages sur le plan macroéconomique, l'impact d'une hausse des taux pour le secteur bancaire belge sera étudié.

### *a La position des ménages*

Le risque de défaillance des ménages semble dans l'ensemble relativement faible. L'explication tient tout d'abord à la répartition des contrats. A l'exception de l'année 2004, où les taux variables ont connu un large succès, les prêts à taux fixe ou semi-fixe ont toujours constitué la majorité des contrats. En moyenne, sur la période 1997-2005, ils ont représenté plus de 67 % des nouveaux emprunts. La prise en compte des trois premiers trimestres de 2006 porte cette part à plus de 69 %. Les prêts à taux fixe ou semi-fixe correspondent ainsi à une large proportion de l'encours de la dette hypothécaire. Concernant les contrats à taux variable, la date à laquelle une révision est prévue contractuellement est primordiale. Selon l'estimation de la BNB, la part des crédits hypothécaires sujets à une révision de taux endéans les cinq ans représente une proportion très réduite du stock de la dette hypothécaire. Cette part serait en effet inférieure à 5 % de l'encours de la dette<sup>169</sup>.

De plus, les caractéristiques légales des contrats, envisagées au troisième chapitre, permettent de limiter considérablement la vulnérabilité des ménages à la variation de taux. Les crédits hypothécaires assortis d'un taux variable sont "capés". L'augmentation des taux est plafonnée par la législation, dans une limite dépendant du type de prêt choisi. La fréquence de révision des taux est également réglementée. Enfin, on vient de le rappeler, les fluctuations de taux sont limitées pour les contrats comportant une période de révision n'excédant pas trois ans. Le relèvement des taux devrait en fait être sensible pour provoquer une dégradation de la situation financière de l'ensemble des ménages.

Malgré ces "garde-fous", une forte remontée des taux pourrait avoir un impact considérable sur le budget de certains ménages. La BNB a calculé qu'une hausse du taux initial de 3 %, à raison de 1 % par an, entraînerait une augmentation d'environ 25 % du service nominal de la dette d'un ménage endetté à taux variable avec une période de révision annuelle<sup>170</sup>. La durée du remboursement du prêt serait prolongée dans l'hypothèse où un "prêt accordéon" a été contracté. Un relèvement des taux de cette ampleur semble néanmoins peu probable à l'heure actuelle.

---

169 BNB, 2006, *Financial Stability Review 2006*, op. cit., p. 40.

170 BNB, 2005, *Financial Stability Review 2005*, op. cit., p. 38.

En outre, la position financière des ménages belges au niveau agrégé apparaît assez solide. Le ratio de la dette au PIB et le rythme de croissance de la dette restent relativement modérés dans le tableau européen. La situation financière nette des ménages est aussi largement positive. Elle a même continué d'augmenter en 2005 pour dépasser le niveau record de 1999, notamment grâce à la valorisation des logements, et atteint près de 770 % du revenu disponible des particuliers.

Le nombre de contrats défaillants enregistrés dans la Centrale des crédits au particulier peut finalement servir d'indicateur "rétrospectif" quant à la capacité des ménages à faire face à leurs charges de remboursement. Malgré la croissance des crédits hypothécaires, le nombre de contrats en souffrance en 2005 est en diminution de 4,2 % par comparaison à l'année précédente. Une nouvelle baisse de l'ordre de 3,9 % est enregistrée en 2006. La proportion des contrats de crédit hypothécaire défaillants dans l'ensemble de cette catégorie de crédit est aussi faible, puisqu'elle s'élève à 2,1 % pour 2005 et à 1,9 % pour 2006. De plus, la part des crédits hypothécaires non honorés est réduite par rapport aux différentes catégories de crédits. Cette proportion, dans le total des prêts défaillants, atteint 8,4 % en 2005 et 8,2 % en 2006.

Plusieurs arguments peuvent être avancés pour expliquer ce faible score. Comme on l'a déjà souligné, en raison du rôle et de l'importance de l'habitation dans le patrimoine d'un ménage, l'emprunteur veille en général à assurer le service de la dette hypothécaire. La consultation obligatoire de la Centrale des crédits aux particuliers conduit également le prêteur à évaluer la solvabilité de l'emprunteur avant d'accorder un prêt et l'incite à la prudence. Par ailleurs, le chapitre quatre l'a détaillé, les gouvernements régionaux flamands et wallons proposent, grâce à l'assurance gratuite contre la perte de revenus ou la garantie de bonne fin au remboursement d'un prêt hypothécaire, un système permettant de limiter le risque de défaut en cas de difficulté de paiement des emprunteurs. Néanmoins, de telles interventions ne font que déplacer les risques sur les gouvernements et, *in fine*, sur les contribuables.

Si la situation des ménages apparaît dans l'ensemble assez rassurante, la plus grande vulnérabilité de certaines catégories d'entre eux ne doit pas être négligée. Cette fragilité accrue est entre autres due au type de contrat de prêt, à la hauteur de la quotité empruntée et à la position financière particulière de ces ménages.

### *b La position des banques*

Comme à l'échelle de la zone euro, l'exposition des banques au risque de taux d'intérêt semble plus élevée par comparaison aux ménages. Celles-ci financent en grande partie leurs prêts hypothécaires grâce aux dépôts des particuliers, dont le terme n'est pas en principe défini a priori. Une hausse des taux rend cette activité de conversion d'échéance moins rentable. Les banques ont également subi une réduction de la rémunération de leurs créances hypothécaires. Le faible niveau des taux a en effet motivé le refinancement de nombreux contrats de prêt.

La résistance des banques belges au risque de taux a été mesurée dans le cadre du Programme d'évaluation du secteur financier, développé conjointement par le FMI et la Banque mondiale<sup>171</sup>. L'objectif de ce programme était d'analyser plus globalement la solidité de l'ensemble du système financier belge par une batterie de "stress tests" et de pointer d'éventuels éléments de vulnérabilité. L'examen des risques spécifiques à chaque institution ne fait pas l'objet de l'évaluation. La position singulière d'organismes spécialisés dans le crédit hypothécaire n'est donc pas prise en considération.

La réponse à un choc de taux d'intérêt a été testée en mesurant l'impact d'un relèvement de la courbe de rendement de 2 %. La réalisation d'un tel scénario provoquerait une perte correspondant à 5,9 % des fonds propres réglementaires des quatre principaux groupes de bancassurance qui dominent le secteur. Ce choc de taux d'intérêt est néanmoins compensé par le développement en parallèle d'activités dans le domaine de l'assurance. Ce segment de marché profite de l'évolution des taux, en raison de la large diffusion de produits d'assurance à rendement minimum garanti. En fait, le risque de taux d'intérêt produit des effets opposés dans les secteurs de la banque et de l'assurance.

Un autre facteur permet par ailleurs de nuancer les risques. L'exonération fiscale dont bénéficient les dépôts d'épargne a pour effet de renforcer leur attrait. En dépit de l'échéance indéterminée des dépôts, elle garantit, dans une certaine mesure, une source de fonds assez stable aux banques. Les résultats des tests révèlent de surcroît un risque de taux moins prononcé par rapport à la situation prévalant au début des années 2000.

Le scénario d'une chute des prix immobiliers de 20 % a en outre été envisagé. La sensibilité des banques à ce risque a été jugée faible.

Plus généralement, d'après les résultats des tests de stress, le système financier belge apparaît robuste et capable de résister à d'éventuels chocs macroéconomiques, malgré une certaine vulnérabilité au risque de taux. Le rapport du FMI souligne les autres caractéristiques qui assurent la stabilité du secteur et atténuent par ce fait leur vulnérabilité. Elles se réfèrent au comportement traditionnellement prudent des banques envers les risques, à la possession importante de titres d'émetteurs souverains dans leurs portefeuilles<sup>172</sup>, à une faible détention d'actions, ainsi qu'à des critères de contrôle élevé et un cadre macroéconomique stable.

---

171 International Monetary Fund, 2006, "Belgium: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Banking Supervision, Securities Regulation, Insurance Supervision and Regulation, and Securities Settlement Systems", IMF Country Report No 06/75, 1 February 2006.

172 Ceux-ci sont aisément réalisables et permettraient aux banques de faire face à des retraits de grande ampleur des fonds des dépôts.

Bien que les risques ne doivent pas être sous-estimés, plusieurs éléments confirment également la solidité et l'efficacité du secteur financier. Les banques bénéficient de cotations élevées auprès des agences de notation, elles sont largement capitalisées et disposent d'amples liquidités. La rentabilité des établissements de crédit s'est améliorée et leur solvabilité s'est maintenue à un degré élevé. Les indicateurs financiers confirment aussi cette solidité. En outre, la proportion des prêts hypothécaires accordés aux ménages dans l'ensemble des prêts octroyés est assez modérée par comparaison à d'autres banques européennes. La qualité du portefeuille de crédit total des banques s'est de plus améliorée.

Concernant plus largement l'économie belge, la BNB estime elle-même le risque de crédit associé à un relèvement monétaire extrêmement réduit<sup>173</sup>.

#### 7.4.3 LE SCÉNARIO D'UN AJUSTEMENT DES PRIX

Toujours selon la BNB, un ajustement des prix des logements représenterait une menace assez faible pour le secteur bancaire. La part des crédits contractés ces dernières années, qui ont enregistré les plus fortes accélérations de prix, occupe en effet une place limitée dans le portefeuille des créances des institutions de crédit. L'impact d'une matérialisation du risque de crédit pour le secteur bancaire a en outre été évalué. Le scénario envisagé consiste en une multiplication par quatre du taux de défaillance sur les prêts au logement et une baisse des prix de l'immobilier résidentiel de 20 %. L'incidence de la réalisation de ce scénario est jugée assez modérée<sup>174</sup>.

En revanche, la Banque avertit qu'une correction des prix des logements pourrait avoir un impact nettement plus considérable sur la consommation des ménages.

Ces liens entre les prix résidentiels et les dépenses de consommation ne doivent pas être négligés, même s'ils semblent moins prononcés que ceux observés dans d'autres pays. D'après les calculs effectués par l'OCDE, la corrélation entre les fluctuations des prix des logements et la consommation privée est relativement faible en Belgique<sup>175</sup>. La période couverte par cette analyse ne s'étend que jusqu'en 2002. Or, depuis cette date, la croissance des prix des logements s'est accélérée, le marché du crédit hypothécaire a connu de nombreuses innovations et des évolutions qui ont permis d'assouplir les conditions de financement. Les crédits au logement ont pu ainsi contribuer à soutenir la consommation des ménages.

---

173 De Tijd, 2006, "Vastgoedhuus nergens zo sterk als in België", *De Tijd*, 16 juni 2006.

174 BNB, 2006, Réponses au questionnaire de l'OCDE Committee on Financial Markets *Household sector debt, housing markets and new mortgages products*. Ce document nous a été aimablement remis par T. Schepens de la BNB.

175 Catte, P., N. Girouard, R. Price et C. André, 2004, "La contribution des marchés du logement à la résilience économique", *Revue économique de l'OCDE*, No 38, 2004/1, p. 147.

L'absence du mécanisme d'extraction hypothécaire à une échelle significative vient néanmoins nuancer quelque peu les craintes d'une chute de la consommation. De plus, d'après les résultats d'une estimation d'une fonction de consommation<sup>176</sup>, l'effet de richesse reste de façon générale modéré en Belgique.

Indépendamment de ces considérations, la consommation serait malgré tout affectée par une éventuelle correction des prix. Elle induirait un sentiment de morosité et une baisse de confiance des consommateurs, qui réduiraient en conséquence leurs dépenses. Finalement, l'ampleur du choc dépendra du contexte dans lequel survient l'ajustement des prix. Son effet sur les dépenses de consommation sera d'autant plus prononcé que cette correction se double d'un choc de revenu ou de taux d'intérêt.

Pour encore atténuer l'estimation des risques, on peut supposer un niveau de spéculation relativement limité sur le marché belge, malgré la rareté des données disponibles en la matière. Cette hypothèse se justifie par la hauteur des coûts de transaction, la taxation des plus-values réalisées sur le court terme, l'orientation des avantages fiscaux sur l'acquisition de l'habitation personnelle, le taux déjà élevé de propriétaires et l'absence de rendements locatifs suffisamment attractifs, notamment en raison du risque de vide locatif, de mauvais payeurs, etc.

Quant à l'incidence d'un éventuel ralentissement du marché résidentiel dans d'autres pays européens, il convient de noter au préalable la faible corrélation des prix immobiliers belges avec le reste de la zone euro. Compte tenu du niveau d'intégration des économies européennes, un tel choc se répercuterait davantage sur l'évolution de la demande, c'est-à-dire par une baisse de la consommation et des investissements, ainsi que sur les marchés financiers.

#### **7.4.4 DES RISQUES RELATIVEMENT MODÉRÉS**

L'exposition de l'économie belge aux risques d'un retournement du marché résidentiel semble par conséquent assez limitée. Pour résumer les principaux facteurs permettant de modérer ce risque, on peut citer la répartition des contrats en fonction du type de taux, la réglementation encadrant la variabilité des taux, la situation financière et le profil de consommation des ménages belges, la solidité du système bancaire, de même qu'une faible spéculation présumée. De même qu'à l'échelle de la zone euro, la possibilité de multiplication des chocs requiert néanmoins une surveillance continue des développements du marché. Les différentes actions envisageables face à la dynamique des prix sont étudiées au chapitre suivant.

---

176 Eugène, B., Ph. Jeanfils et B. Robert, *op. cit.*, pp. 24-35.

## **8 LES RÉPONSES FACE À LA FLAMBÉE DES PRIX**

La forte croissance des prix des logements a fait surgir la question de l'opportunité d'une intervention spécifique de la part des autorités monétaires ou des gouvernements nationaux en vue d'apaiser les tensions du marché résidentiel. Ce chapitre analyse les possibilités d'action de ces deux instances sur le marché du logement, les réponses qui semblent les plus appropriées, ainsi que les problématiques et les dilemmes rencontrés.

### **8.1 LA POLITIQUE MONÉTAIRE**

Après avoir examiné l'importance de l'évolution des prix des logements pour la politique monétaire, plus particulièrement pour la BCE, l'influence de la politique monétaire sur le marché du logement sera soulignée. La marge de manœuvre dont disposent les responsables de la politique monétaire pour infléchir la tendance du marché résidentiel sera ensuite envisagée. L'accent sera placé sur les difficultés auxquelles ces autorités sont confrontées.

