

# Le marché belge du logement dans une perspective européenne

Vanessa Baugnet  
David Cornille  
Martine Druant<sup>(1)</sup>

Le présent article a pour objectif de présenter les principales caractéristiques structurelles et les évolutions du marché belge du logement, en les plaçant dans une perspective européenne.

Les relations entre marché du logement et politique monétaire qui sont esquissées dans l'article montrent la pertinence du sujet pour une banque centrale.

Cet article complète le rapport du Système européen de banques central – auquel la Banque a contribué – consacré aux aspects structurels des marchés du logement de l'UE<sup>(2)</sup> par des données plus détaillées et portant sur une période plus longue, en ce qui concerne la Belgique. Les données pour les autres pays européens sont issues de ce rapport. Cependant, le manque d'harmonisation des données relatives au marché du logement ne permet pas d'agrégation et requiert par ailleurs une interprétation prudente de certaines différences observées.

## 1. Importance du marché du logement pour l'activité économique et la politique monétaire

La propriété immobilière constitue en Belgique, comme dans les autres pays européens, une part importante du patrimoine net des ménages. En outre, les dépenses courantes liées au marché du logement, c'est-à-dire les paiements dans le cadre d'emprunts hypothécaires et les loyers, occupent une place importante dans les dépenses totales des ménages. Les variations des prix immobiliers, des taux d'intérêt hypothécaires et des loyers peuvent, par

conséquent, avoir un effet non négligeable sur l'activité économique et l'inflation. Ces facteurs influencent en effet la demande par différents canaux.

En premier lieu, les variations des prix immobiliers influencent les *investissements en logements*. Étant donné qu'une hausse du prix des immeubles existants accroît l'attrait relatif des logements neufs, les hausses de prix sur le marché secondaire stimulent ces investissements.

Un deuxième canal est *l'effet de richesse* éventuel que les fluctuations des prix immobiliers exercent sur les dépenses de consommation. Il convient toutefois, à cet égard, de tenir compte du fait que les immeubles, contrairement à d'autres actifs, fournissent également un service aux ménages, à savoir le logement. Vu sous cet angle, le prix de l'immobilier représente la valeur actuelle d'un flux de loyers futurs attendus (soit les loyers effectivement payés par les locataires, soit les loyers imputés dans le cas d'immeubles habités par les propriétaires). Si la hausse des prix immobiliers résulte de la hausse prévue des loyers, l'augmentation du patrimoine des propriétaires a également pour contrepartie un coût plus élevé pour la consommation du service associé au logement<sup>(3)</sup>. Dans pareil cas, les variations des prix de l'immobilier entraînent principalement une redistribution de ressources entre, d'une part, les locataires et les acheteurs potentiels et, d'autre part, les propriétaires. Cependant, il est peu probable que la hausse de prix entraîne un effet de richesse net substantiel au niveau de l'économie dans son ensemble. Toutefois, dans le cas où les gagnants et les perdants

(1) Les auteurs remercient Q.Wibaut pour sa collaboration

(2) ECB (2003), *Structural Factors in the EU Housing Markets*, March 2003, Frankfurt am Main, Germany. Disponible sur le site web [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

(3) Soit dans le cas du locataire qui devra payer un loyer plus élevé, soit dans celui du candidat acheteur qui devra payer davantage pour acquérir un logement.

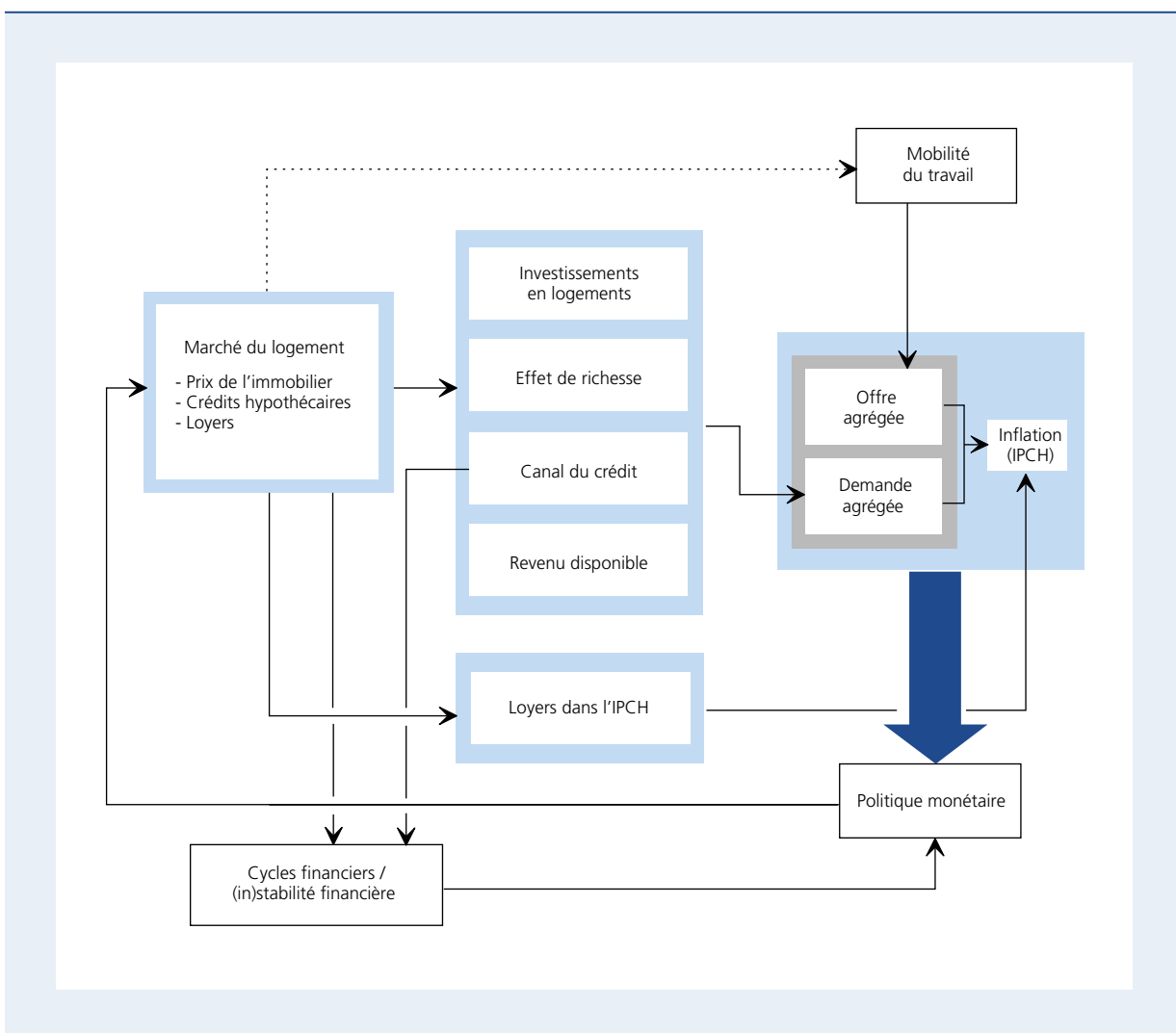
de cette redistribution ont des profils de consommation différents, par exemple parce qu'ils appartiennent à des catégories d'âge différentes, la redistribution n'est pas neutre en termes de dépenses.