#### **8.1.1 LES PRIX DES LOGEMENTS ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE**

Les variations des prix des logements retiennent l'attention des banques centrales pour de multiples raisons. Ces fluctuations peuvent tout d'abord affecter les risques pesant sur la stabilité globale des prix des biens et des services et l'activité économique dans son ensemble. Elles sont aussi prises en compte dans l'examen général de la stabilité ou de l'instabilité financière, étant donné que de fortes variations de prix peuvent donner lieu à des déséquilibres financiers. Le degré d'endettement des ménages et la part de l'encours des crédits hypothécaires expliquent également l'intérêt prêté au marché du logement du point de vue de la stabilité financière et monétaire.

Concernant plus précisément la zone euro, les prix des logements interviennent dans la stratégie de politique monétaire de la BCE pour assurer la stabilité des prix à la consommation, sans pour autant faire l'objet d'un quelconque ciblage particulier. Cette stratégie comporte deux piliers, un pilier économique et un pilier monétaire. D'une part, l'analyse économique prend en considération les variations des prix de l'immobilier résidentiel parmi un ensemble de grandeurs susceptibles d'indiquer les inflexions à venir de l'inflation, notamment par le biais des effets de richesse ou le canal de l'investissement. D'autre part, l'analyse monétaire, axée sur les risques à moyen et à long terme pour la stabilité des prix, repose sur un ensemble d'indicateurs afférents à la monnaie et au crédit. Une création excessive de liquidités et une croissance exagérée du crédit peuvent refléter des signes d'une évolution non soutenable des prix des actifs et le degré de menaces futures. L'expansion du crédit hypothécaire aux ménages, induite par la dynamique du marché du logement, est par conséquent examinée dans le cadre de cette analyse.

Comme nous l'avons noté au chapitre cinq, l'évolution des prix des loyers effectivement payés détermine aussi de façon plus directe l'inflation, puisqu'ils entrent dans la composition de l'indice harmonisé des prix à la consommation.

Les décisions de politique monétaire orientent également les prix des logements. En fixant les taux d'intérêt à court terme et en influençant indirectement les taux à long terme, elles exercent un impact sur l'activité économique et la progression des revenus des ménages, ainsi que sur les taux d'intérêt hypothécaires, principalement les taux révisables.

Or, on l'a vu, ces facteurs sont susceptibles d'alimenter la demande en logements et, partant, la phase d'expansion des prix. La transmission de la politique monétaire à l'activité est par ailleurs amplifiée par les différents canaux d'influence des prix immobiliers examinés au chapitre précédent.

Concernant le cycle immobilier actuel, rappelons que l'assouplissement monétaire du début des années 2000 a contribué à soutenir l'investissement en logements des ménages. Cette politique accommodante a facilité leur endettement et permis la valorisation de leur patrimoine immobilier. En conjugaison avec les autres facteurs influençant l'offre et la demande de logements, la baisse des taux a donc joué un rôle déterminant dans la dynamique des prix.

### **8.1.2 LES POSSIBILITÉS D'ACTION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE**

Une éventuelle intervention des autorités monétaires face à de larges fluctuations des prix résidentiels se heurte cependant à une série de difficultés. Cette sous-section examine les problématiques rencontrées par l'ensemble des instances de politique monétaire, ainsi que celles plus spécifiques au contexte de la zone euro.

Une première difficulté réside dans l'identification du caractère excessif des prix des logements. Comme l'a montré le chapitre deux, des variations prononcées de prix peuvent relever d'un fonctionnement normal du marché, sans nécessairement traduire une surévaluation des prix ou l'émergence d'une bulle. Un examen des fondamentaux des prix des logements apparaît dès lors essentiel. Cette analyse est néanmoins relativement complexe. De plus, en cas de développement de bulles spéculatives, celles-ci ne sont souvent identifiées qu'a posteriori.

Les responsables de la politique monétaire peuvent en outre être confrontés à des conflits d'objectifs, du moins dans le court terme, entre d'une part, l'objectif de stabilité des prix et de soutien de l'activité, et d'autre part, l'objectif de stabilité financière. Par exemple, la crainte de formation de déséquilibres financiers pourrait amener un durcissement de la politique monétaire. Cet ajustement risquerait cependant de constituer un frein à la croissance économique et de maintenir l'inflation en dessous de l'objectif visé. Les ménages endettés à taux variable subiraient de plus un alourdissement de leurs charges financières et seraient conduits à ajuster leurs

dépenses. Les coûts seraient dès lors supérieurs aux bénéfiques escomptés. La tâche de la politique monétaire est aussi complexifiée lorsque l'élévation des prix des logements survient dans un contexte conjoncturel atone et de faible inflation. Dans cette hypothèse, la diminution des taux d'intérêt ou leur maintien à un niveau peu élevé alimente la dynamique des prix résidentiels. Le risque de surévaluation est dès lors renforcé.

De surcroît, une augmentation des taux peut s'avérer inutile pour freiner la demande de crédit lorsque les contrats de prêt hypothécaire à taux fixe dominant et lorsque les taux longs sont essentiellement déterminés par des facteurs globaux, notamment par un excédent de l'épargne mondiale<sup>177</sup>. Ce resserrement serait même préjudiciable pour l'activité économique. La structure du marché du crédit hypothécaire détermine par conséquent l'efficacité de la politique monétaire.

Dans l'hypothèse où la présence d'une bulle immobilière est assurée, l'opportunité d'une réaction spécifique de la politique monétaire reste délicate à évaluer. Si cette bulle est sur le point d'éclater, un durcissement monétaire pourrait se révéler inefficace, voire même contre-productif, étant donné que les modifications de taux n'affectent l'économie qu'avec un certain retard. Les effets du resserrement ne se feraient ressentir qu'au moment où l'activité connaît un ralentissement induit par la chute des prix des logements. Par contre, si le constat d'un éclatement imminent est erroné, le risque de l'inaction est de voir cette bulle s'amplifier avant son dégonflement. Les coûts en seraient d'autant plus sévères pour l'activité économique. Le moment auquel le déséquilibre est identifié s'avère ainsi primordial pour déterminer la marge de manœuvre des autorités monétaires.

L'impact d'un resserrement monétaire dépend par ailleurs de facteurs d'ordre psychologique<sup>178</sup>. Son influence sur les prix des logements présente donc une large part d'incertitude, qui rend toute prévision difficile. En fonction des réactions des agents économiques, des hausses de taux significatives peuvent parfois être requises pour stopper une bulle en formation, avec des risques sérieux pour l'économie ; alors que, dans d'autres cas, un léger relèvement des taux peut provoquer un effondrement brutal des prix des logements. Le délai de transmission des décisions monétaires peut aussi être plus ou moins long.

---

177 France, 2006, "Dealing with the strong dynamics of housing prices in euro-zone countries", 14 February 2006, Paper présenté à la réunion de l'EPC Working Group on Eurogroup Issues du 27 février 2006, p. 3. et Artus, P., 2006, "Distinguer entre ce qui est lié aux politiques monétaires nationales et ce qui est lié à la politique monétaire mondiale", IXIS, Corporate & Investment Bank, Flash No 220, 2 juin 2006, (<http://www.ixis-cib.com>).

178 Bruggeman, A., M. Hradisky et V. Périlleux, *op. cit.*, p. 74.

De plus, une réponse systématique des banques centrales à un effondrement des prix des actifs peut accroître le risque de la formation de déséquilibres financiers. Si elles réagissent automatiquement, les investisseurs pourraient acquérir la certitude qu'une intervention monétaire viendra compenser une éventuelle correction des prix. Ils auront par conséquent tendance à minimiser les risques du marché et à adopter une attitude moins prudente.

Le rôle joué par le prix des actifs immobiliers dans la conduite de la politique monétaire fait précisément l'objet de controverses. Celles-ci portent sur la nécessité même d'une intervention face à l'envolée des prix, ainsi que sur l'ampleur et la nature de cette réaction. Sans entrer dans les détails et les nuances de ce débat, les principales positions adoptées sont schématisées ci-après<sup>179</sup>. Certains commentateurs considèrent que les responsables de la politique monétaire doivent uniquement intervenir dans la mesure où les variations des prix des logements influent sur l'évolution du niveau général des prix. D'autres prônent au contraire l'idée que les banques centrales "doivent aller à contre-courant de la tendance", dès que la stabilité financière est en jeu. En cas de signes manifestes de déséquilibre financier, elles devraient prendre des décisions plus restrictives que ne le justifieraient simplement les perspectives inflationnistes. Les taux d'intérêt pourraient ainsi être relevés à un niveau supérieur à celui estimé requis pour préserver la stabilité générale des prix à court terme, de façon à arrêter une bulle spéculative avant que ses effets déstabilisateurs sur l'économie ne se matérialisent. La stabilité monétaire et financière serait par conséquent assurée sur un plus long terme.

Enfin, trait spécifique à la zone euro, l'hétérogénéité des marchés nationaux du logement vient compliquer une possible intervention de la BCE. Les écarts dans le rythme de progression des prix sont effectivement très prononcés selon les pays. En dépit d'une tendance à la synchronisation, ces marchés continuent à présenter des particularités locales. Or la BCE se concentre sur les phénomènes qui affectent l'ensemble de la zone euro. La politique monétaire unique ne peut être employée pour solutionner des problèmes spécifiques à certaines économies. L'analyse des différents marchés du logement est en outre malaisée par le manque d'harmonisation des données sur l'évolution des prix résidentiels. L'absence d'intégration complète des marchés hypothécaires nationaux est de plus susceptible d'entraîner des divergences dans la transmission et, partant, l'efficacité des décisions de politique monétaire. Une réponse uniforme de la politique monétaire ne produirait donc pas des résultats identiques selon les pays<sup>180</sup>.

---

179 Pour un aperçu plus complet de ce débat, cf. Ahearne, A., J. Ammer, B. Doyle, L. Kole and R. Martin, *op. cit.*, pp. 17-21 et ECB, 2005, "Asset price bubbles and monetary policy", in *Monthly Bulletin*, April 2005, pp. 58-60.

180 Hoeller, P. and C. Giorno, 2006, "Housing markets and adjustment in monetary union", Paper présenté à la Third Annual DG ECFIN Research Conference, *Adjustment under monetary unions: Financial market issues*, 7-8 September 2006.

Les incertitudes et les éventuels coûts associés à la réaction des autorités monétaires pointent dès lors vers une action à mettre en œuvre au niveau national pour stabiliser les cycles des prix immobiliers. La BCE reste néanmoins attentive à l'impact du niveau des taux monétaires sur la liquidité, le crédit et les prix des logements. Une période de forte expansion suivie d'une chute brutale des prix immobiliers comporte en effet des risques potentiellement élevés pour la stabilité monétaire et financière. Le relèvement des taux entamé en décembre 2005 a notamment été motivé par l'évolution des indicateurs relatifs à la croissance de la liquidité et du crédit.

## **8.2 LES POSSIBILITÉS D'ACTION AU NIVEAU NATIONAL**

Différents instruments d'action sont à la disposition des autorités politiques nationales pour tenter de réduire les pressions du marché résidentiel et prévenir les déséquilibres. Cette section envisage les possibilités qu'offrent la fiscalité, la politique du logement, la surveillance des établissements de crédit, le renforcement de la protection et de l'information des emprunteurs, ainsi que l'amélioration de la connaissance du marché.

Vu qu'elles sont mises en oeuvre à un niveau local, ces actions peuvent définir une réponse plus appropriée que la politique monétaire aux problèmes spécifiques de certains marchés résidentiels.

### **8.2.1 LA POLITIQUE FISCALE ET LA POLITIQUE DU LOGEMENT**

Par leur influence sur la demande et l'offre de logements, la politique fiscale et la politique du logement<sup>181</sup> orientent les évolutions du marché résidentiel. Après avoir replacé l'introduction des nouvelles dispositions fiscales belges dans le contexte européen, le rôle que pourraient jouer ces politiques vis-à-vis de la présente dynamique des prix sera examiné. Les chapitres précédents ont déjà abordé plusieurs de ces aspects. Ceux-ci seront dès lors simplement synthétisés ci-après.

#### *a Les avantages fiscaux dans le cadre européen*

En majorant l'avantage fiscal en début de prêt, on l'a souligné, la déduction pour habitation propre et unique a probablement encouragé les ménages à s'endetter pour acquérir leur logement, parfois pour des montants plus élevés. Cette mesure a pu favoriser la progression des prix, bien qu'il soit délicat de quantifier son incidence. Un effet analogue de soutien à la demande de logements peut être attribué aux diverses réductions régionales des coûts de transaction, sans toutefois négliger leur impact positif sur la mobilité de la main-d'œuvre.

<sup>181</sup> Par politique du logement, nous englobons les multiples formes d'intervention des pouvoirs publics sur le marché résidentiel examinées précédemment, à savoir les différents subsides disponibles, la réglementation du secteur locatif, l'urbanisme et l'aménagement du territoire, etc. La politique fiscale constitue naturellement un des instruments de la politique du logement. Elle est cependant ici envisagée séparément en raison de l'accent mis sur cette dimension de l'action des pouvoirs publics.

Avec cet élargissement des incitants fiscaux à l'acquisition immobilière, les pouvoirs publics belges s'inscrivent à contre-courant de la plupart des autres gouvernements européens. Ceux-ci ont réformé les régimes en vigueur et en ont restreint la générosité. La suppression ou la limitation des avantages fiscaux, mais aussi l'introduction de nouvelles taxes sur la propriété, visaient à modérer la demande de logements des ménages et, partant, le renchérissement des prix.

Aux Pays-Bas, des restrictions à la déduction des intérêts hypothécaires ont été introduites à plusieurs reprises, notamment pour les ménages les plus aisés. En 1997, cette déduction a été partiellement limitée à la dette afférente au logement, par opposition au financement de dépenses de consommation. Cette restriction a été renforcée en 2001. Parallèlement, il a été décidé d'accorder la déduction uniquement pour l'acquisition d'une première habitation et pour une période maximale de 30 ans. Au 1er janvier 2004, le "bijleenregeling" est entré en vigueur. Il limite la déduction fiscale à hauteur de la différence entre le prix de l'achat d'une nouvelle habitation et le produit issu de la vente de l'ancienne. L'objectif est de supprimer l'avantage dont pouvaient bénéficier les propriétaires qui choisissaient de déménager en faveur d'un logement moins onéreux. Par le financement de leur nouvelle habitation, ceux-ci avaient effectivement la possibilité de profiter de la déduction pour des dépenses de consommation ou des placements. La déduction des intérêts hypothécaires s'opère toujours au taux d'imposition marginal. Cependant, suite à la baisse de ce taux, le bénéfice fiscal a été simultanément réduit pour les ménages à revenus élevés.