La situation est autre lorsque l'augmentation des prix de l'immobilier résulte d'une baisse des taux d'intérêt. Dans ce cas, la probabilité d'un effet de richesse positif sur la consommation est plus grande, étant donné que le gain pour les propriétaires ne va pas de pair avec une perte pour les locataires ou les acheteurs potentiels.

Il ressort clairement de ce qui précède que l'effet des fluctuations des prix des logements sur le reste de l'économie peut varier selon la nature du choc qui est à leur origine.

Un troisième canal important, qui est en quelque sorte apparenté à l'effet de richesse, est celui du *crédit*. En raison des imperfections du marché et des problèmes d'asymétrie d'information, les emprunteurs supportent une prime de risque et des contraintes de financement, qui dépendent de la qualité de leur bilan et de leur niveau de richesse. Une hausse des prix immobiliers (par exemple causée par une baisse des taux d'intérêt) entraîne une revalorisation de leur actif, qui facilite leur accès au crédit à des conditions plus avantageuses, et peut prolonger la hausse des prix du logement ou favoriser la consommation. La possibilité d'obtenir facilement de la liquidité à la suite d'une revalorisation du patrimoine immobilier (*house equity withdrawal*) dépendra des caractéristiques structurelles des marchés hypothécaires, telles que la hauteur des coûts de transaction, la politique en matière

**GRAPHIQUE 1** IMPORTANCE DU MARCHÉ DU LOGEMENT POUR L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE



de quotité empruntée («quotité prêtable») ou le degré de concurrence. Les variations des taux d'intérêt pouvant entraîner des modifications des prix des actifs, le canal du crédit est susceptible d'amplifier la transmission des impulsions de politique monétaire.

Un quatrième canal découle de l'impact immédiat d'une variation des taux d'intérêt sur le *revenu disponible* des emprunteurs via le service de la dette. L'importance de ce canal dépendra du degré d'endettement et du type de contrat hypothécaire : a priori, le comportement des ménages dans les pays où dominent les contrats à taux variable et/ou assortis de possibilités de refinancement peu coûteuses sera plus sensible aux variations des taux hypothécaires<sup>(4)</sup>. L'incidence totale sur la consommation demeure toutefois incertaine, et conditionnée par les aspects redistributifs des variations de taux, dans la mesure où le secteur des ménages, aussi bien dans l'UE qu'en Belgique, est en même temps le plus grand bénéficiaire de flux d'intérêts (secteur créditeur net).

L'exemple des États-Unis montre que ces canaux peuvent revêtir une grande importance pour l'évolution de l'activité macroéconomique. Selon certaines études, la situation sur le marché du logement y aurait récemment servi de contrepoids à la forte baisse des cours boursiers et aurait ainsi permis d'éviter un recul important des dépenses de consommation des ménages. Le refinancement, à de meilleures conditions, de crédits hypothécaires existants aurait en outre joué un rôle non négligeable dans une économie où les particuliers ont un taux d'épargne faible, voire négatif.

La confrontation de la demande agrégée, sur laquelle agissent les quatre canaux précités, et de l'offre agrégée est un déterminant important de l'inflation. Les évolutions du segment locatif du marché du logement exercent en outre une influence plus directe sur l'inflation, vu la part des loyers dans l'indice des prix à la consommation.

La comparaison de l'inflation courante et anticipée à l'objectif d'inflation et l'évaluation de l'équilibre entre l'offre et la demande agrégées motivent les décisions de politique monétaire. Par leur effet sur la demande, les modifications de taux d'intérêt rééquilibrent l'offre et la demande agrégées, afin de lutter contre les pressions inflationnistes ou déflationnistes, selon le cas. Les changements de taux d'intérêt influencent la demande par différents canaux, dont celui du marché du logement. L'effet des modifications de taux d'intérêt sur les taux d'intérêt hypothécaires, les prix immobiliers ou les loyers payés peut dès lors jouer un rôle dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

En outre, des périodes successives de fortes hausses et baisses de prix, dans certains pays européens, ont attiré l'attention sur le fait que les prix des logements peuvent être à l'origine de cycles financiers et, par conséquent, avoir des implications pour la stabilité ou l'instabilité financière. L'existence d'un effet cumulatif entre les prix immobiliers et l'octroi de crédit paraît très plausible. Une hausse des prix de l'immobilier entraîne une augmentation de la valeur de la garantie des emprunts et, par conséquent, une croissance de l'octroi de crédit, qui à son tour entraîne une augmentation de la demande et un nouveau renchérissement de l'immobilier. Lorsqu'une telle situation engendre un optimisme exagéré et un comportement spéculatif, une surévaluation des prix de l'immobilier peut apparaître. Dans une phase de ralentissement conjoncturel, ce processus s'inverse : une baisse des prix de l'immobilier entraîne un resserrement des conditions de crédit, de sorte que les effets négatifs sur l'économie se renforcent. De telles évolutions peuvent placer la politique monétaire devant un dilemme, par exemple lorsqu'un «boom» sur le marché du logement apparaît dans un environnement économique atone et une inflation faible. Dans ce cas, le maintien des taux d'intérêt à un niveau bas ou leur réduction peut continuer à alimenter l'exubérance sur le marché du logement, ce qui accroît le risque d'un retournement soudain ultérieur.

On attend en outre du bon fonctionnement du marché immobilier, et plus particulièrement d'un marché locatif suffisamment développé et fonctionnant harmonieusement, qu'ils aient une influence favorable sur la mobilité de la main-d'œuvre. Des coûts de transaction élevés sur le marché du logement seraient, par contre, néfastes pour celle-ci. Une augmentation de la mobilité de la main-d'œuvre peut entraîner un meilleur fonctionnement de l'offre dans l'économie et peut contribuer, plus particulièrement, à la réduction des disparités régionales entre la demande et l'offre de main-d'œuvre, à condition toutefois que les disparités régionales précitées ne masquent pas des disparités de nature plus qualitative. Un taux de croissance économique supérieur pourrait, par conséquent, être atteint sans que ceci n'entraîne des tensions inflationnistes. La gestion du trafic automobile gagne en outre en efficacité lorsque cette mobilité de la main-d'œuvre résulte du bon fonctionnement du marché du logement plutôt que d'une augmentation des navetteurs. En ce qui concerne la Belgique, la recherche d'une mobilité accrue est précisément à l'origine des réductions récentes des droits d'enregistrement dans les régions flamande et bruxelloise, ainsi que de la portabilité des droits d'enregistrement déjà payés, introduite en Flandre.

(4) Les instruments de couverture du risque d'intérêt étant peu utilisés par les ménages.

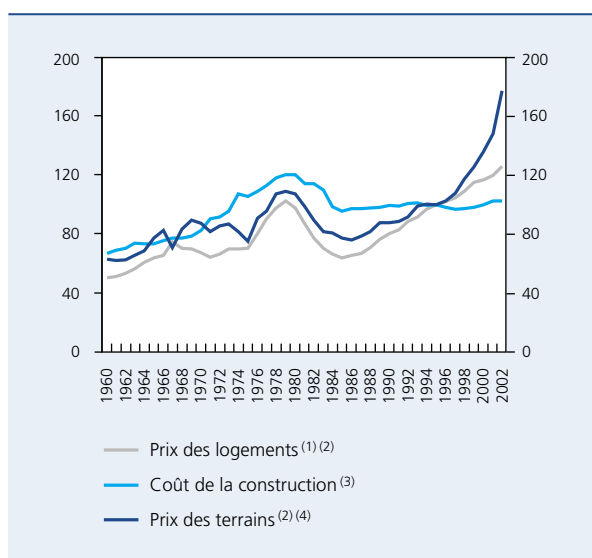
## 2. Prix des logements

### 2.1 Tendances à long terme du prix réel des logements

En Belgique, comme dans presque tous les autres pays de l'UE, le prix réel des logements – c'est-à-dire le prix moyen observé sur le marché secondaire, déflaté par un indice de prix à la consommation – a tendance à croître, moyennant des fluctuations relativement importantes. La tendance à la hausse s'explique principalement par la pression démographique et la hausse des revenus. Les fluctuations du prix réel autour de sa tendance sont caractéristiques d'un marché de biens durables, dont la demande est sensible au cycle conjoncturel. En outre, l'offre est contrainte par la disponibilité des terrains, les règles d'aménagement du territoire et les délais de construction.

Comme pour tout bien d'investissement, le « q de Tobin », c'est-à-dire le ratio entre la valeur de marché et le coût de remplacement, doit être proche de l'unité à long terme. La hausse du prix des logements sur le marché secondaire doit aller de pair à long terme avec celles du prix des terrains et du coût de la construction. À plus court terme, des écarts

**GRAPHIQUE 2** PRIX RÉELS DES LOGEMENTS ET DES TERRAINS ET COÛT DE LA CONSTRUCTION EN BELGIQUE (indices 1995 = 100, déflatés par l'indice des prix à la consommation)



Sources : ABEX ; SPF Économie, PME, Classes Moyennes et Énergie ; Stadim ; BNB.

(1) Prix des ventes de gré à gré des habitations petites et moyennes.

(2) Les chiffres pour 2002 correspondent aux neuf premiers mois de l'année.

(3) Moyenne des coûts et des rémunérations des différents corps de métiers pour une maison d'habitation, taxes incluses.

(4) Prix des ventes de gré à gré des terrains à bâtir.

**TABEAU 1** TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DU PRIX RÉEL DES LOGEMENTS ENTRE 1980 ET 2001<sup>(1)</sup>

(pourcentages)

Espagne	4,2
Irlande	3,7
Autriche	3,5
Royaume-Uni	3,0
Luxembourg	2,6
Pays-Bas	2,3
Finlande	1,9
France	1,4
Belgique	1,2
Italie	1,2
Danemark	1,0
Ouest de l'Allemagne	0,5
Portugal	0,4
Suède	-0,2

Source : BCE, op. cit.

(1) Sauf pour la Finlande (1981-2001), le Luxembourg et les Pays-Bas (1980-2000), l'Espagne (1987-2001), l'Autriche (1987-1999) et le Portugal (1985-2001).

importants peuvent se produire étant donné les délais de réaction de l'offre.

En Belgique, de 1960 à 1996 les prix des terrains et ceux des logements ont suivi une tendance similaire. Cependant, depuis 1996, la rareté relative des terrains à bâtir a poussé leurs prix à la hausse de façon très sensible. Les fluctuations à plus court terme des prix des terrains et des logements au tour de la tendance ont été assez similaires sur toute la période.

Au cours des deux dernières décennies, la tendance à la hausse du prix réel des logements a concerné à des degrés divers tous les pays de l'UE, à l'exception de la Suède, la Belgique se situant parmi les pays où la hausse a été modérée. Dans tous les cas, cette hausse est associée à un renchérissement des terrains. On n'observe une hausse tendancielle sensible du coût réel de la construction que dans quatre pays (Irlande, Royaume-Uni, Autriche et Finlande).

### 2.2 Fluctuations du prix réel des logements, revenu disponible et taux d'intérêt

Des fluctuations sensibles des prix immobiliers autour de leur valeur d'équilibre à long terme font partie du fonctionnement normal du marché, étant donné que l'offre de logements ne s'adapte que lentement aux fluctuations de la demande. Dans l'UE, au cours des vingt dernières

années, des mouvements de prix de grande ampleur ont été plus fréquents dans les pays nordiques, au Royaume-Uni, en Irlande et aux Pays-Bas. À l'autre extrémité se situe l'Allemagne, où le prix réel des logements a peu fluctué<sup>(5)</sup>.

La relative inélasticité de l'offre peut expliquer en partie les divergences constatées entre les pays. Selon certaines études, l'offre est plus sensible aux prix en Allemagne qu'au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et dans certains pays

n'est cependant pas observable et les jeunes ménages sont souvent contraints par leurs revenus courants dans leur décision d'achat.

La croissance économique, qui détermine l'évolution du revenu disponible, explique une part des écarts d'évolution du prix réel des logements entre les pays de l'UE. Ainsi, au cours de la période 1995-2001, le prix réel des logements a le plus augmenté en Irlande, où la croissance de l'activité a aussi été la plus forte. À l'autre extrémité, le prix réel des logements a baissé en Autriche, en Italie et en Allemagne, des pays où la croissance économique a été faible.

**TABLEAU 2** VARIABILITÉ DU PRIX RÉEL DES LOGEMENTS DANS L'UE

(écart-type des données annuelles hors tendance, en pourcentage, 1980-2001<sup>(1)</sup>)

	Pays	Capitale
Finlande	26,2	34,8
Irlande	25,8	31,7
Pays-Bas	16,9	15,8
Royaume-Uni	16,2	24,0
Suède	15,0	23,4
Danemark	14,9	20,0
Autriche	13,5	n.
Italie	12,5	16,8
Espagne	11,7	12,7
Belgique	10,4	10,5
Luxembourg	7,3	n.
France	6,7	21,1
Portugal	4,1	4,6
Ouest de l'Allemagne	1,8	n.

Source : BCE, op. cit.

(1) Sauf pour le Portugal (1988-2001), l'Espagne (1987-2001), l'Autriche (1987-1999), le Luxembourg (1980-2000), la Suède (1981-2001) et les Pays-Bas (1985-2001).

nordiques. Dans la période 1995-2001, l'Allemagne et l'Autriche ont eu simultanément une faible inflation immobilière et le ratio investissement résidentiel/PIB le plus élevé, tandis que ce ratio était le plus bas en Suède et au Royaume-Uni, où les prix des logements ont fortement augmenté.

Quant à la demande de logements, le revenu disponible réel et les taux d'intérêt sont les deux principales variables macroéconomiques qui l'influencent.