Malgré ces modifications, ce système suscite toujours de nombreuses critiques. Outre son coût élevé pour les finances publiques, son incidence dans la flambée des prix et son caractère anti-redistributif, au désavantage des revenus modestes et surtout des jeunes, sont abondamment critiqués. Une nouvelle limitation de sa portée fait actuellement l'objet de vigoureux débats. En outre, les organisations internationales comme l'OCDE, le FMI ou la Commission européenne ont recommandé la suppression graduelle de ce régime, au profit d'une plus grande neutralité fiscale. Cette question demeure politiquement sensible.

Cette tendance vers une réduction des avantages fiscaux se manifeste aussi dans d'autres pays européens, à l'extérieur de la zone euro. La Suède a progressivement diminué le taux de déductibilité des intérêts hypothécaires. Alors qu'ils pouvaient être déduits au taux marginal au début des années 1980, leur déduction a été plafonnée à 30 % au début des années 1990. Après avoir introduit des plafonds et réduit successivement le taux applicable, le Royaume-Uni a décidé d'abandonner graduellement la déduction des intérêts au début des années 2000. En 1998, le Danemark a adopté un ensemble de réformes, le *Whitsun package*, qui concernent entre autres le marché du logement. Le taux auquel les intérêts d'emprunt hypothécaire peuvent être déduits a été abaissé : il est passé d'un peu plus de 46 % à environ 32 %. Parallèlement, une nouvelle taxe sur la propriété a remplacé l'imposition des loyers imputés des propriétaires occupants<sup>182</sup>.

---

182 Scanlon, K. and C. Whitehead, *op. cit.*, p. 76. Cette taxe correspond à un pour cent de la valeur estimée de l'habitation et entraîne une imposition plus lourde. Un plafond nominal à cette taxe a cependant été instauré en 2002, de sorte que la hausse de la valeur du logement n'entraîne pas une augmentation de la taxe.

La raison de l'introduction de la déduction pour habitation propre et unique en Belgique se doit cependant d'être rappelée dans le cadre de cette comparaison européenne. L'instauration de la mesure visait à répondre à un souci d'équité, étant donné que l'ancien régime d'avantage fiscal favorisait les ménages disposant d'un certain niveau de revenu. Le nouveau système est désormais plus favorable aux jeunes générations et aux ménages les moins aisés. Le public cible est celui des primo-acquédants, plutôt que celui des "revendeurs". Des plafonds de déductibilité restent de plus d'application. La situation est donc assez différente de celle prévalant dans les autres pays européens.

*b L'action sur la demande et l'offre de logements*

Les mesures axées sur le soutien à la demande sont de nature à entraîner un alourdissement de la dette des ménages et à favoriser l'inflation immobilière. Ces politiques semblent désormais avoir atteint leurs limites. A mesure de l'expansion des prix, leur efficacité dans la rencontre des objectifs socio-économiques en matière de logement tend à se réduire. Certaines interventions doivent en outre être adaptées à l'évolution du marché résidentiel en assouplissant leurs conditions d'accès. C'est notamment le cas des prêts à tarifs préférentiels accordés par les Régions au niveau belge.

Le biais des systèmes fiscaux en faveur de l'accession à la propriété soulève également la question de la réalisation de l'objectif de redistribution de la politique fiscale<sup>183</sup>. Les ménages aisés, qui disposent pourtant de liquidités suffisantes, sont effectivement libres d'emprunter dans le seul but de tirer parti des avantages fiscaux et d'affecter les liquidités disponibles à un autre type de placement. Dans le contexte belge, l'effet d'aubaine pourrait être renforcé avec la nouvelle déduction pour habitation propre et unique. Comme la distinction entre intérêts et capital est supprimée, les prêts postposant le remboursement du capital donnent désormais droit à un avantage plus important par rapport à l'ancien système. Rappelons que la part de marché de ce type de produit reste toutefois limitée en raison des risques qui lui sont associés.

Pour stabiliser les cycles immobiliers, d'autres types d'actions sont dès lors à privilégier. En particulier, le déséquilibre entre l'offre et la demande peut être réduit par la création de conditions plus favorables en matière d'offre de logements. Elles permettent de résoudre la tension entre, d'une part, le souci toujours très présent des pouvoirs publics d'aider les ménages à revenus modestes et moyens à acquérir leur premier logement, et, d'autre part, le souhait de contenir la croissance des prix.

---

183

Conseil supérieur des Finances, Section Fiscalité et Parafiscalité, 2002, *op. cit.*, p. 48.

Nous détaillerons ci-après les actions en faveur du développement de l'offre, puis nous aborderons la question d'une éventuelle modification du cadre fiscal, destinée à tempérer la demande.

\* *Le renforcement de l'offre*

Différentes mesures de nature structurelle peuvent être mises en oeuvre dans cette perspective d'amélioration de l'offre. L'élasticité de l'offre peut notamment être augmentée grâce à la simplification et à l'assouplissement des règles d'urbanisme et d'aménagement du territoire.

Face à la rareté relative des terrains, des alternatives à l'accroissement de l'offre sont néanmoins à envisager. La tendance est à la rénovation et l'amélioration du parc de logements existants, de façon à assurer une utilisation optimale de l'espace disponible. La densification des logements et le renouvellement urbain sont de même encouragés. En raison de la stagnation du marché des bureaux, il est également proposé de stimuler leur transformation en logements. La nécessité d'augmenter la part du logement social est aussi unanimement reconnue. Parmi les solutions suggérées, la promotion du développement de partenariats entre secteur privé et secteur public retient une attention privilégiée.

Si l'offre de logements doit être accrue, elle doit aussi s'adapter à la demande, en prenant en considération l'apparition de nouveaux besoins. Le vieillissement de la population et l'éclatement des noyaux familiaux altèrent en effet cette demande. La nécessité de petites unités d'habitation sera continuellement grandissant, au détriment des grandes habitations.

En outre, un marché locatif suffisamment large et efficace a un rôle bénéfique à jouer pour amortir les chocs, en offrant une alternative à ceux qui ne désirent pas acheter. Le secteur locatif a de surcroît l'avantage de proposer plus de souplesse en termes de mobilité. Par ailleurs, une réorientation de l'aide publique sur la location permettrait de diversifier davantage l'aide au logement. Il convient toutefois de ne pas perdre de vue que d'autres facteurs que le cadre institutionnel influencent le choix de la propriété par rapport à celui de la location, comme la recherche d'autonomie, de sécurité ou de confort.

Cette réorientation de l'action sur l'offre s'est opérée dans de nombreux pays. La tendance amorcée en Belgique sera examinée, après avoir évoqué quelques initiatives européennes. Tant le marché acquisitif que le marché locatif sont concernés par ces mesures.

Les Pays-Bas ont par exemple augmenté la réactivité de l'offre en levant les restrictions à la construction de nouveaux logements et en assouplissant la réglementation du secteur locatif. En France, les incitants fiscaux accordés à l'investissement locatif ont certes encouragé la demande, mais ils ont aussi pour finalité d'accroître l'offre de logements mis à disposition sur le marché locatif à un prix plafonné.

Des formes inédites de propriété voient également le jour. Elles comportent un "statut hybride"<sup>184</sup>, en proposant un mode d'habitat qui ne correspond pas entièrement à celui d'un locataire, ni à celui d'un propriétaire. Elles présentent ainsi une alternative aux ménages les moins aisés, dont les capacités financières ne leur permettent pas d'accéder à la pleine propriété. Si ces modèles ne constituent pas une réponse unique aux tensions du marché résidentiel, ils ont néanmoins un rôle d'appoint à jouer. Plusieurs pays européens se sont intéressés à ces statuts intermédiaires entre location et accession et ont développé différents modèles.

En France, un nouveau dispositif, applicable dès 2007, est destiné aux ménages à revenu modeste. Ce mécanisme a la particularité de fractionner la propriété en dissociant l'achat du terrain et l'achat du bâti d'un logement. Le terrain est mis gratuitement à disposition de l'acquéreur du bâti pendant la durée remboursement du prêt portant sur le bâti, de 25 ans au maximum. Au terme, l'accédant a la possibilité de rester locataire du terrain ou de l'acheter, grâce à un second emprunt, à un prix calculé au début de ce "portage foncier", quelle que soit l'évolution des prix survenue depuis lors. Ces terrains sont, jusqu'à l'éventuel achat, propriété de la Caisse des Dépôts et Consignations<sup>185</sup>. En raison de la flambée des prix des terrains et de son "débordement" sur celui des logements, cette mesure est de nature à freiner la spéculation et à ralentir le rythme de progression des prix immobiliers.

Un système analogue, appelé *Koop Goedkoop* et développé par des sociétés de logement, existe depuis 2003 aux Pays-Bas. Le dispositif combine l'achat du bâti à la location du foncier. Cette location est subventionnée de façon dégressive par le bailleur social pendant une période de dix ans. Ce montage s'accompagne de surcroît d'un incitant fiscal. Les intérêts d'emprunt hypothécaire sur l'acquisition du bâti et le loyer du terrain sont déductibles fiscalement. S'il répond aux conditions, l'accédant peut de plus bénéficier d'un subside à l'achat. Contrairement au système français qui prévoit une acquisition différée du foncier, l'achat ultérieur du terrain n'est pas prévu. Il existe en revanche une liberté de revente du bâti. Toujours sur le marché néerlandais, le *Koophuur* offre un nouveau mode locatif, en séparant la propriété de l'intérieur et de l'extérieur du logement : l'occupant devient propriétaire de l'intérieur du logement, tout en restant locataire du bâti.

---

184 Costa, A. et J.-P. Schaefer, 2006, "Quelques expériences européennes sur de nouvelles formes de propriété", *L'Observateur de l'Immobilier*, No 67, Février 2006, p. 26.

185 Rey-Lefebvre, I., 2006, "Acheter le bâtiment puis le terrain, une formule originale", *Le Monde*, 21 septembre 2006.

La Finlande propose aussi un modèle original dans le secteur du logement social depuis les années 1990. Intitulé le “droit d’occupation”, il consiste à fractionner la propriété du bâti. L’acquisition d’un pourcentage déterminé (15 %) du coût du logement est associée à la location de la part restante.

- *L’amélioration de l’offre en Belgique*

L’inflexion générale vers le renforcement de l’offre se manifeste également en Belgique. Le chapitre consacré aux interventions des pouvoirs publics a exposé plusieurs mesures adoptées en ce sens, en particulier en matière de politique fiscale. Les divers subsides régionaux en faveur de la rénovation viennent de même augmenter la qualité de l’offre.

Selon leur compétence, les différents niveaux de pouvoir belges (fédéral, régional, provincial et communal) sont concernés par cette problématique du logement et disposent chacun d’une marge d’action propre. Ces interventions se doivent d’être coordonnées afin d’en optimiser les effets.

L’examen détaillé de toutes les mesures envisageables selon ces niveaux de pouvoir dépasse largement le cadre de ce travail. Nous citons simplement à titre illustratif les possibilités, déjà développées à l’heure actuelle, qu’ont les communes de proposer des logements sociaux, d’accorder des exonérations de centimes additionnels au précompte immobilier, d’optimiser l’offre de terrains à bâtir<sup>186</sup> ou d’offrir des logements sous la forme de contrat de bail emphytéotique ou de droit de superficie. Ces deux systèmes permettent de ne pas devoir financer l’acquisition du terrain et réduisent donc le coût du logement. De tels mécanismes se sont entre autres développés dans les communes de Louvain-la-Neuve, de Kapelle-op-den-Bos ou encore d’Etterbeek.

En matière d’aménagement du territoire, la libération des plans de secteur afin de proposer de nouvelles zones à bâtir est à l’ordre du jour. Le ministre flamand de l’aménagement du territoire a par ailleurs annoncé la mise sur le marché de 150.000 parcelles de terrain à bâtir. Un décret doit encore être adopté afin de concrétiser la mesure<sup>187</sup>. Le secteur public a un rôle déterminant à jouer dans le renforcement de l’offre, étant donné qu’il dispose d’une large part des réserves de terrains susceptibles d’être bâtis. Par ailleurs, les moyens consacrés au logement public (social et moyen) ont été renforcés.

---

186 La commune de Courtrai a décidé de prélever un impôt sur les parcelles non bâties dans les zones à bâtir afin d’encourager leurs propriétaires à vendre ou à construire. Cf. Blavier, J., 2007, “L’imagination au pouvoir pour contrer l’envol des prix”, *L’Echo*, 12 janvier 2007.

187 Blavier, J., 2006, “150.000 terrains à bâtir disponibles pour les ménages flamands”, *L’Echo*, 10 novembre 2006.

Diverses mesures fiscales ont été adoptées au niveau régional. Ainsi, une exonération de précompte immobilier, pendant une période de 3 à 5 ans, est accordée en Flandre en cas de transformation d'une entreprise commerciale en logement ou de rénovation d'un logement insalubre. Une exonération de 5 ans peut être obtenue en Région de Bruxelles-Capitale pour les biens se trouvant sur un site ayant fait l'objet d'une opération de réaménagement par la réhabilitation ou la rénovation. En 2003, la Flandre a instauré une réduction temporaire des droits de donation, actuellement prolongée jusqu'en 2009, pour la donation de terrains en ligne directe afin d'encourager leur transmission entre générations et de libérer un certain nombre de terrains "délaissés". Les terrains doivent être destinés à la construction d'habitations conformément aux prescriptions urbanistiques. Dans un objectif similaire, des tarifs préférentiels pour la donation en ligne directe d'habitations sont, sous conditions, d'application en Région Wallonne et en Région de Bruxelles-Capitale.

L'accent sur ces différents types d'actions devrait être renforcé pour accroître et améliorer les logements disponibles. Des réductions ciblées sur certaines zones du précompte immobilier, des droits d'enregistrement ou de la TVA permettent notamment de stimuler le renouvellement de quartiers urbains délaissés ou l'aménagement de logements.

\* *La modération de la demande*

Parallèlement à l'amélioration de l'offre, un système fiscal plus neutre pourrait être mis en place en vue de modérer la demande. La précaution est cependant requise dans une éventuelle modification du cadre fiscal. Le choix du moment d'introduction des changements, l'arbitrage entre différents objectifs politiques et le ciblage des mesures de réforme retiennent une attention particulière. Les suggestions d'amendement formulées au niveau belge seront finalement évoquées.

- *Une mise en œuvre prudente des réformes*

Le calendrier de mise en œuvre des réformes se révèle tout d'abord capital. Au lieu d'apaiser les tensions, leur introduction à un moment inopportun peut s'avérer contre-indiquée sur le court terme. En raison d'un effet d'annonce, la mesure adoptée peut renforcer les fluctuations de prix des logements et accroître les risques d'instabilité. Lorsque les acquéreurs potentiels anticipent l'entrée en vigueur d'une réforme mettant fin aux avantages accordés, ils sont portés à précipiter leur achat afin de pouvoir bénéficier de l'ancien système. La demande est par conséquent orientée dans le sens inverse à celui désiré. Cette pression sur la demande alimente l'accélération des prix et exacerbe les tensions existantes. Ce phénomène a été observé au Royaume-Uni à la fin des années 1980, lorsqu'il a été décidé d'appliquer le plafond de la déduction des intérêts hypothécaires par habitation et non plus par contribuable.

Le climat économique général est par ailleurs à prendre considération afin d'éviter que l'instauration de réformes ne précipite le pays dans une crise. Les mesures adoptées au Royaume-Uni à la fin des années 1980, mais aussi en Suède au début des années 1990, ont constitué, *en conjugaison avec d'autres paramètres*, un des facteurs contribuant à la récession économique.

La prudence reste primordiale pour écarter une éventuelle surréaction du marché. Des modifications progressives et limitées sont dès lors préférables à des changements soudains de grande ampleur. Les politiques fiscale et budgétaire sont en outre largement concernées par le risque d'un effondrement des prix immobiliers. L'impact récessif potentiel sur l'économie d'un tel scénario a déjà été souligné au chapitre précédent. Les gouvernements pourraient dès lors s'assurer de disposer d'une marge budgétaire suffisante, afin d'être en mesure de laisser jouer les stabilisateurs automatiques ou de mener une politique fiscale contra-cyclique en cas de chute brutale des prix<sup>188</sup>. Cette exigence s'impose particulièrement aux pays les plus exposés à un retournement de leur marché résidentiel.

Ensuite, l'utilisation des instruments fiscaux peut faire apparaître des conflits entre les divers objectifs poursuivis. Ainsi, un accroissement des droits de mutation ou de l'impôt sur les gains en capital exerce un effet stabilisateur sur les prix des logements et limite les comportements spéculatifs. Cette hausse affecte cependant négativement la mobilité des travailleurs. De ce point de vue, le "bijleenregeling" aux Pays-Bas est susceptible de freiner cette mobilité résidentielle. Par ailleurs, un alourdissement de la taxation des biens donnés en location peut conduire les propriétaires à se détourner du marché et entraîner une raréfaction de l'offre. Au lieu de modérer le prix des loyers, la mesure risque de provoquer leur augmentation.

L'impact réel des mesures de réforme doit enfin être minutieusement évalué. L'exemple de la baisse de la TVA sur les nouvelles constructions, décidée en 1980 par le gouvernement belge, illustre la difficulté de cet exercice. Cette disposition avait pour but de réduire l'écart séparant le prix des nouvelles constructions de celui des maisons existantes. Elle a en réalité exercé uniquement une influence significative sur l'achat de secondes résidences en région côtière, principalement réalisé grâce à une épargne existante. La faible incidence de cette réforme est due au fait que la décision d'acquisition de l'habitation principale est surtout sensible à la charge des intérêts d'emprunt<sup>189</sup>.

---

188 France, *op. cit.*, p. 4.

189 Janssens, P. et P. De Wael, *op. cit.*, p. 35 et p. 113.

De surcroît, l'influence potentiellement négative des réformes sur le secteur de la construction et les domaines connexes, ainsi que sur la confiance des consommateurs ne doit pas être négligée.

- *Les propositions formulées en Belgique*

Plusieurs facettes de la fiscalité immobilière ont été examinées et discutées au niveau belge. Des propositions ont été formulées concernant l'octroi des incitants fiscaux et le régime de taxation du patrimoine immobilier.

La déduction pour habitation propre et unique, on l'a signalé, renforce le biais en faveur de l'endettement hypothécaire des ménages. Une modification du système d'avantage fiscal a été avancée par Philippe Janssens, du bureau d'études Stadim, afin d'éviter de nouvelles tensions. Il préconise de limiter la durée pendant laquelle les incitants fiscaux sont accordés. Les banques sont selon lui en partie responsables du phénomène de renchérissement des prix observé en 2005. Elles ont proposé un allongement de la durée des crédits et des produits plus flexibles, de façon à accroître au maximum les possibilités financières des ménages. Ceux-ci ont donc été amenés à emprunter des montants plus importants pour une même charge de remboursement mensuelle. La hausse de leur pouvoir d'achat se serait répercutée sur les prix immobiliers. L'octroi de la déduction pendant une période déterminée aurait ainsi pour effet de modérer l'endettement des ménages et leur demande de logements. Cet affaiblissement de la demande permettrait une détente du marché résidentiel.

Ce principe de restriction dans le temps de l'avantage fiscal est également repris par une proposition de loi. Celle-ci prévoit une limitation à 30 ans de la durée de l'attribution de la déduction pour habitation propre et unique, afin de contrer la tendance vers l'allongement des contrats<sup>190</sup>. Ce document exprime en outre la crainte de voir se développer des emprunts sur deux générations comme dans d'autres pays européens. La proposition insiste aussi sur les dangers des contrats sur un très long terme dans la perspective de l'entrée à la retraite de l'emprunteur.

A propos de la taxation des biens immobiliers, les chapitres précédents ont déjà présenté les pistes avancées. L'actualisation de la valeur des logements par la revalorisation des revenus cadastraux ou l'imposition des loyers privés réels visent à faire reposer davantage la taxation sur la valeur de marché. Etant donné que la charge fiscale du propriétaire s'accroît avec la progression des prix immobiliers, ce type de mesure aurait pour conséquence de réduire la demande et de dissuader les spéculateurs.

---

190 Bex, S. et K. T'Sijen, 2006, "Proposition de loi modifiant le Code des impôts sur les revenus 1992 en vue de limiter à une durée de 30 ans la déductibilité fiscale d'un emprunt hypothécaire", Chambre des représentants de Belgique, Doc. 51 2598/001, 5 juillet 2006.

Reprécisons que ces questions du renforcement de l'offre de logements et de modification du cadre fiscal sont abordées dans le cadre du débat sur le coût des loyers, examiné au cinquième chapitre.

## 8.2.2 LA SURVEILLANCE DES ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS

Le dynamisme soutenu et prolongé des prix des actifs immobiliers a conduit à la formulation de mesures spécifiques à l'égard du secteur financier. L'environnement de compétition accrue a également appelé à une vigilance renforcée. Les propositions avancées visent à prévenir les attitudes génératrices de risques et à réduire la vulnérabilité du secteur<sup>191</sup>. Sans entrer dans une analyse détaillée du cadre prudentiel<sup>192</sup>, nous examinerons ci-après le contrôle du comportement des institutions de crédit en matière d'offre de prêt, le système de provisionnement dynamique et le développement des tests de stress.

Concernant la pratique d'attribution des prêts, il est suggéré de fixer des limitations aux quotités de financement empruntables. Des quotités d'emprunt élevées augmentent en effet la sensibilité des institutions financières à un effondrement des prix des logements. Rappelons que des restrictions en la matière sont déjà d'application dans plusieurs pays.

L'efficacité d'un tel contrôle sur la demande de crédit des ménages rencontre cependant des limites<sup>193</sup>. Lorsque la croissance du crédit s'accompagne d'une expansion des prix des logements, la valeur du collatéral se trouve simultanément augmentée, ce qui entretient la demande de crédit et maintient les montants empruntés à un niveau élevé. Aussi, une surveillance plus étroite de la détermination de la valeur du collatéral, qui justifie la décision de prêt, est préconisée afin d'empêcher ce phénomène d'auto-alimentation entre l'octroi du crédit et la hausse des prix immobiliers. De plus, les décisions d'octroi de crédit reposeraient moins fortement sur la valeur du collatéral, au profit d'un examen global de la situation financière de l'emprunteur. La charge de remboursement sur toute la durée de vie du prêt, plutôt qu'en période initiale, serait davantage prise en considération dans l'évaluation de la capacité financière des emprunteurs. Une simulation incluant une hausse des taux d'intérêt ou une perte de revenus serait entre autres réalisée par l'établissement de crédit.

---

191 De telles dispositions sont notamment formulées dans Contact Group On Asset Prices, 2002, *Turbulence in Asset Markets: The Role of Micro Policies*, September 2002, et Borio, C. and P. Lowe, 2002, "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", BIS Working Paper No 114, July 2002.

192 Ce cadre prudentiel, qui inclut la réglementation et la supervision des organismes financiers, s'articule de plus en plusieurs niveaux, puisqu'il comprend les niveaux international, européen et national.

193 ECB, 2003, *Structural factors in the EU housing markets*, op. cit., pp. 48-49, et Collyns, C. and A. Senhadji, 2002, "Lending Booms, Real Estate Bubbles and The Asian Crisis", IMF Working Paper 02/20, January 2002, p.19.

Les propositions visent ensuite à limiter les risques associés au mécanisme de provisionnement. Le système de provisionnement du secteur financier, de même que les critères d'attribution des prêts, tendent effectivement à être pro-cycliques. En phase d'essor du marché résidentiel, les organismes de crédit sont plutôt réticents à constituer les provisions nécessaires pour couvrir les créances improductives. Le contexte d'augmentation de la valeur du collatéral et de faible niveau de prêts en défaut de paiement amène les prêteurs à relâcher leurs exigences d'octroi de prêt. La perception du risque de défaillance des ménages a tendance à être sous-évaluée. L'appréciation des prix immobiliers crée ainsi une illusion de sécurité. Dès lors, face à un choc d'une certaine ampleur, il est possible que les provisions soient insuffisantes pour absorber les pertes et que l'on assiste à une restriction du crédit, avec son impact négatif sur la consommation et l'investissement en général. En outre, concernant cette question de l'encadrement des risques, on peut noter que le nouvel accord de Bâle II assouplit les exigences en matière de fonds propres réglementaires pour les prêts hypothécaires. Cette pondération plus favorable peut encore renforcer la compétition sur ce marché<sup>194</sup>.

Le système de provisionnement dynamique permet d'atténuer ce caractère pro-cyclique de la constitution de provision pour créances improductives, en y intégrant la composante cyclique des pertes sur crédit. Lors de la période d'expansion économique, la probabilité de pertes au cours de la phase de contraction ultérieure est incorporée et les provisions sont plus importantes que les provisions habituelles. Les éventuelles pertes sont ainsi étalées sur l'ensemble du cycle économique. La résistance des établissements financiers à un choc négatif, tel que, pour notre propos, un repli des prix des logements, est par conséquent renforcée. Un système de provisionnement dynamique a été mis en place en Espagne depuis juillet 2000<sup>195</sup>.

Enfin, la réalisation plus systématique de test de stress a été avancée, de façon à surveiller plus étroitement l'exposition aux risques et, le cas échéant, de prendre les mesures appropriées. Ces tests devraient mesurer l'impact d'un scénario combinant plusieurs chocs macroéconomiques, entre autres un relèvement des taux d'intérêt, une baisse de l'activité et un effondrement des prix immobiliers. L'effet de richesse lié aux fluctuations des prix des logements devrait également être pris en considération dans la définition des modèles de risque.

---

194 ECB, 2005, *Financial Stability Review*, December 2005, p. 89. A la différence des provisions qui concernent des créances estimées non recouvrables, les fonds propres sont destinés à couvrir les pertes non attendues.

195 L'absence de développement de ce système de provisionnement dynamique dans d'autres pays est attribuée à un motif fiscal. Dans de nombreux pays, ces provisions ne sont pas admises comme des dépenses fiscalement déductibles, notamment en raison de la difficulté de déterminer et de contrôler l'ampleur de ces provisions. Cf. Contact Group On Asset Prices, *op. cit.*, p. 21.

### 8.2.3 UNE MEILLEURE PROTECTION ET INFORMATION DES EMPRUNTEURS

Une autre dimension essentielle de l'action des pouvoirs publics concerne la protection et la sensibilisation aux risques des candidats emprunteurs. Idéalement, ceux-ci devraient être correctement informés et conseillés sur les produits hypothécaires disponibles. Leur attention devrait en particulier être portée sur les implications d'un relèvement des taux sur le poids du service de la dette. Les emprunteurs seraient ainsi en mesure d'évaluer si les risques encourus sont acceptables, en fonction d'hypothèses suffisamment réalistes quant à l'évolution de leurs revenus et des taux. Dans ces conditions, un choix suffisamment réfléchi pourrait être effectué.

Or, d'après une étude consacrée au marché hypothécaire au Royaume-Uni<sup>196</sup>, dominé par la présence des taux variables, les emprunteurs sont peu informés et n'ont aucune vision de long terme. Leur attention se concentre sur la charge initiale de remboursement. La prise de conscience du risque de taux d'intérêt est très faible. Les emprunteurs, principalement les primo-accédants, ont tendance à se comporter comme si le taux initial était fixé pour toute la durée de l'emprunt. Les conseils fournis par le prêteur se révèlent de plus insuffisants. Ce phénomène de "myopie", pour reprendre les termes de l'auteur de cette étude, est aggravé par le développement de nouveaux produits d'une complexité accrue et, parfois, par des attentes trop optimistes quant aux revenus futurs.

La décision des ménages pourrait dès lors être mieux orientée et, partant, leur fragilité financière réduite par l'intermédiaire de différents canaux. Ceux-ci comprennent les conseils verbaux prodigués par le prêteur, la documentation fournie lors de la recherche de renseignements sur les possibilités d'emprunt et une meilleure compréhension des ménages eux-mêmes.

Au niveau belge, un projet est actuellement à l'étude au sein de la CBFA en vue de renforcer la protection de l'emprunteur. L'idée serait d'aligner la réglementation en matière de crédit hypothécaire sur celle applicable au crédit à la consommation. Selon un tel projet, les organismes de crédit seraient *légalement* tenus de fournir un conseil adapté à la situation précise de l'emprunteur<sup>197</sup>. D'autres exigences pourraient être spécifiées en complément à cette obligation. L'attention de l'emprunteur devrait par exemple être attirée sur les différences dans la charge financière globale en fonction de la formule de prêt choisie, ainsi que sur l'existence d'un plafond de déductibilité fiscale, de manière à éviter un endettement exagéré.

---

196 Miles, D., 2004, *The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View*, Final report and Recommendation, HM Treasury, March 2004, notamment pp. 27-28.

197 De Tijd, 2006, "Hypothecaire kredietnemers worden beter beschermd", *De Tijd*, 12 septembre 2006. A l'heure actuelle, le principe de fournir un conseil adapté en matière de crédit hypothécaire figure au niveau de recommandations à l'intention du secteur et ne présente donc aucun caractère contraignant (cf. UPC, Recommandations du Comité de direction aux membres de l'UPC relatives aux crédits à la consommation et aux crédits hypothécaires, disponibles sur le site Internet de l'organisation).