En matière de revenu réel disponible, c'est en principe le revenu permanent, c'est à dire le flux actualisé des revenus présents et futurs, qui importe dans la décision d'achat d'immeubles résidentiels. Le revenu permanent

En matière de taux d'intérêt, c'est le taux réel attendu qui devrait importer, mais celui-ci n'est pas observable et on ne dispose pas de bonnes informations sur les attentes d'inflation à long terme. L'évolution des taux d'intérêt réels conventionnels<sup>(6)</sup> explique une part des écarts d'évolution du prix réel des logements entre les pays de l'UE de 1995 à 2001. À la suite du processus de convergence, des pays comme la Grèce, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande ont enregistré de très importantes baisses de taux d'intérêt réels qui ont soutenu la croissance des prix des logements. Les baisses de taux réels ont été plus limitées en Allemagne et dans les pays dont la politique monétaire était déjà liée à celle de la Bundesbank par un objectif de cours de change précis, comme la France, la Belgique, l'Autriche et le Luxembourg. Une exception toutefois : le taux réel a baissé plus nettement aux Pays-Bas en raison de l'accélération de l'inflation dans ce pays ces dernières années.

En outre, à taux d'intérêt réel inchangé, l'inflation courante peut affecter les prix des logements à travers deux effets opposés. D'une part, elle augmente le montant réel des premiers remboursements et relève ainsi la contrainte de financement des ménages et, d'autre part, elle augmente l'attrait d'un placement immobilier comme protection contre l'inflation future (dans la mesure où une augmentation du niveau de l'inflation s'accompagne aussi d'une augmentation de sa volatilité). Le second facteur semble dominer au niveau agrégé européen sur la période 1995-2001. Cet effet semble le plus marqué dans les cas de la Grèce, où l'inflation a baissé durant cette période, et des Pays-Bas, où l'inflation a augmenté.

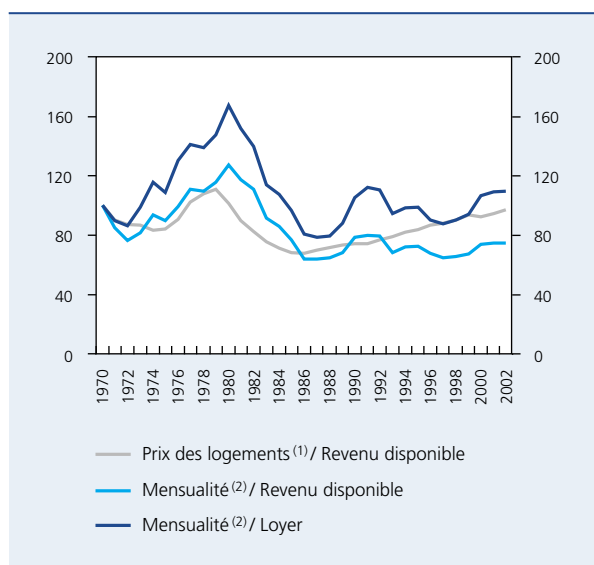
Il est remarquable que partout où les données sont disponibles, sauf en Belgique et aux Pays-Bas, le prix des logements dans la capitale a subi de plus fortes

(5) Il faut cependant souligner que la série statistique allemande a été construite sur la base des prix des terrains et du coût de la construction.

(6) Le taux d'intérêt réel conventionnel est obtenu en déduisant du taux nominal la hausse des prix à la consommation de l'année écoulée.

**GRAPHIQUE 3 PRIX DES LOGEMENTS ET REVENU DISPONIBLE EN BELGIQUE**

(1970 = 100)



Sources : SPF Économie, PME, Classes Moyennes et Énergie ; Stadim ; BNB.

(1) Les chiffres pour 2002 correspondent aux neuf premiers mois de l'année.

(2) Première mensualité d'un crédit hypothécaire sur 20 ans pour l'achat d'un logement (aux niveaux moyens de l'année en cours).

fluctuations que la moyenne nationale. En raison de l'importance des conditions locales, les cycles nationaux des prix des logements sont relativement peu corrélés – nettement moins par exemple que ceux des actions – mais ils ne sont pas totalement indépendants. Ainsi, on a observé dans de nombreux pays une forte hausse à la fin des années quatre-vingt, une baisse au début des années nonante et une nouvelle hausse depuis le milieu des années nonante.

La Belgique n'a pas enregistré de hausse ou de baisse spectaculaires du prix réel des logements depuis 1986. Avant 1986, le prix réel des logements a subi de plus amples fluctuations, les booms de 1967 et de 1976-1979 ayant été suivis de chutes des prix pendant plusieurs années. Les booms ont été précédés de phases d'accélération de l'inflation qui n'ont pas donné lieu à des relèvements sensibles des taux d'intérêt à long terme, ce qui a sans doute incité les particuliers à accroître leur demande de terrains et d'immeubles, censés mieux les protéger contre les risques d'inflation. La grande dépression de la première moitié des années quatre-vingt est certainement liée à la fois à la faiblesse de la croissance économique et à la hauteur des taux d'intérêt nominaux et réels. Depuis lors, le prix réel des logements a eu tendance à croître plus vite que le PIB réel et que le revenu disponible réel des particuliers.

Il est intéressant d'observer que malgré cette hausse du rapport entre le prix des logements et le revenu disponible des particuliers depuis 1986, la baisse des taux d'intérêt a réduit les charges d'intérêts sur les emprunts finançant les nouveaux achats, de sorte que le rapport entre le premier remboursement périodique (en supposant un prêt à vingt ans) et le revenu disponible n'a pas augmenté dans la même proportion.

### 2.3 Autres causes de fluctuations du prix réel des logements

Les prix des logements subissent encore de multiples autres influences.

Outre le revenu disponible présent et futur issu du travail et des transferts, les particuliers tiennent aussi compte de leur *richesse financière* dans leurs décisions d'investissement. On peut à cet égard s'interroger sur l'influence de l'évolution des cours des actions sur le marché immobilier. Les études empiriques existantes n'aboutissent pas à des conclusions fermes à ce sujet.

Le taux d'intérêt n'est par ailleurs pas le seul élément des conditions de crédit : la demande de crédit peut être plus ou moins rationnée et influencer la demande d'immeubles résidentiels. Alors qu'aux Pays-Bas les banques ont nettement assoupli leurs conditions de crédit récemment, il n'y a guère eu de modifications majeures à cet égard en Belgique, comme on le verra dans la dernière partie de l'article.

La pression démographique, résumée par le taux de formation des ménages, a généralement décliné dans l'UE au cours des années nonante, sous l'effet du vieillissement de la population, mais la Grèce, l'Espagne, l'Irlande, l'Italie, l'Autriche et le Royaume-Uni ont fait exception.

Par ailleurs, il existe naturellement un arbitrage entre la charge de l'achat d'un immeuble et le *loyer*. Graphiquement, il est possible d'observer que le rapport entre la charge initiale d'un achat financé par un emprunt hypothécaire et les loyers a fluctué dans des bornes relativement étroites depuis 1983. Cette situation tranche avec celle observée au cours des années septante et au début des années quatre-vingt, où le « boom » dans l'immobilier et la hausse des taux d'intérêt avantageaient la location. Ceci illustre la lenteur de l'ajustement des loyers pendant cette période. Le secteur locatif est traité plus en détail dans la partie suivante.