Une plus grande transparence en matière de taux hypothécaire est en outre revendiquée du côté des associations de protection des consommateurs. Comme l'a détaillé le chapitre trois, la révision d'un taux variable dépend de l'évolution d'un indice de référence légal. Le taux du contrat est adapté en fonction de l'écart entre l'indice initial et l'indice à la date de la révision. Cet indice doit figurer sur la feuille de tarifs officiels du prospectus de l'établissement de crédit. Or, il n'est pas requis que ce prospectus mentionne l'indice de référence le plus récemment publié au Moniteur belge. En cas de révision, le risque est donc que l'emprunteur subisse une hausse de taux plus prononcée, lorsque l'indice initial appliqué par l'institution de crédit est antérieur et inférieur à l'indice officiel le plus récent au moment de la conclusion du prêt. De plus, l'indice du prospectus est uniquement à interpréter comme un maximum. Le prêteur reste libre d'accorder un taux plus avantageux.

L'éducation financière générale des consommateurs pourrait aussi être améliorée. Elle permettrait d'accroître leur compréhension des produits hypothécaires, des dispositions contractuelles ou du mode de variation des taux. Cette approche serait complémentaire à la protection des emprunteurs. Elle pourrait notamment être mise en œuvre grâce à des programmes spécifiques (des publications diverses, des campagnes d'information, etc.) ou par l'intégration de cette dimension dans les systèmes éducatifs.

#### **8.2.4 L'APPRÉHENSION DU MARCHÉ RÉSIDENTIEL**

La problématique de l'information est en fait plus globale. Des informations précises sur l'évolution du marché du crédit hypothécaire et du marché du logement sont essentielles. Elles constituent en effet des outils précieux à destination des pouvoirs publics. Une connaissance approfondie de ces marchés leur permet d'apprécier la nécessité, l'ampleur et l'impact possible de leur intervention. Des phénomènes de distorsion peuvent ainsi être écartés. La qualité de l'information est aussi déterminante pour les responsables de la politique monétaire.

A cet égard, les données disponibles pourraient être améliorées sur différents points. Une information détaillée de l'encours de la dette hypothécaire en fonction de la date d'échéance de révision de taux rend possible une analyse plus fine des risques en fonction d'un horizon temporel. De même, des données désagrégées selon les catégories socio-économiques de ménages permettent de cerner les ménages les plus vulnérables. Les améliorations pourraient également porter sur l'examen du comportement des prêteurs et des emprunteurs. Des informations quantitatives sur les conditions de prêt pourraient par exemple venir compléter les données plus qualitatives fournies par la *Bank Lending Survey*.

Le coût du logement pourrait aussi être déterminé de façon plus précise. De telles données concernent la progression des prix des loyers, avec une distinction entre les baux existants et les nouveaux loyers, ainsi que l'évolution des prix d'acquisition

d'un logement, tant sur le marché primaire que secondaire. L'intégration d'une dimension "qualité" du logement est aussi à développer afin d'appréhender au mieux le mouvement des prix. La plupart des indices de prix actuels ne tiennent en effet pas compte de la superficie du bien, de son équipement, etc.

Des dispositions ont déjà été prises dans le sens d'une amélioration de l'information. Ainsi, en Belgique, l'enregistrement gratuit des baux locatifs (anciens et nouveaux) dès le 1er janvier 2007 permettra une meilleure connaissance du marché locatif et assurera un suivi de son évolution. Les travaux des commissions paritaires locatives visent par ailleurs à mesurer la qualité des logements. L'effort vers une harmonisation des données nationales, tant au niveau des prix des logements que des indicateurs structurels (tel le taux de propriétaires) est aussi développé par la BCE.

## RÉSUMÉ ET CONCLUSION

Cette étude a analysé les principales caractéristiques et évolutions du marché belge du logement, tout en les replaçant dans le contexte européen. Les marchés résidentiels de la zone euro et du Royaume-Uni ont été privilégiés. Après une description de l'évolution des prix des logements, les différentes variables permettant d'expliquer et d'évaluer cette dynamique ont été étudiées en détail. L'accent a été placé sur les facteurs institutionnels. La situation du secteur locatif et l'influence du marché résidentiel sur la mobilité de la main-d'œuvre ont ensuite fait l'objet de développements spécifiques. Le rôle de l'immobilier sur le plan macroéconomique a aussi été mis en évidence, notamment en estimant les risques associés au mouvement actuel des prix. Les diverses possibilités d'intervention des autorités politiques ont enfin été envisagées.

Etant donné la diversité des questions abordées, nous synthétisons, dans cette conclusion, les principaux points examinés au cours des différents chapitres.

### *La dynamique des prix des logements : une évolution différenciée*

Dans la majorité des pays européens, les marchés résidentiels ont été particulièrement dynamiques depuis la fin des années 1990. Ces marchés nationaux ont cependant connu des évolutions différenciées. L'expansion des prix des logements a été la plus vigoureuse en Espagne, en Irlande et au Royaume-Uni, tandis que la croissance des prix s'est avérée négative en Allemagne et en Autriche.

En Belgique, l'augmentation des prix a été supérieure à la moyenne de la zone euro, sans être aussi soutenue que sur les marchés les plus dynamiques. Les années 2004 et surtout 2005 se sont toutefois démarquées de cette tendance, avec un phénomène d'accélération des prix : leur taux de croissance en 2005 a même été le plus élevé de la zone euro. L'établissement, en 2005, d'un nouvel indice des prix a en fait entraîné une révision à la hausse du taux de croissance annuel moyen des prix pour la période envisagée.

L'analyse des prix résidentiels doit précisément prendre en compte un ensemble de limitations méthodologiques. Les comparaisons entre les marchés européens sont complexifiées par l'absence de données harmonisées. Les données peuvent aussi différer au sein d'un même pays selon les sources utilisées et en fonction des méthodes employées. Les améliorations de la qualité des logements sont de plus rarement reflétées dans les indices de prix.

Une comparaison historique a permis de relativiser le phénomène d'expansion des prix des logements, mais aussi de mettre en évidence les spécificités du cycle actuel. A un niveau global, ce cycle se caractérise par sa durée et son ampleur, par sa déconnexion avec le cycle conjoncturel, ainsi que par une certaine synchronisation

entre les pays. Ce parallélisme est cependant moins prononcé au sein de la zone euro.

Le cycle immobilier en Belgique a été comparé à celui qu'ont connu d'autres pays européens. Ceux-ci ont généralement enregistré une correction de leur marché résidentiel à la fin des années 1980 ou au début des années 1990. L'évolution sur le marché belge s'est en revanche singularisée par une croissance modérée et continue des prix, amorcée depuis le début des années 1980, et suivie, on vient de le souligner, d'une intensification du rythme de progression des prix en 2004 et 2005. En fait, le cycle belge a présenté plusieurs similitudes avec celui des Pays-Bas, jusqu'au milieu des années 1990, pour connaître ensuite sa dynamique propre.

L'examen du cycle actuel a également été effectué dans un contexte "strictement belge", en le confrontant à l'expansion des prix des années 1970. Cette comparaison a révélé un rythme de progression annuel des prix moins prononcé que par le passé, à l'exception notable de 2005, ainsi que des fluctuations moins amples des prix. Comme elle s'est déroulée sur une période relativement longue, la hausse cumulée des prix reste néanmoins substantielle. D'autres indicateurs, tels que l'évolution du nombre des permis de bâtir ou des logements entamés, ont en outre confirmé le dynamisme du marché du logement.

Les développements du marché résidentiel présentent des écarts selon les Régions, mais aussi selon les types de biens immobiliers. Les niveaux de prix les plus élevés, toutes catégories de biens confondues, sont observés en Région de Bruxelles-Capitale. Concernant le taux de croissance des prix, la Flandre se distingue par une forte accélération du prix des terrains à bâtir depuis la seconde moitié des années 1990. Même s'il est de moindre ampleur, ce renchérissement du prix du foncier est aussi constaté dans les deux autres Régions. Une préférence grandissante se manifeste par ailleurs pour les appartements par rapport aux maisons d'habitation. Cette tendance traduit des modifications démographiques et de choix de style de vie, mais aussi une alternative face à l'augmentation des prix des autres catégories de biens. Un déplacement s'est en outre opéré du marché primaire vers le marché secondaire, probablement en raison de la flambée du prix des terrains. Cette tendance est plus marquée en Flandre.

La controverse sur la hausse des prix en Région de Bruxelles-Capitale a fait l'objet d'un examen spécifique. Certains observateurs concentrent une flambée des prix assez spectaculaire sur l'année 2005, tandis que d'autres étalent l'augmentation sur plusieurs années. Ces évaluations divergentes s'expliquent par les différentes méthodes utilisées. Les écarts s'amenuisent néanmoins de façon considérable lorsque de plus longues séries temporelles sont envisagées.

### *Evaluation du niveau de soutenabilité des prix par trois approches*

La croissance prolongée des prix des logements dans la plupart des pays a suscité de nombreuses inquiétudes quant à la présence d'une bulle immobilière ou d'un phénomène de surévaluation. Trois approches ont dès lors été adoptées pour évaluer la soutenabilité du niveau des prix. L'analyse des variables fondamentales des prix des logements a été complétée par l'étude d'une série d'indicateurs et par la prise en compte du rôle de l'immobilier en tant qu'instrument de placement.

Les fondamentaux permettent de rendre compte, pour une large part, de la dynamique des prix sur la plupart des marchés résidentiels. Celle-ci est principalement attribuable à une vive augmentation de la demande de logements, qui n'a rencontré qu'une réponse limitée du côté de l'offre, inévitablement inélastique sur le court terme.

Cette demande a été alimentée par la conjugaison de multiples facteurs. Elle a tout d'abord été soutenue par la progression du revenu disponible des ménages. Des facteurs démographiques ont aussi exercé une influence. Le nombre de ménages a augmenté suite à la réduction de la taille des ménages et, dans certains pays, à la présence d'une forte immigration. La part des groupes de la population en âge de constituer un ménage s'est également accrue dans plusieurs pays. De plus, un rôle prépondérant a été joué par les conditions très favorables de financement hypothécaire. La demande a encore été alimentée par les politiques des pouvoirs publics en faveur de l'accession à la propriété.

Cette forte demande a été confrontée à une rareté naturelle de terrains disponibles, mais la rigidité de l'offre a parfois été renforcée par des réglementations et formalités contraignantes en matière d'urbanisme et d'aménagement du territoire.

La progression plus modérée des prix en Belgique, du moins jusqu'en 2004, s'explique par l'évolution de ces différents paramètres. Les croissances économique et démographique y ont été moins prononcées par rapport aux marchés résidentiels les plus vigoureux. Le faible niveau d'inflation a également rendu les taux d'intérêt réels moins attractifs par comparaison aux pays à inflation élevée. La hauteur des coûts de transaction a aussi eu pour effet de tempérer la demande. Plusieurs facteurs ont été avancés pour rendre compte de l'accélération des prix dès 2004 : elle peut être attribuée à un phénomène de rattrapage, à un assouplissement supplémentaire des conditions de financement, de même qu'à l'instauration d'un nouveau système d'incitant fiscal en faveur de la propriété.

L'étude de divers ratios a affiné l'analyse du caractère soutenable du niveau des prix. La solvabilité de la demande a été appréhendée par le ratio d'accessibilité financière au logement et par le rapport entre le coût de la location et celui de la propriété. Des ajustements ont été apportés aux ratios afin de tenir compte de l'influence de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires et des spécificités du marché résidentiel.

Le décalage croissant de ces ratios par rapport à leur moyenne de longue période ne suffit pas à conclure définitivement à une surévaluation, mais appelle néanmoins à la prudence et à une surveillance étroite des évolutions du marché. L'état d'équilibre du marché a aussi été examiné par le ratio entre le prix du logement neuf et ancien : son évolution traduit le renchérissement du prix du foncier.

La prise en considération de la nature d'actif de l'immobilier conduit à des résultats analogues. Si le rendement de l'immobilier, par comparaison à celui d'autres actifs, s'est déjà révélé plus attrayant dans le passé, il reste néanmoins à un niveau qui peut être jugé raisonnable. Les caractéristiques du marché du logement viennent ici aussi complexifier l'estimation.

*Les facteurs institutionnels : l'influence des prêteurs et des pouvoirs publics*

Parmi les diverses variables qui ont orienté la demande, une attention particulière a été accordée à l'influence de la structure du marché du crédit hypothécaire et à l'action des pouvoirs publics, en particulier en Belgique.

Concernant le marché du crédit hypothécaire, une série de tendances communes entre pays européens ont été dégagées. Les emprunteurs ont largement bénéficié de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires, la durée des contrats de prêt et les quotités de financement ont augmenté, la gamme de produits disponibles s'est étoffée et la compétition entre les organismes prêteurs s'est intensifiée. Les contraintes de financement se sont ainsi amplement relâchées. La forte croissance des crédits au logement qui en a résulté s'est accompagnée d'un alourdissement de la dette hypothécaire des ménages. Les écarts selon les pays restent néanmoins substantiels, tant en ce qui concerne le niveau que la croissance de cette dette.

Malgré cette convergence, les marchés hypothécaires nationaux conservent leurs spécificités. Celles-ci ont essentiellement trait à la diversité des produits proposés, aux caractéristiques des contrats, aux réglementations en vigueur et à la structure du système financier. Outre les préférences historiques, ces singularités reflètent les divergences dans le rythme du processus de libéralisation des marchés financiers.

En Belgique, les contrats sont majoritairement conclus à taux fixe, à l'exception de 2004, où les taux variables ont constitué l'essentiel des contrats. Toute une série d'innovations hypothécaires se sont récemment développées, notamment les prêts accordés, les formules avec un plan de remboursement flexible ou encore les crédits postposant le remboursement du capital. Avec l'apparition de formules de prêts sur 30 ou 40 ans, la durée autrefois traditionnelle des prêts sur 20 ans a tendance à s'allonger. En outre, les quotités de financement sont relativement élevées dans le contexte européen.

La réglementation belge comporte plusieurs dispositions pour protéger l'emprunteur. La variabilité des taux est tout d'abord encadrée par un système de taux de référence et des limites de fluctuation. Des écarts trop prononcés de taux sont ainsi évités et la capacité de remboursement de l'emprunteur est préservée. Les pénalités au refinancement d'emprunt sont ensuite plafonnées. Les pratiques commerciales abusives sont également limitées par les obligations en matière d'information et les conditions d'application de réductions conditionnelles. Afin d'empêcher un endettement excessif des ménages, le prêteur a enfin l'obligation légale de consulter la Centrale des crédits aux particuliers.

Le marché du crédit hypothécaire est dominé par la présence de quatre grands groupes de bancassurance. La concurrence est très vive entre les prêteurs au niveau de l'offre globale de produits proposée à l'emprunteur, qui dispose d'un certain pouvoir de négociation pour obtenir les tarifs les plus avantageux. A propos du mode de financement des prêts, les banques financent pour une large part leurs créances hypothécaires grâce aux dépôts des particuliers.