Enfin, *les taxes et subventions* peuvent aussi jouer un rôle mais elles ne sont pas traitées en détail dans cet article. Les marchés immobiliers européens se caractérisent par une grande variété d'interventions publiques et il n'existe aucune statistique harmonisée à leur sujet.

En Belgique, les avantages fiscaux octroyés par les autorités en matière de propriété immobilière sont d'autant plus élevés qu'il s'agit d'un logement à usage propre, financé par un emprunt hypothécaire, avec un avantage supplémentaire accordé aux nouvelles constructions. Le biais en faveur du logement à usage propre a eu tendance à se renforcer au cours de la dernière décennie, à la suite de la revalorisation des revenus cadastraux des seuls logements à usage locatif et de la non-déduction à l'IPP du précompte immobilier de ces mêmes logements. En revanche, l'incitant en faveur de l'acquisition de logements neufs s'est amoindri, sous l'influence des hausses du taux de TVA sur la construction d'immeubles neufs et, au cours de la période 2000-2002, de l'encouragement à la rénovation de logements existants par l'assouplisse-

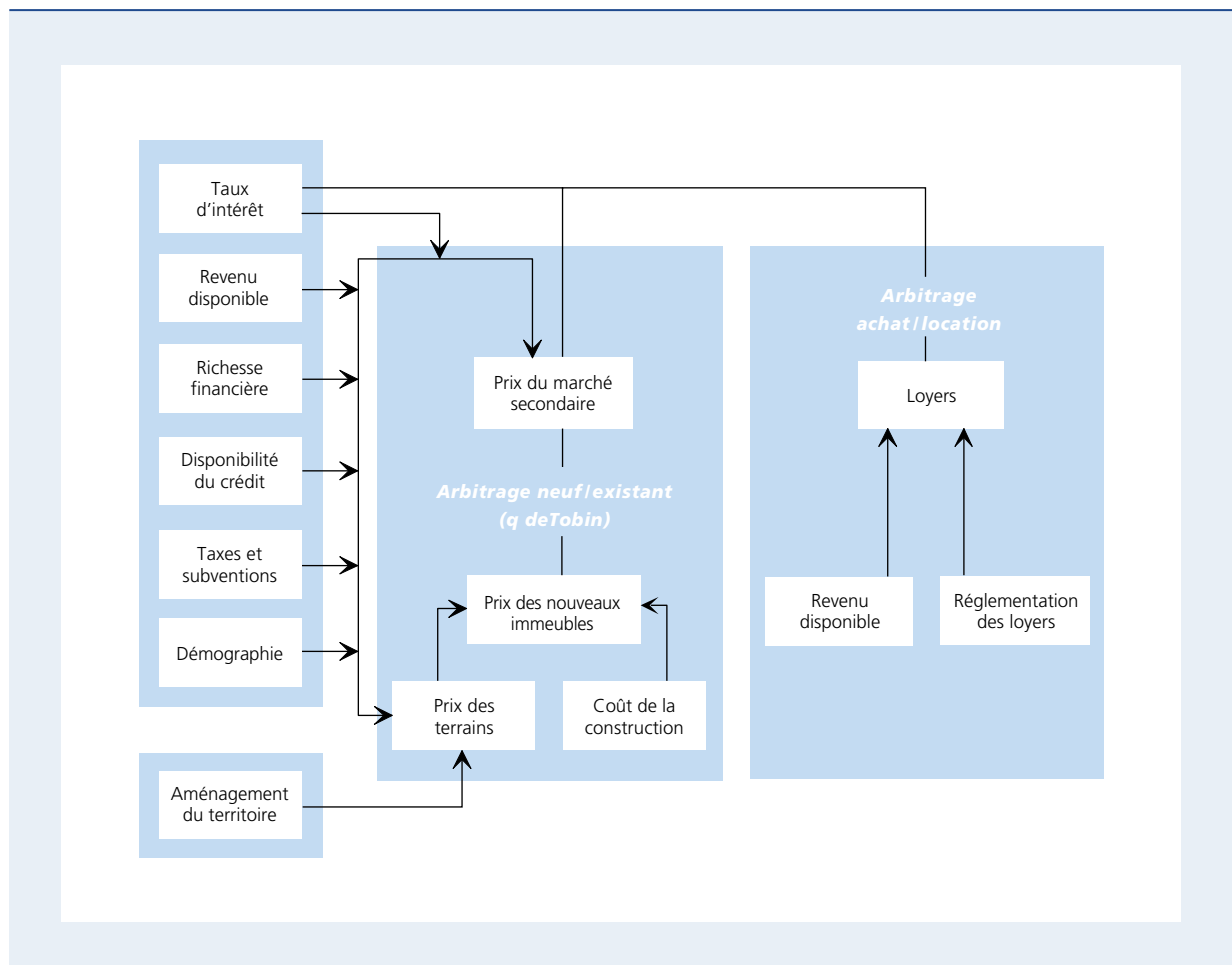
ment des critères donnant droit à un taux réduit de 6 p.c. (au lieu de 21 p.c.).

## 2.4 Dispersion des prix au niveau régional

Malgré l'existence de facteurs macroéconomiques communs à la détermination des prix immobiliers, comme le revenu disponible et le taux d'intérêt, les forces menant à l'égalisation des prix sur le marché immobilier sont faibles, y compris dans un même pays, et ce même à long terme. En effet, comme cela a été illustré ci-dessus, il existe par exemple des différences souvent considérables entre le marché immobilier de la capitale et celui du reste du pays.

Parmi les causes possibles des différences de prix au sein d'un marché national, il est possible de distinguer des facteurs comme la distribution de la population et de l'activité économique, de même que la faible substituabilité de la demande entre différentes localisations, la rareté

GRAPHIQUE 4 PRINCIPAUX DÉTERMINANTS DES PRIX DES LOGEMENTS



relative des terrains, etc. Les règles d'urbanisme et les infrastructures disponibles jouent également un rôle.

Pour illustrer cette segmentation géographique du marché immobilier dans le cas de la Belgique, il est intéressant d'analyser les différences de niveau et d'évolution des prix réels de l'immobilier par provinces.

En ce qui concerne le niveau des prix des petites et moyennes habitations, il n'est pas étonnant de constater que Bruxelles, de même que les deux Brabant de par leur proximité avec la capitale, se situent largement au-dessus de la moyenne nationale. Les provinces d'Anvers et du Limbourg présentent également des prix supérieurs à la moyenne. Dans ces deux provinces, se dessine par ailleurs une tendance significative à la hausse depuis 1999, probablement à cause de la demande accrue en provenance des Pays-Bas, où les prix de l'immobilier ont fortement augmenté ces dernières années. Quant aux deux Flandre, elles sont proches de la moyenne nationale. Par contre, les prix dans les provinces wallonnes, hormis le Brabant wallon, se situent sous la moyenne nationale.

Pour les prix des terrains, les provinces du sud du pays présentent également des prix significativement inférieurs à la moyenne, sauf le Brabant wallon qui se situe plus

haut, aux alentours de la moyenne. Le Limbourg, seule province de Flandre à se situer sous la moyenne nationale en 1988, se caractérise par une évolution marquée à la hausse depuis 1999, pour les mêmes raisons que celles évoquées pour les prix des maisons. Par contre, les prix des terrains dans les autres provinces du nord du pays s'établissent significativement au-dessus de la moyenne nationale, avec une accélération notable pour la province d'Anvers au cours des neuf premiers mois de 2002.

Globalement, mis à part le cas de Bruxelles et des deux Brabant, on observe donc que le niveau des prix de l'immobilier est plus haut en Flandre qu'en Wallonie, et que les prix y ont augmenté plus vite. L'écart est le plus grand pour les terrains à bâtir, où une différence de niveau de prix était déjà visible en 1988, la Wallonie se situant largement sous la moyenne nationale. Par la suite, le niveau des prix des terrains a peu évolué en termes réels en Wallonie, alors qu'il a été significativement orienté à la hausse en Flandre, particulièrement à partir du milieu des années nonante où une accélération marquée des hausses de prix a été enregistrée, puisque les prix réels ont été multipliés par deux entre 1997 et 2002.

**TABLEAU 3** DISPERSION DES PRIX PAR PROVINCES ET RÉGIONS  
(prix moyen réel pour la Belgique en 1988 = 100)

	Petites et moyennes habitations		Terrains	
	1988	2002 <sup>(1)</sup>	1988	2002 <sup>(1)</sup>
Bruxelles	132	258	377	744
Anvers	108	204	112	367
Limbourg	108	211	65	219
Flandre occidentale	88	176	107	281
Brabant flamand	130	231	110	319
Flandre orientale	107	178	120	290
Hainaut	71	122	55	76
Liège	80	144	58	77
Luxembourg	87	163	34	42
Namur	97	172	43	63
Brabant wallon	137	238	91	185
Wallonie	81	144	57	76
Flandre	106	195	102	294
Belgique	100	181	100	219

Sources : Stadim, BNB.

(1) Les chiffres pour 2002 correspondent aux neuf premiers mois de l'année et sont déflatés par l'évolution de l'indice des prix à la consommation national. L'année 1988 est la première pour laquelle les données au niveau des provinces sont disponibles.



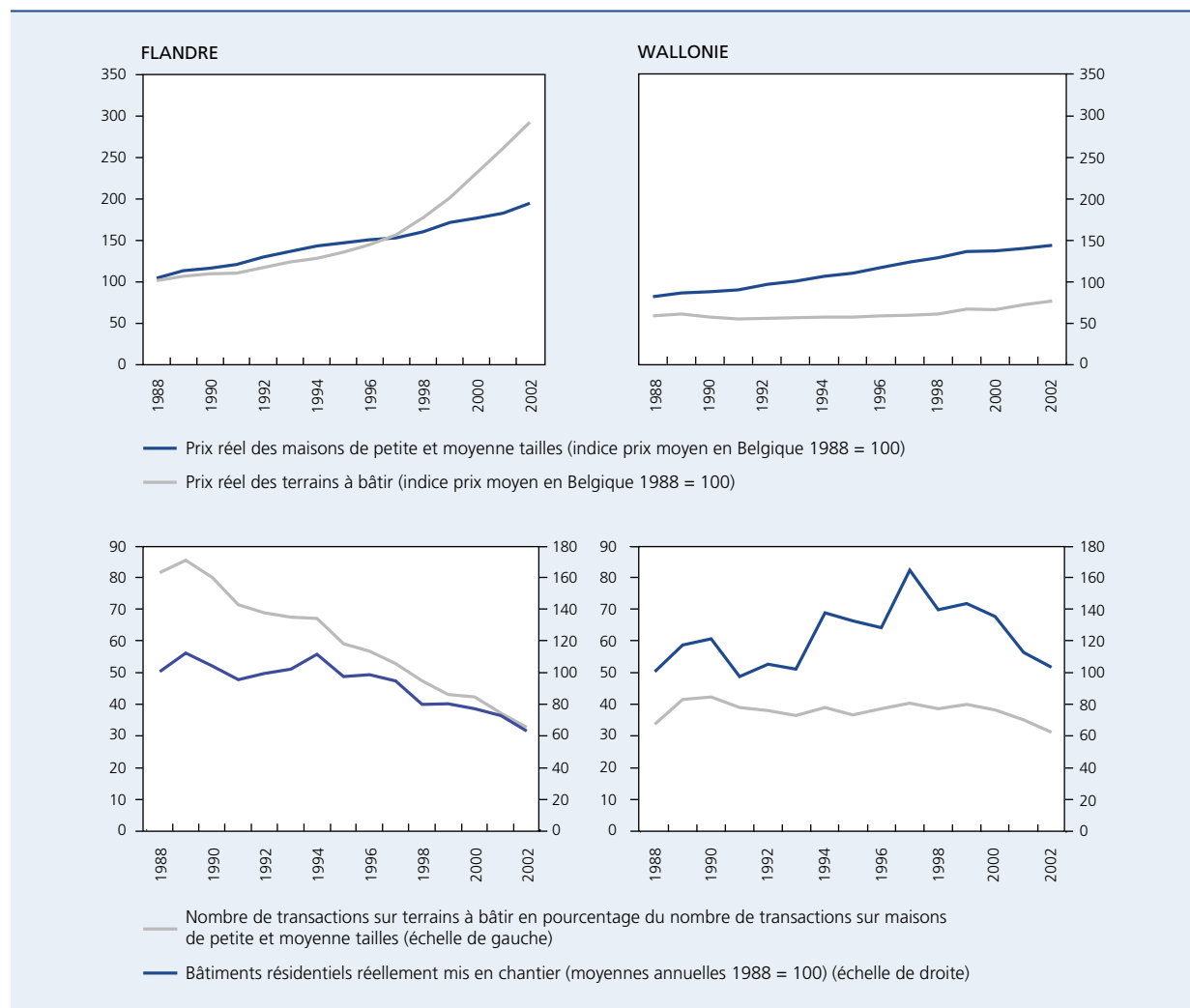
La hausse des prix des terrains en Flandre peut s'expliquer par la conjonction d'une demande soutenue et d'une offre en baisse : le stock disponible de terrains à bâtir tend à se réduire. La vigueur de la demande de terrains dépend notamment de facteurs comme la densité de la population, l'évolution du revenu disponible, la présence d'importants pôles d'activité économique, la rareté relative des biens immobiliers et la préférence pour le logement neuf. Ce dernier point expliquerait que la hausse des prix ait été moins rapide pour les petites et moyennes habitations en Flandre.