Malgré les évolutions récentes, le marché du crédit hypothécaire belge peut être qualifié d'assez "classique" par rapport à celui d'autres pays. Cette évaluation se justifie par le comportement traditionnellement prudent des emprunteurs et des banques belges, par la réglementation en vigueur, ainsi que par l'absence significative du phénomène d'extraction hypothécaire. En effet, contrairement à la situation prévalant sur d'autres marchés résidentiels, les propriétaires belges n'ont pas tiré parti de la valorisation de leur patrimoine immobilier pour financer des dépenses de consommation supplémentaires, effectuer des placements ou restructurer leur bilan. Le niveau et l'accroissement de la dette hypothécaire des ménages restent en outre comparativement modérés.

L'action des pouvoirs publics belges en faveur de l'accession à la propriété a été examinée selon les niveaux de pouvoir compétents. Au niveau fédéral, des avantages fiscaux sont accordés pour le financement hypothécaire d'un logement. Ces incitants ont été élargis en 2005, par l'introduction de la déduction pour habitation propre et unique, qui a probablement stimulé la demande de logements. Cette déduction se caractérise par le regroupement des dépenses hypothécaires en un montant forfaitaire unique, déductible de la base imposable, ainsi que par une majoration au cours des dix premières années du prêt. L'instauration de la mesure a été motivée par le souhait de favoriser les jeunes ménages et les ménages modestes dans l'accession à leur premier logement.

Le mode de taxation du patrimoine immobilier influence aussi les décisions d'investissement. Si le régime fiscal comporte un biais en faveur de l'habitation propre, la possession d'une richesse sous forme immobilière peut néanmoins comporter certains avantages pour le propriétaire. L'impact de la déclaration libératoire unique, a aussi été évoqué : cette opération de régularisation des revenus a sans doute contribué à alimenter la demande en logements, notamment de secondes résidences.

Les Régions ont instauré, selon diverses modalités, un ensemble de réductions des droits d'enregistrement, entre autres pour faciliter l'accès à la propriété des ménages. En Flandre, outre un abaissement général des tarifs, un système d'abattement et un régime de reportabilité des droits sont d'application. La Région de Bruxelles-Capitale a introduit un régime d'abattement. Ces deux Régions ont récemment étendu leur système d'abattement. Des projets de réduction du taux des droits d'enregistrement ou de reportabilité sont envisagés en Région wallonne. Malgré ces diverses diminutions, les coûts de transaction restent toutefois relativement élevés en Belgique. Ce haut niveau a toutefois pour effet positif de limiter le développement de comportements spéculatifs et la volatilité des prix.

Selon les Régions, différentes interventions sont par ailleurs proposées aux futurs propriétaires. Ceux-ci peuvent, sous des conditions bien précises, bénéficier de prêts à conditions préférentielles, de subsides à l'achat ou à la construction, ou encore d'un système d'assurance gratuite lors de la conclusion d'un emprunt.

Si ces multiples actions gouvernementales ont certainement stimulé la demande, leur impact sur la dynamique des prix reste néanmoins difficilement quantifiable. L'hypothèse d'une capitalisation des avantages dans les prix des logements est à relativiser par l'influence simultanée des autres variables, la limitation de ces incitants à l'habitation propre et l'absence d'information des vendeurs sur les aides que peuvent revendiquer les acquéreurs.

### *Le secteur locatif au sein du marché résidentiel*

Le marché résidentiel ne se réduit pas au marché acquisitif. Un secteur locatif suffisamment ample assure la liquidité et le fonctionnement efficace du marché du logement. Le déplacement de la main-d'œuvre est de même encouragé.

L'importance de ce secteur est variable selon les pays européens, même si ceux-ci ont tous connu un rétrécissement de leur marché locatif au cours de ces dernières années. La part du logement social est aussi très hétérogène. En Belgique, l'importance du secteur locatif et, au sein de celui-ci, du logement social, est plutôt modérée dans le contexte européen.

Le développement du marché locatif dépend notamment des règles en vigueur dans ce secteur. L'analyse de la réglementation s'est concentrée sur le marché belge. Le mode d'évolution du coût des loyers connaît d'une part une segmentation. L'augmentation de l'indice santé limite la hausse du loyer d'un contrat de bail existant, tandis que le prix d'un nouveau contrat est fixé librement entre les parties. Cette différenciation exerce un impact négatif sur la mobilité résidentielle des travailleurs, qui risquent d'être confrontés à un loyer plus élevé, davantage déterminé par le niveau des prix sur le marché de l'acquisition. En parallèle à ce mode de fixation des loyers, la législation protège d'autre part le locataire en établissant des règles afférentes à la durée et à la mise à fin du bail.

Les difficultés du marché locatif belge ont été soulignées. Un déséquilibre se manifeste entre l'offre et la demande, ce qui oriente le coût des nouveaux loyers à la hausse. Les logements mis sur le marché sont souvent de qualité déficiente et inadaptés à la demande. En outre, les prix des loyers sont devenus une charge excessive pour le budget des locataires les plus modestes. Dans ce contexte, un large débat sur la problématique des loyers s'est développé et toute une série de propositions ont été formulées. Le gouvernement fédéral a déjà décidé d'un ensemble de dispositions pour améliorer le fonctionnement du secteur locatif. Celles-ci concernent une réforme du régime de la garantie locative, un renforcement de la protection des locataires, un incitant fiscal à la rénovation de logements, une amélioration de la procédure de réquisition, ainsi qu'un mécanisme de modération des loyers. Parmi les suggestions avancées dans le débat sur les loyers, figuraient aussi l'octroi d'une allocation, une réforme de la fiscalité immobilière et le développement du logement social. Une distinction a été établie entre les diverses mesures, selon qu'elles visent à solvabiliser la demande ou à accroître l'offre en augmentant le nombre et la qualité des logements donnés en location.

#### *L'impact du marché du logement sur la mobilité de la main-d'oeuvre*

Des frais de transaction élevés peuvent réduire la propension des travailleurs à déménager pour exercer un nouvel emploi. Ces coûts concernent tant le propriétaire que le locataire d'un logement, mais sont plus importants pour les premiers, dont le taux de mobilité est aussi inférieur. Diverses initiatives ont été adoptées afin d'encourager la mobilité résidentielle. Pour les propriétaires, les réductions régionales de droits d'enregistrement stimulent leur mobilité, pour autant qu'elle soit une mobilité intra régionale. La propension à migrer des locataires pourrait être facilitée par le projet belge d'encadrement des loyers. Néanmoins, un approfondissement des réductions des coûts de transaction et un plus large développement du secteur locatif pourraient venir stimuler davantage le déplacement des travailleurs.

Les coûts de transaction ne constituent cependant pas un élément déterminant. Toute une série d'autres paramètres exercent une influence prépondérante dans la décision d'un travailleur d'occuper un emploi en dehors de sa région, dont la structure du marché du travail, les barrières linguistiques ou encore des facteurs d'ordre subjectif. Le travailleur peut aussi faire le choix de la "navette".

#### *L'immobilier résidentiel sur le plan macroéconomique : une analyse des risques*

L'immobilier résidentiel occupe une place considérable dans l'économie, tant au niveau du patrimoine et des dépenses des ménages, que de l'activité des organismes de crédit. Le fonctionnement du marché du logement a également une incidence sur l'activité économique. Il influence les dépenses de consommation privée par le biais d'un effet de richesse, d'un effet de revenu et par le canal du crédit. L'investissement résidentiel est aussi affecté par les variations des prix des logements. Les liens entre les fluctuations des prix immobiliers et la consommation sont cependant

assez complexes. Ces relations dépendent en fait des chocs à l'origine des variations de prix, de la position financière nette des ménages, de la structure particulière des marchés résidentiel et hypothécaire nationaux, ainsi que de la dynamique propre à ces variables.

L'analyse s'est concentrée sur les risques, pour la stabilité économique et financière, associés aux mouvements des prix. L'impact d'un arrêt de la dynamique actuelle pourrait être significatif, précisément en raison des liens étroits entre le marché résidentiel et l'économie. En accroissant leur vulnérabilité à une série de chocs adverses, l'alourdissement de la dette des ménages européens constitue de surcroît un facteur de préoccupation. Le secteur financier est également exposé, compte tenu de la part grandissante des prêts au logement dans leurs activités et leurs sources de revenus.

Après avoir établi une typologie des risques, plusieurs scénarios de chocs négatifs ont été envisagés, à la fois pour l'ensemble de la zone euro et pour l'économie belge. L'incidence d'une baisse du revenu disponible des ménages, d'une hausse des taux monétaires ou d'une correction des prix immobiliers a ainsi été évaluée.

En cas de concrétisation de tels scénarios, la consommation des ménages pourrait subir un fléchissement, suite à des effets de richesse et de confiance négatifs. L'investissement pourrait également connaître un ralentissement. Ces évolutions auraient certainement des répercussions sur l'emploi, les finances publiques et l'activité économique. La stabilité du secteur financier pourrait aussi être affectée, en particulier par la dégradation de la qualité du crédit, par la détérioration de la valeur du collatéral que constitue le logement ou encore par la hausse du coût de refinancement.

Ces différents risques ont néanmoins pu être nuancés par un ensemble de facteurs ou d'indicateurs, à la fois du point de vue des ménages et des institutions financières.

Du point de vue des ménages européens, l'impact du relèvement progressif des taux monétaires par la BCE, entamé fin 2005, demeure jusqu'à présent plutôt limité. La part des contrats sujets à une révision de taux sur le court terme reste en effet assez faible. Pour ces contrats en cours, le poids du service de la dette des ménages demeure à un niveau jugé soutenable. Concernant les nouveaux contrats, la hausse se répercute principalement sur les prêts comportant une courte échéance de révision de taux. Les crédits à taux fixe sont par contre davantage influencés par l'évolution des taux longs. Le différentiel entre les taux fixes et les taux variables s'est réduit et a rendu les premiers plus attractifs. La demande de nouveaux crédits n'a de plus que légèrement ralenti, sans doute en raison des attentes d'une poursuite du resserrement monétaire. L'allongement des contrats de prêt permet aussi de compenser la hausse des charges financières.

La position financière des ménages reste également solide, malgré la progression de leur dette hypothécaire. La part des créances hypothécaires irrécouvrables est en outre relativement faible. L'analyse microéconomique fait enfin apparaître que l'essentiel de la dette hypothécaire est détenue par les ménages disposant des revenus les plus élevés et les plus stables. La plus grande fragilité, à un niveau désagrégé, de certaines catégories d'emprunteurs ne doit cependant pas être négligée.

Les organismes prêteurs ont quant à eux réduit les risques d'une hausse des taux monétaires par la diversification des sources de financement et le recours au marché secondaire. Leur comportement en matière d'octroi des prêts devrait de plus leur permettre de gérer le risque d'une diminution des prix des logements. De surcroît, ces institutions financières bénéficient plus globalement d'une position assez solide.

La rigidité à la baisse du marché résidentiel et sa faible liquidité atténuent par ailleurs le risque d'un effondrement des prix. L'ajustement se traduit davantage par une baisse des transactions immobilières et par une stagnation des prix, ce qui modère le risque d'une dégradation du bilan des ménages et des prêteurs.

Ce ne serait que si les chocs macroéconomiques s'avéraient réellement substantiels que la stabilité économique et financière pourrait être mise en danger.

L'exposition aux risques de l'économie belge apparaît également assez réduite. Cette évaluation est justifiée par plusieurs éléments, dégagés au niveau la zone euro, mais aussi par des facteurs plus spécifiques : la législation belge, qui limite l'impact d'une révision d'un taux variable sur le poids du service de la dette, le profil de consommation des ménages et la hauteur des coûts de transaction qui est de nature à freiner la spéculation. L'examen des résultats de tests de stress et de différents indicateurs ont par ailleurs confirmé la solidité du système bancaire belge.

Malgré cette atténuation des risques, les facteurs incitant à la prudence ont été soulignés. La dette des ménages poursuit tout d'abord son expansion, même si elle reste modérée dans une comparaison internationale. Ensuite, avec les innovations hypothécaires, les risques ont peut-être été simplement déplacés sur le plus long terme. Le niveau de spéculation immobilière est de plus difficilement mesurable. L'ampleur et la durée de l'expansion des prix immobiliers accentuent aussi le danger d'un accroissement des risques. Les différents chocs peuvent de surcroît se conjuguer et, en se renforçant mutuellement, augmenter leur impact négatif. Enfin, par l'interdépendance entre les économies européennes, une correction d'un marché national pourrait exercer des effets de débordement dans d'autres pays. L'exposition aux risques est en fait loin d'être homogène sur les différents marchés.

### *Les possibilités d'action des autorités politiques : enjeux et difficultés*

Les possibilités d'intervention des responsables de la politique monétaire et des gouvernements nationaux ont été examinées, tout en insistant sur les difficultés et les dilemmes rencontrés par ces instances dans leur objectif de stabilisation des cycles immobiliers.

L'efficacité d'une action de la part des autorités monétaires est apparue plutôt restreinte. Celles-ci sont confrontées à la difficulté d'identifier le caractère excessif des prix, ainsi que de déterminer l'opportunité et l'ampleur de leur intervention. Dans le cadre européen, l'hétérogénéité des marchés selon les pays vient aussi complexifier la tâche de la BCE. Une réaction à l'échelle nationale semble dès lors préférable.

Différentes possibilités d'action ont été développées à cet égard. Les gouvernements nationaux sont tout d'abord en mesure d'orienter l'offre et la demande de logements par la fiscalité et la politique du logement. Comme les politiques de soutien à la demande semblent avoir atteint leurs limites, la tendance amorcée vers un accroissement de l'offre devrait être renforcée. Cette inflexion permet de résoudre l'apparente contradiction entre le souhait de freiner la croissance des prix et celui de favoriser l'accession à la propriété des primo-accédants.

L'amélioration de l'offre suppose une augmentation de la quantité et de la qualité des logements disponibles. Le marché locatif devrait de surcroît recevoir une attention supplémentaire. Les actions déjà entreprises par les pays européens en faveur de l'offre concernent l'assouplissement des réglementations existantes, le développement de statuts hybrides de propriété, la stimulation de la création de nouveaux logements ou de la rénovation du stock existant. Au niveau belge, les différents niveaux de pouvoir sont concernés par cette question du renforcement de l'offre. Les perspectives offertes par l'instrument fiscal pour rencontrer ces objectifs ont notamment été mises en exergue.