Le biais en faveur du logement neuf peut provenir de l'inadéquation entre l'offre existante et la demande en termes de qualité, de surface disponible, ou d'aménagement de l'espace par exemple. En 1988, pour 100 maisons achetées, il y avait en Flandre 81 terrains achetés,

contre seulement 34 en Wallonie. La Flandre totalisait alors les trois quarts des permis de construire des bâtiments neufs (réellement mis en œuvre). La hausse des prix des terrains causée par une demande soutenue et une offre rationnée a eu pour effet de réduire la part relative des transactions sur les terrains, qui ne s'élève plus qu'à 31 pour 100 transactions sur les maisons en 2002, soit un ratio identique à celui de la Wallonie où ce ratio n'a guère varié entre 1988 et 2002. Au cours de la même période, le nombre de nouvelles constructions résidentielles a également reculé en Flandre. Cela n'a en revanche pas été le cas en Wallonie.

Ceci illustre, d'une part, que des différences au niveau régional peuvent être importantes et, d'autre part, que les signaux du marché entraînent malgré tout des arbitrages entre régions, comme c'est le cas au Limbourg par

GRAPHIQUE 5 PRIX DE L'IMMOBILIER PAR RÉGIONS ET IMPORTANCE RELATIVE DE LA CONSTRUCTION NEUVE



Sources : ICN ; SPF Économie, PME, Classe moyenne et Énergie ; Stadim ; BNB.

exemple, de même qu'entre les projets de construction et d'achat de logement existant, comme cela semble avoir été le cas en Flandre ces dernières années.

### 3. Le marché locatif

#### 3.1 Importance des loyers

Les statistiques des comptes nationaux permettent d'illustrer l'importance du marché locatif de deux manières différentes. Premièrement la rubrique *loyers effectifs*, c'est-à-dire les loyers effectivement payés par les locataires, reflète la part de ces loyers dans le total des dépenses de consommation finale des ménages. Deuxièmement, en comparant l'importance des loyers effectifs à celle des *loyers imputés*, qui constituent une estimation des dépenses en logement des ménages propriétaires du logement qu'ils occupent, il est possible d'obtenir une idée de la part relative de la location dans les dépenses totales de logement.

En outre, la pondération des loyers dans l'IPCH reflète l'importance du canal direct par lequel les évolutions sur le marché du logement peuvent influencer l'inflation. Ces pondérations, qui ont été obtenues sur la base d'enquêtes

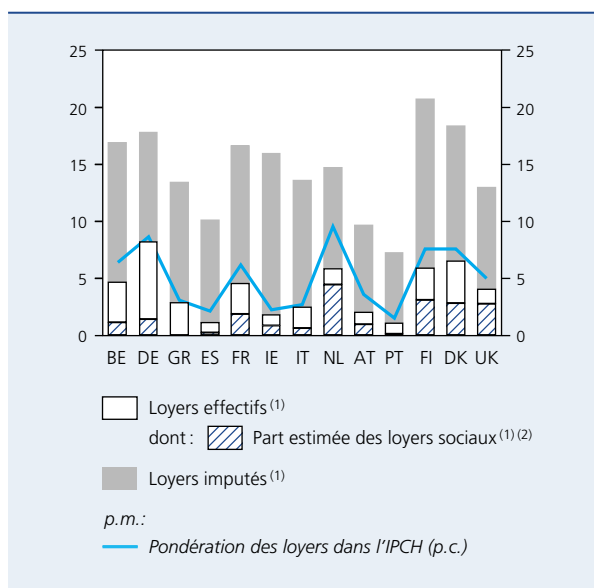
sur le budget des ménages, correspondent généralement assez bien à l'importance des loyers effectivement payés dans les comptes nationaux. En effet, la méthodologie actuelle de l'IPCH prévoit explicitement que seuls les loyers effectivement payés sont pris en considération<sup>(7)</sup>.

Sur la base des comptes nationaux, la part des loyers effectivement payés dans les dépenses de consommation des particuliers fluctue entre 1 p.c. environ (en Espagne et au Portugal) et près de 8 p.c. (en Allemagne)<sup>(8)</sup>. Avec une part d'un peu moins de 5 p.c., la Belgique occupe à cet égard une place médiane. En ce qui concerne les loyers des logements sociaux<sup>(9)</sup>, qui font partie des loyers effectivement payés, la Belgique se situe plutôt parmi les pays où leur importance est faible.

Pour la plupart des pays, les loyers effectivement payés sont nettement moins importants que les loyers imputés, ce qui montre que le marché locatif ne représente qu'une part limitée du marché du logement total. La part du marché locatif est la plus faible en Irlande, en Espagne, au Portugal, en Italie et en Autriche. Ici aussi, la Belgique occupe une position médiane : le marché locatif (y compris celui des logements sociaux) représente 28 p.c. du marché du logement total. Cette situation diffère fondamentalement de celle de l'Allemagne, qui est le seul pays de l'UE où le segment locatif représente environ la moitié du logement total.

Dans les autres pays, la part du marché locatif est non seulement plus faible, mais elle a en outre diminué légèrement au cours des vingt dernières années. Cette baisse peut être attribuée à une offre réduite découlant d'une réglementation contraignante du marché locatif et / ou à une substitution de la demande de location vers l'acquisition, encouragée par des déterminants macroéconomiques favorables ou des incitations fiscales.

**GRAPHIQUE 6** IMPORTANCE DES LOYERS DANS L'UE  
(pourcentages de la consommation finale des ménages, sauf mention contraire)



Sources : CE, OCDE, BCE, BNB.

(1) En 2001 ou année la plus récente disponible.

(2) Part des loyers sociaux dans les loyers effectifs estimée sur la base de la proportion de logements sociaux dans le nombre total d'habitations louées.

(7) Cela signifie que les pondérations prises en compte dans l'IPCH sont influencées par des écarts substantiels entre les pays de l'UE, en ce qui concerne la part du marché locatif dans le marché du logement total. Pour pallier cet inconvénient, Eurostat examine actuellement s'il convient d'inclure également dans l'IPCH les dépenses en logement des ménages propriétaires du logement qu'ils occupent. Pour plus de détails à ce sujet, cf. l'article "L'IPCH belge: un grand pas en avant vers la mesure précise de l'inflation", Revue économique de la Banque Nationale de Belgique, novembre 2001, p. 17-32.

(8) Données pour 2001 ou l'année disponible la plus récente: 2000 pour la Belgique, l'Allemagne, la Grèce, les Pays-Bas, l'Irlande, l'Autriche, la Finlande, et le Royaume-Uni, 1999 pour l'Espagne et 1998 pour le Portugal.

(9) La part des loyers des logements sociaux a été estimée sur la base de la proportion de logements sociaux dans le nombre total d'habitations louées. Comme le loyer moyen est généralement plus faible pour les logements sociaux que pour les autres logements, cette estimation surestime probablement leur part relative dans les loyers effectifs.

### 3.2 Tendances générales récentes de la législation au niveau européen

En Europe, le contrôle des loyers a souvent été un moyen utilisé pour réaliser des objectifs socio-économiques tels que garantir des logements à un prix abordable pour tous, rééquilibrer les pouvoirs de négociation relatifs entre locataires et bailleurs, ou encore limiter la volatilité des loyers. Une réglementation trop restrictive, qui altère l'efficacité de fonctionnement du marché locatif, pousse cependant l'offre à s'en détourner. Ceci peut être néfaste au bon fonctionnement du marché du logement dans son ensemble, mais notamment aussi au marché du travail, en réduisant la mobilité des travailleurs. Il est dès lors progressivement apparu que certaines évolutions de la législation étaient nécessaires pour un meilleur fonctionnement du marché locatif.