La demande de logements devrait aussi être tempérée, en particulier par une modification du cadre fiscal. Toute mesure de réforme impose cependant une certaine précaution pour assurer la compatibilité des différents objectifs politiques menés, l'efficacité des mesures adoptées et un choix opportun de calendrier de mise en œuvre, afin d'écarter la volatilité du marché.

A la différence des autres pays européens, la Belgique a récemment élargi son système d'avantage fiscal à l'accession à la propriété pour répondre à un objectif d'équité. Tout en maintenant le principe d'un tel incitant, des propositions ont été formulées pour éviter qu'il ne conduise à un endettement excessif des ménages. L'instauration d'une limitation dans le temps des réductions fiscales a ainsi été suggérée. Un apaisement des tensions du marché immobilier est également recherché à travers une modification de la fiscalité immobilière, afin d'aligner davantage la taxation du patrimoine immobilier sur la réalité du marché et de modérer la demande.

En réponse à la dynamique des prix, les gouvernements peuvent ensuite augmenter la résistance des établissements financiers à d'éventuels chocs par une surveillance plus étroite de leur comportement en matière d'octroi de prêt, par l'établissement d'un système de provisionnement dynamique et par le développement plus systématique de tests de stress, intégrant différents types de chocs macroéconomiques.

L'information à la disposition des emprunteurs et des autorités politiques pourrait enfin être optimisée. D'une part, mieux informés et conseillés, les emprunteurs seront à même d'effectuer un choix avisé, susceptible de limiter les sources de risques. Cette amélioration passe par un relèvement des obligations d'information et de conseil du prêteur, mais aussi par un renforcement de l'éducation financière globale des citoyens. D'autre part, les données sur le marché résidentiel et du crédit hypothécaire pourraient être davantage détaillées. Elles permettraient une meilleure appréhension de l'évolution de ces marchés, de même qu'une analyse plus performante des risques de la part des décideurs. Diverses mesures ont été déjà prises en ce sens en Belgique. La tendance vers une harmonisation des données, actuellement en cours au niveau européen, facilite de plus la comparaison entre les différents pays.

En conclusion, à l'instar d'autres pays européens, le marché résidentiel belge connaît actuellement un ralentissement en douceur. Un certain tassement se marque dans le taux de croissance des prix des logements et le nombre de transactions enregistre une diminution. La hausse des taux d'intérêt a vraisemblablement joué un rôle dans cette évolution.

Il ressort en outre de l'analyse que les risques d'un phénomène de surévaluation ou de bulle immobilière sont limités en Belgique. La prudence et la vigilance restent cependant requises. Les développements futurs des marchés du logement et du crédit doivent être suivis avec attention. Les autorités politiques ont à leur disposition toute une série d'instruments pour apaiser les tensions et éviter la formation de déséquilibres. Plusieurs dispositions ont d'ailleurs été adoptées en vue de rencontrer cet objectif.

## BIBLIOGRAPHIE

Ahearne, A., J. Ammer, B. Doyle, L. Krole and R. Martin, 2005, "House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No 841, September 2005.

Ahnert, H. and A. Page, 2005, "Euro area residential property prices: the aggregation of non-harmonised national data", BIS Paper No 21, April 2005, pp. 288-307.

Ahrend, R., P. Catta and R. Price, 2006, "Factors Behind Low Long-Term Interest Rates", OECD Economics Department Working Paper No 490, 13 June 2006.

Altissimo, F., E. Georgiou, T. Sastre, G. Sterne, M. Stocker, M. T. Valderrama, M. Weth, K. Whelan and A. Willman, 2005, "Wealth and Asset Price Effects on Economic Activity", ECB Occasional Paper Series No 29, June 2005.

Angeloni, I. and M. Ehrmann, 2003, "Monetary Policy Transmission in the Euro Area: Any Changes after EMU ?", ECB Working Paper No 240, July 2003.

Artus, P., 2006, "Prix de l'immobilier, transferts intergénérationnels et vieillissement", IXIS, Corporate & Investment Bank, Flash No 197, 16 mai 2006, (<http://www.ixis-cib.com>).

Artus, P., 2006, "Distinguer entre ce qui est lié aux politiques monétaires nationales et ce qui est lié à la politique monétaire mondiale", IXIS, Corporate & Investment Bank, Flash No 220, 2 juin 2006, (<http://www.ixis-cib.com>).

Ayuso, J. and F. Restoy, 2003, "House Prices and Rents: An Equilibrium Asset Pricing Approach", Banco de España Working Paper No 304.

Barceló, C., 2006, "Housing Tenure and Labour Mobility: A Comparison Across European Countries", Banco de España Working Paper No 603.

Baugnet, V., D. Cornille et M. Druant, 2003, "Le marché belge du logement dans une perspective européenne", *Revue Economique*, BNB, 2ème trimestre 2003, pp. 37-52.

Baveye J., M. Herman, N. Massinon, J. Nulens et A. Van Buggenhout, "Le patrimoine de la nation : une première ébauche", *Bulletin de Documentation*, Ministère des Finances, 64ème année, No 3, Mai-Juin 2004, pp. 3-86.

*Belgian Prime News*, 2006, "Special topic : House price developments in Belgium", BNB, No 32, June 2006.

Benito, A. and J. Power, 2004, "Housing equity and consumption: insights from the Survey of English Housing", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, Volume 44, No 3, Autumn 2004, pp. 302-309.

Benito, A., J. Thompson, M. Waldron and R. Wood, 2006, "House prices and consumer spending", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, Volume 46, No 2, Summer 2006, pp. 142-154.

Herben, R., Kerstin B. and M. Mastrogiacomo, 2006, "Households' Response to Wealth Changes: Do Gains or Losses make a Difference?", DNB Working Paper No 90, February 2006.

Bernard, N., 2006, "Loyers : comment sortir de l'impasse ? Huit propositions pour un encadrement praticable et équilibré des loyers", *Les Echos du Logement*, No 1, Mars 2006, pp. 1-13.

Bernard, N., 2006, "L'allocation-loyer (couplée à un conventionnement des loyers) : non pas la panacée, mais un remède directement opérationnel face à la crise du logement", *Les Echos du Logement*, No 3, Août 2006, pp. 9-21.

Bex, S. et K. T'Sijen, 2006, "Proposition de loi modifiant le Code des impôts sur les revenus 1992 en vue de limiter à une durée de 30 ans la déductibilité fiscale d'un emprunt hypothécaire", Chambre des représentants de Belgique, Doc. 51 2598/001, 5 juillet 2006.

Blavier, J., 2006, "La Belgique est fort gourmande en frais de transaction", *L'Echo*, 3 février 2006.

Blavier, J., 2006, "Le débat sur les prix du résidentiel fait rage", *L'Echo*, 26 mai 2006.

Blavier, J., 2006, "Bruxelles reste une capitale bon marché", *L'Echo*, 22 septembre 2006.

Blavier, J., 2006, "150.000 terrains à bâtir disponibles pour les ménages flamands", *L'Echo*, 10 novembre 2006.

Blavier, J., 2007, "L'imagination au pouvoir pour contrer l'envol des prix", *L'Echo*, 12 janvier 2007.

Blot, C., 2006, "Peut-on parler de bulle sur le marché immobilier au Luxembourg ?", Cahier d'études Working Paper No 20, Banque Centrale du Luxembourg, Mai 2006.

BNB, 2003, *Bulletin statistique*, 2003-II.

BNB, 2004, *Financial Stability Review* 2004, June 2004.

BNB, 2005, *Rapport 2004*, Février 2005.

BNB, 2005, *Financial Stability Review* 2005, June 2005.

BNB, 2006, *Rapport 2005*, Février 2006.

BNB, 2006, *Financial Stability Review* 2006, June 2006.

BNB, 2006, Réponses au questionnaire de l'OECD Committee on Financial Markets *Household sector debt, housing markets and new mortgages products*. Ce document nous a été aimablement remis par T. Schepens de la BNB.

BNB, 2007, *Bulletin statistique*, 2006-IV, Janvier 2007.

BNB, 2007, *Statistiques, Centrale des crédits aux particuliers – 2006*, Janvier 2007.

Borio, C. and P. Lowe, 2002, “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”, BIS Working Paper No 114, July 2002.

Boutillier, M., D. Gabrielli et R. Monfront, 2005, “L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro”, *Bulletin de la Banque de France*, No 144, Décembre 2005, pp. 33-44.

Brounen, D., P. Neuteboom and A. van Dijkhuizen, 2006, “House Prices and Affordability - A First and Second Look Across Countries”, DNB Working Paper No 83, January 2006.

Bruggeman, A., M. Hradisky et V. Périlleux, 2005, “Prix des actions et de l'immobilier et politique monétaire”, *Revue Economique*, BNB, 3ème trimestre 2005, pp. 69-84.

Catte, P., N. Girouard, R. Price et C. André, 2004, “La contribution des marchés du logement à la résilience économique”, *Revue économique de l'OCDE*, No 38, pp. 139-173.

Čech, Z., 2006, “Ireland: no place like (my own) home?”, ECFIN Country Focus, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Volume III, Issue 13, 20 October 2006.

Charlet, M., 2006, “Une flambée très contestée”, *Le Soir*, 20 mai 2006.

Chauvin, V. et S. Le Bayon, 2005, “Logement : sommets atteints?”, *Lettre de l'OFCE*, Presses de Science Po, No 257, 9 février 2005.

Chauvin, V. et G. Dupont, 2003, “Les taux d'intérêt soutiennent l'immobilier”, *Lettre de l'OFCE*, Presses de Science Po, No 231, 10 février 2003.

Chirinko, R., L. de Haan and E. Sterken, 2004, “Asset Price Shocks, Real Expenditures, and Financial Structure: A Multi-Country Analysis”, DNB Working Paper No 14, October 2004.

Collins, C. and A. Senhadji, 2002, “Lending Booms, Real Estate Bubbles and The Asian Crisis”, IMF Working Paper 02/20, January 2002.

Committee on the Global Financial System, 2006, “Housing finance in the global financial market”, CGFS Papers No 26, CGFS working group report, January 2006.

Confédération Construction, 2006, *Les bonnes performances de la construction*, 13 juin 2006, ([http://www.confederatiebouw.be/press/releases/2006/annualreport/13062006\\_web\\_2\\_fr.pdf](http://www.confederatiebouw.be/press/releases/2006/annualreport/13062006_web_2_fr.pdf)).

Confédération Construction, 2006, *La Confédération Construction se réjouit des nouvelles mesures fiscales pour la rénovation, mais elle s'interroge sur les motivations budgétaires de la Table ronde*, 17 octobre 2006, ([http://www.confederationconstruction.be/press/releases/2006/17\\_10\\_2006.fr.asp](http://www.confederationconstruction.be/press/releases/2006/17_10_2006.fr.asp)).

Conseil supérieur des Finances, Section Fiscalité et Parafiscalité, 1997, *Taxation des loyers et réforme de la fiscalité immobilière*, Février 1997.

Conseil supérieur des Finances, Section Fiscalité et Parafiscalité, 2002, *Avis sur les déductions à l'impôt des personnes physiques*, Novembre 2002.

Contact Group On Asset Prices, 2002, *Turbulence in Asset Markets: The Role of Micro Policies*, September 2002.

Cornille, D., 2006, “Un nouvel indice des prix à la consommation national et dix ans d'IPCH”, *Revue économique*, BNB, Juin 2006, pp. 29-43.

Costa, A. et J.-P. Schaefer, 2006, “Quelques expériences européennes sur de nouvelles formes de propriété”, *L'Observateur de l'Immobilier*, No 67, Février 2006, pp. 26-32.

Debelle, G., 2004, “Macroeconomic implications of rising household debt”, BIS Working Paper No 153, June 2004.

de Bondt, G., 2005, “Interest rate pass-through : empirical results for the euro area”, *German Economic Review*, Volume 6, Issue 1, February 2005.

De Bruyne, K. and J. Van Hove, 2006, “Explaining the spatial variation in housing prices: an economic geography approach”, Center for Economic Studies, Discussion Paper Series DPS No 15, September 2006.

De Tijd, 2006, “Hypothecaire kredietnemers worden beter beschermd”, *De Tijd*, 12 september 2006.

De Tijd, 2006, “Vastgoedhousse nergens zo sterk als in België”, *De Tijd*, 16 juni 2006.

ECB, 2003, *Structural factors in the EU housing market*, March 2003.

ECB, 2004, *Financial Stability Review*, December 2004.

ECB, 2005, *Monthly Bulletin*, April 2005.

ECB, 2005, *Financial Stability Review*, June 2005.

ECB, 2005, *Monthly Bulletin*, July 2005.

ECB, 2005, *Financial Stability Review*, December 2005.

ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, February 2006.

ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, May 2006.

ECB, 2006, *Financial Stability Review*, June 2006.

ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, June 2006.

ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, August 2006.

ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, September 2006.

ECB, 2006, *EU banking sector stability*, November 2006.

ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, November 2006.

ECB, 2006, *Financial Stability Review*, December 2006.

ECB, 2006, *Monthly Bulletin*, December 2006.

ECB, 2007, *Monthly Bulletin*, January 2007.

Eiglsperger, M., 2006, “Residential property price statistics for the euro area and selected EU countries”, Paper présenté à l’OECD-IMF Workshop Real Estate Price Indexes, Paris, 6-7 November 2006, (<http://www.oecd.org>).

ERA, 2005, “ERA Europe Market Survey 2004/2005”, Issue No 5, September 2005.

Erlandsen, E., J. Lundsgaard and F. Huefner, 2006, “The Danish Housing Market: Less Subsidy and more Flexibility”, OECD Economics Department Working Papers No 513, 8 September 2006.

Eschenbach, F. and L. Schuknecht, 2002, “The Fiscal Costs of Financial Instability Revisited”, ECB Working Paper No 191, November 2002.

Eugène, B., Ph. Jeanfils et B. Robert, 2003, “La consommation privée en Belgique”, BNB Working Paper No 39, Juin 2003.

European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, 2005, “Focus: housing markets and the business cycle in the euro area”, in *Quarterly Report on the Euro Area*, Volume 4, No 2, pp. 30-39.

European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, 2006, *Quarterly Report on the Euro Area*, Volume 5, No 1.

France, 2006, “Dealing with the strong dynamics of housing prices in euro-zone countries”, 14 February 2006, Paper présenté à la réunion de l’EPC Working Group on Eurogroup Issues du 27 février 2006.

Girouard, N. and S. Blöndal, 2001, “House Prices and Economic Activity”, OECD Economics Department Working Paper No 279, 26 January 2001.

Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord and C. André, 2006, “Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals”, OECD Economics Department Working Paper No 475, 23 January 2006.

Giuliodori, M., 2004, “Monetary Policy Shocks and the Role of House Prices Across European Countries”, DNB Working Paper No 15, November 2004.

Helbling, T. and M. Terrones, 2003, “Real and Financial Effects of Bursting Asset Price Bubbles”, *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, April 2003, pp. 61-76.

Helbling, T., 2005, “Housing price bubbles – a tale based on housing price booms and busts”, BIS Paper No 21, April 2005, pp. 30-41.

Hoeller, P. and C. Giorno, 2006, “Housing markets and adjustment in monetary union”, Paper présenté à la Third Annual DG ECFIN Research Conference, *Adjustment under monetary unions: Financial market issues*, 7-8 September 2006.

Igal, J., 2006, “The Spanish housing market: are we in for a soft landing ?”, ECFIN Country Focus, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Volume 3, Issue 1, 28 February 2006.

International Monetary Fund, 2006, “Belgium: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Banking Supervision, Securities Regulation, Insurance Supervision and Regulation, and Securities Settlement Systems”, IMF Country Report No 06/75, 1 February 2006.

International Monetary Fund, 2006, “Liquidity Constraints and Mortgage Market Reform in France”, France: Selected Issues, IMF Country Report No. 06/390, October 2006.

Janssens, P. et P. De Wael, 2005, *50 années de marché immobilier en Belgique 1953-2003 où l'histoire nourrit l'avenir*, Roularta Books, Bruxelles.

Le Bayon, S. et H. Péléraux, 2006, “L'exubérance rationnelle de l'immobilier”, *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences Po, No 96, Janvier 2006, pp. 83-114.

Le Bayon, S., H. Péléraux, C. Riffart et X. Timbeau, 2006, “Immobilier : fissures et craquements”, *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences Po, No 99, Octobre 2006, pp. 179-193.

Lecat, R. et J.-S. Mésonnier, 2005, “Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ?”, *Bulletin de la Banque de France*, No 133, Janvier 2005, pp. 29-47.

L'Echo, 2006, *Le guide immobilier 2006*, supplément à L'Echo du 6 mai 2006.

Liesse, D., 2007, “Le Belge a majoritairement opté pour le crédit taux fixe en 2006”, *L'Echo*, 9 janvier 2007.

London Economics, 2005, *The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets*, Report for European Commission, DG-Internal Market and Services, August 2005.

McCarthy, J. and R. Peach, 2004, "Are Home Prices the Next Bubble?", *FRBNY Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, December 2004.

Maclennan, D., J. Muellbauer and M. Stephens, 2000, "Asymmetries in Housing and Financial Market Institutions and EMU", July 2000, (<http://www.housingoutlook.co.uk/Papers/oxrep.pdf>).

Maillard, L., 2006, "France : quelles perspectives pour le crédit à l'habitat ?", IXIS, Corporate & Investment Bank, Flash No 300, 20 juillet 2006, (<http://www.ixis-cib.com>).

Mercer Oliver Wyman, 2003, *Study on the Financial Integration of European Mortgage Market*, European Mortgage Federation, October 2003.

Mésonnier, J.-S., 2004, "Le paradoxe de la crédibilité en question", *Bulletin de la Banque de France*, No 122, Février 2004, pp. 65-88.

Mésonnier, J.-S., 2004, "Crédit hypothécaire et soutien à la consommation : quelles leçons tirer du modèle anglo-saxon ?", *Bulletin de la Banque de France*, No 132, Décembre 2004, pp. 43-57.

Mikolajczak, C., 2006, "Boom de l'immobilier : depuis quand ?", *La Libre Belgique*, 16 mai 2006.

Miles, D., 2004, *The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View*, Final report and Recommendation, HM Treasury, March 2004.

Moëc, G., 2004, "Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ?", *Bulletin de la Banque de France*, No 129, Septembre 2004, pp. 45-58.

Moëc, G., 2006, "La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe", *Bulletin de la Banque de France*, No 148, Avril 2006, pp. 21-38.

Mojon, B., 2000, "Financial Structure and the Interest Rate Channel of ECB Monetary Policy", ECB Working Paper No 40, November 2000.

Mouton, O., 2006, "Nous devons retrouver la sérénité", *Le Soir*, 18 mai 2006.

*Note de politique générale du ministre de l'Économie, de l'Énergie, du Commerce extérieur et de la Politique scientifique*, Chambre des Représentants de Belgique, Doc. 51 2706/002, 20 octobre 2006.

Observatoire de l'habitat de la Région de Bruxelles-Capitale, 2004, *Observatoire des loyers. Enquête 2004*, (<http://www.barometresdulogement.be/zorglub32.php?pod=204>).

OCDE, 2004, "Études économiques : Royaume-Uni", Volume 2004/3, Mars 2004.

OCDE, 2004, "Études économiques : Pays-Bas", Volume 2004/9, Juillet 2004.

OCDE, 2005, "Études économiques : Espagne", Volume 2005/6, Avril 2005.

OCDE, 2006, "Études économiques : Irlande", Volume 2006/3, Mars 2006.

OCDE, 2006, *Perspectives économiques de l'OCDE*, Version préliminaire, No 80, Novembre 2006.

Rademaekers, K. et J. Vuchelen, 1996, "Het vermogen van Belgische gezinnen, 1970-1994", *Bulletin de Documentation*, Ministère des Finances, 56ème année, No 5, Septembre-Octobre 1996, pp. 183-215.

Rademaekers, K. et J. Vuchelen, 1998, "Het Belgische gezinsvermogen, 1992-1997", *Bulletin de Documentation*, Ministère des Finances, 58ème année, No 5, Septembre-Octobre 1998, pp. 41-64.

Rae, D. and P. van den Noord, 2006, "Ireland's housing boom: what has driven it and have prices overshot?", OECD Economics Department Working Papers No 492, 9 June 2006.

Rey-Lefebvre, I., 2006, "Acheter le bâtiment puis le terrain, une formule originale", *Le Monde*, 21 septembre 2006.

Rey-Lefebvre, I., 2006, "En France, les prix des logements se sont stabilisés durant l'été", *Le Monde*, 4 octobre 2006.

Rey-Lefebvre, I., 2006, "Débuts difficiles pour le prêt hypothécaire rechargeable", *Le Monde*, 12 novembre 2006.

Rey-Lefebvre, I., 2007, "Immobilier : vers une hausse des prix inférieure à 5 % en 2007", *Le Monde*, 10 janvier 2007.

Rinaldi, L. and A. Sanchis Arellano, 2006, "Household debt sustainability: What explains household non-performing loans? An empirical analysis", Paper présenté à la Third Annual DG ECFIN Research Conference, *Adjustment under monetary unions: Financial market issues*, 7-8 September 2006.

Royal Institution of Chartered Surveyors, 2006, *Analyse du logement en Europe en 2006*, (www.rics.org).

Scanlon, K. and C. Whitehead, 2004, *International trends in housing tenure and mortgage finance*, Council of Mortgage Lenders.

Service de Médiation Banques - Crédit - Placements, *Rapport annuel 2004-2005*.

Stiglitz, J., 1990, "Symposium on Bubbles", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 4, No 2, Spring 1990, pp. 13-18.

Stoffels, M. E. et Consorts, 2005, "Proposition de décret visant à réduire les droits d'enregistrement en zones à pression foncière et dans les noyaux d'habitat", Parlement de la Région wallonne, 16 novembre 2005.

Terrones, M. and al., 2004, "The Global House Price Boom", *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, September 2004, pp. 71-89.

The Netherlands, 2006, "Housing market policies and labour mobility", Paper présenté à la réunion de l'EPC Working Group on Eurogroup Issues du 27 février 2006.

Tsatsaronis, K. and H. Zhu, 2004, "What drives housing price dynamics: cross-country evidence", *BIS Quarterly Review*, March 2004, pp. 65-78.

UPC, 2006, *Rapport annuel 2005*, 26 janvier 2006.

Valenduc, C., 2004, "La fiscalité immobilière : réformer et clarifier les rôles", *Les Echos du Logement*, No 2, Avril 2004, pp. 45-49.

Van Broekhoven, E., 2006, "Vastgoed dankt ECB", *De Standaard*, 29 mei 2006.

Van de Cloot, I., 2004, "Tension ou détente sur le marché résidentiel ?", *Bulletin financier*, Publication ING Belgique S.A., No 2395, 77ème année, Mars-Avril 2004, pp. 1-7.

Van de Cloot, I., 2006, "Vers un atterrissage en douceur du marché résidentiel belge", Focus on residential Real Estate in Belgium, ING Economics Department, Août 2006.

Van de Cloot, I., 2006, "Atterrissage en douceur du marché immobilier toujours possible", Focus on residential Real Estate in Belgium, ING Economics Department, Novembre 2006.

Van de Cloot, I., “Focus sur l’immobilier résidentiel en Belgique”, actualisation mensuelle (<http://www.ing.be/private:publications.jsp>).

van den Noord, P., 2003, “Tax incentives and house price volatility in the euro area: theory and evidence”, OECD Economics Department Working Papers No 356, 28 May 2003.

van den Noord, P., 2006, “Are House Prices Nearing a Peak ? A Probit Analysis for 17 OCDE Countries”, OECD Economics Department Working Papers No 488, 1 June 2006.

van Dijkhuizen, A., 2005, “Dutch housing finance market”, (<http://www.bis.org/publ/cgfs26cbpapers.htm>).

van Els, P. J., W. van den End and M. van Rooij, 2005, “Financial behaviour of Dutchhouseholds: analysis of the DNB Household Survey 2003”, BIS Paper No 22, April 2005, pp. 21-39.

van Ham, M. and P. Hooimeijer, 2005, *Spatial barriers and labour market flexibility: individual restrictions and market constraints on job mobility*, Utrecht, November 2005, (<http://www.minez.nl/dsc?c=getobject&s=obj&objectid=143271&!dsname=EZInternet>).

van Ommeren, J. and M. van Leuvensteijn, 2003, “New evidence of the effect of transaction costs on residential mobility”, CPB Discussion Paper No 18, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, May 2003.

Van Someren, P., 2007, “Ce qui va changer en 2007”, *Le Soir*, supplément *L’immo*, 4 janvier 2007.

Wauthy, X., 2006, “Blocage, encadrements, allocation-loyer ? Le point de vue d’un économiste, Entretien avec Xavier Wauthy professeur aux Facultés universitaires Saint-Louis à Bruxelles”, *Les Echos du Logement*, No 1, Mars 2006, pp.14-16.

Wolswijk, G., 2005, “On Some Fiscal Effects on Mortgage Debt Growth in the EU”, ECB Working Paper No 526, September 2005.

Yelten, S., 2006, “How risky are real estate price developments in Belgium ?”, Belgium: Selected Issues, IMF Country Report No 06/76, February 2006, pp. 4-24.

Yelten, S., 2006, “House Prices In the Netherlands: Determinants, Concerns, and Considerations Related to Phasing Out the Tax Deductibility of Mortgage Interest Payments”, Kingdom of the Netherlands - Netherlands: Selected Issues, IMF Country Report No 06/284, July 2006, pp. 25-49.

Zhu, H., 2005, “The importance of property markets for monetary and financial stability”, BIS Paper No 21, April 2005, pp. 9-29.

## **LISTE DES PERSONNES CONTACTÉES**

Martin Eiglsperger, Economist-Statistician, European Central Bank, Euro Area Accounts and Economic Statistics, Directorate General Statistics.

Jo T’Jampens, Premier conseiller, Union Professionnelle du Crédit.

Eric Ruscher, Chef d’unité adjoint – Economist, Commission européenne, Direction générale Affaires économiques et financières, Economie de la zone euro et UEM.

Thomas Schepens, Conseiller-adjoint, Banque nationale de Belgique.

Paul De Wael, Administrateur, bureau d’études Stadim.

## **LISTE DES ABRÉVIATIONS UTILISÉES**

BCE	Banque Centrale Européenne
BNB	Banque nationale de Belgique
CBFA	Commission Bancaire, Financière et des Assurances
F.L.F.N.W.	Fonds du Logement des Familles nombreuses de Wallonie
FMI	Fonds monétaire international
FNAIM	Fédération Nationale de l'Immobilier
INS	Institut National de Statistique
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
S.H.M.	Sociale huisvestingmaatschappijen
S.W.C.S.	Société Wallonne de crédit social
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
UGEB	Union des Géomètres-Experts de Bruxelles
UPC	Union Professionnelle du Crédit
V.M.S.W.	Vlaamse Maatschappij voor Sociale Wonen

## LISTE DES GRAPHIQUES ET TABLEAUX

### Graphiques

1. Tendence vers une synchronisation des prix réels des logements 1974-2004 (indice 100 = 2000) .....	187
2. Evolution du prix réel des maisons d'habitation 1970-2005 (indice 100 = 1970) .....	190
3. Pourcentage de variation annuelle des prix réels des maisons, appartements et terrains à bâtir 1971-2005 .....	194
4. Indice des prix des maisons d'habitation, appartements et terrains à bâtir 1970-2005 (indice 100 = 1970) .....	199
5. Indice des prix des terrains à bâtir selon les régions 1990-2005 (indice 100 = 1953) .....	202
6. Indice des prix des terrains à bâtir selon les provinces 1990-2005 (indice 100 = 1990) .....	204
7. Evolution du nombre de permis de bâtir et de logements entamés 1996-2005 .....	207
8. Accessibilité brute et accessibilité ajustée au logement 1990-2004 (indice 100 = moyenne) .....	228
9. Pourcentage de variation annuelle du prix nominal des loyers et des maisons d'habitation 1980-2005 .....	231
10. Pourcentage de variation annuelle du coût de la construction neuve et des prix des logements dans la zone euro 1986-2004 .....	235
11. Evolution de l'indice Abex, des prix des maisons et des terrains à bâtir 1970-2005 (indice 100 = 1970) .....	237

12. Ventilation, en pourcentage, des crédits hypothécaires selon le type de taux 1997-3ers trimestres 2006 .....	247
13. Répartition, en pourcentage, des crédits hypothécaires selon l'objet de l'emprunt 1996-3ers trimestres 2006 .....	249
14. Evolution de la dette globale et de la dette hypothécaire des ménages belges par rapport au PIB 1980-2005 .....	253
15. Taux de croissance annuel moyen de l'endettement hypothécaire des ménages de la zone euro 3ème trimestre 1999-3ème trimestre 2005 .....	255
16. Ratio de la dette hypothécaire des ménages de la zone euro par rapport au PIB 3ème trimestre 2005 .....	257

## **Tableaux**

1. Taux de croissance annuel des prix nominaux des logements dans les pays de la zone euro et au Royaume-Uni 1999- 2005 .....	182
2. Evolution du nombre et du montant des crédits hypothécaires accordés 1996-3ers trimestres 2006 .....	251