On observe effectivement ces vingt dernières années une évolution tendancielle de la législation européenne vers les principes suivants:

#### *a. Liberté de fixation du loyer initial pour les nouveaux contrats*

Le principe selon lequel le loyer doit refléter la situation du marché semble à présent généralement accepté. En Belgique, ce principe a été maintenu par la loi sur les loyers du 20 février 1991 (adaptée par la loi du 13 avril 1997), qui prévoit que chaque fois qu'un nouveau bail est conclu, le nouveau loyer est librement fixé par les parties. Dans certains pays, comme aux Pays-Bas et surtout en Suède, il subsiste cependant une réglementation liant les nouveaux loyers aux loyers du voisinage.

#### *b. Limitations quant à la possibilité de mettre fin au bail anticipativement, protégeant le locataire*

En contrepartie de la liberté des loyers initiaux, il a été jugé nécessaire de protéger les locataires contre des propriétaires qui pourraient être incités à mettre fin anticipativement à des baux conclus à des loyers bas, pour les remplacer par de nouveaux contrats plus avantageux. Il a de plus été tenu compte du plus faible pouvoir de négociation des locataires, qui doivent faire face à des coûts élevés en cas de déménagement. La difficulté de rédiger un contrat tenant compte de toutes les éventualités a également joué en faveur d'une réglementation en la matière. Dans certains pays, la durée du bail et les conditions de départ sont libres, du moins dans un cadre légal bien défini. Dans d'autres, les contrats sont à durée indéterminée et les propriétaires ne peuvent y mettre fin que sous certaines conditions.

En Belgique, la durée d'un bail est en principe de neuf ans et il n'y a plus de contrat à durée indéterminée (principale innovation de la loi sur les loyers du 20 février 1991). Il existe cependant trois autres possibilités: le bail écrit de courte durée, inférieure à trois ans; le bail écrit de longue durée, supérieure à neuf ans; ou le bail à vie écrit. Mais ces types de contrats sont moins utilisés dans la pratique. En résumé, les règles en matière de congé anticipatif que doit respecter le bailleur sont plus strictes que celles qui s'imposent au locataire. De plus, il est possible de prévoir dans le bail des limitations plus importantes au droit du bailleur de mettre fin au bail (par exemple, des périodes d'exclusion plus longue) mais pas l'inverse.

#### *c. Limitations de l'évolution du loyer au cours d'un contrat pluriannuel*

La plupart des pays européens ont adopté un système d'indexation des loyers à l'indice des prix à la consommation ou une variante de celui-ci, et/ou d'autres clauses d'ajustement négociées librement. En Belgique, selon la loi du 20 février 1991, le loyer peut toujours être indexé, sauf si le contraire est stipulé dans le contrat écrit<sup>(10)</sup>. Depuis 1994, les loyers sont indexés sur la base de l'indice-santé. Au Danemark et en France, par exemple, l'indexation est basée sur les coûts du logement.

Mis à part l'indexation, les autres formules permettant au propriétaire de réviser les loyers, en particulier lors de la reconduction des contrats, sont également souvent réglementées. Ainsi, en Allemagne, il existe un mécanisme d'ajustement permettant d'aligner les loyers en cours de contrat sur les loyers en vigueur pour les nouveaux contrats, à concurrence de 20 p.c. maximum par période de trois ans.

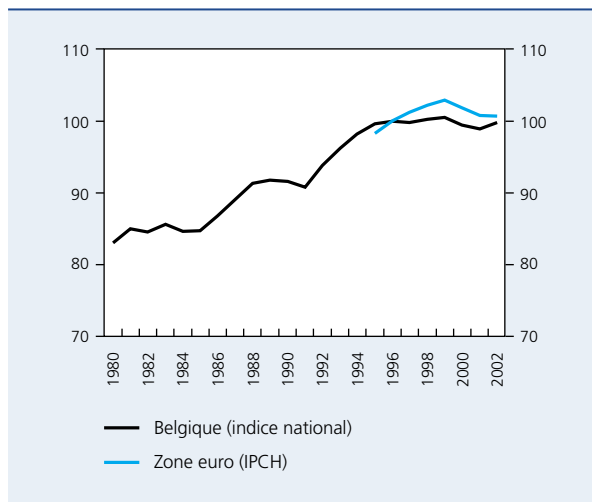
En Belgique, si lors de la conclusion de chaque *nouveau bail* le nouveau loyer est librement fixé par les parties, ce n'est cependant pas le cas lorsque le bail est *prorogé* entre les mêmes parties. En effet, si à l'issue d'un bail de neuf ans il n'a pas été mis expressément fin au bail, celui-ci est reconduit automatiquement pour des périodes successives de trois ans, à des conditions inchangées.

La règle selon laquelle le loyer ne peut être adapté en cours de contrat a été assouplie par la loi du 20 février 1991. Celle-ci prévoit la possibilité de réviser le loyer à la hausse ou à la baisse à la demande soit du bailleur soit du locataire. Cette révision ne peut avoir lieu qu'à la fin de chaque période de trois ans, dans un délai bien précis<sup>(11)</sup>.

(10) Avant 1991, c'était la situation inverse qui prévalait: l'indexation n'était possible que lorsque cela était explicitement prévu dans le bail écrit.

(11) Entre le 9<sup>e</sup> et le 6<sup>e</sup> mois qui précèdent l'expiration de la période de trois ans.

**GRAPHIQUE 7 ÉVOLUTION DES LOYERS RÉELS<sup>(1)</sup>**  
(indices 1996 = 100, déflatés par l'inflation totale)



Sources : CE ; SPF Économie, PME, Classes Moyennes et Énergie.  
(1) Loyers effectivement payés.

En cas de désaccord entre les parties, le demandeur doit entamer une procédure de conciliation (loi programme du 24 décembre 2002), avant de pouvoir saisir le juge en cas d'échec de celle-ci.

### 3.3 Évolution des loyers

Dans le cadre de l'IPCH, des données pour l'évolution des loyers effectivement payés, harmonisées au niveau européen, sont disponibles à partir de 1995. Ces données reflètent à la fois l'évolution des loyers des baux existants et celle des nouveaux loyers et il est peu aisé de dissocier ces deux composantes. Les premiers sont généralement indexés sur une variante de l'indice des prix à la consommation alors que les seconds sont libres, et reflètent les évolutions du marché immobilier. Par conséquent, ce qui apparaît comme de petites adaptations de prix peut cacher de fortes augmentations pour les nouveaux baux, ce qui implique des effets redistributifs importants, en particulier pour les ménages les plus mobiles et qui sont susceptibles de supporter des coûts élevés pour déménager.

Dans l'UE, à l'instar des prix de l'immobilier, les loyers ont eu, à long terme, tendance à augmenter en termes réels. L'inflation des loyers a cependant ralenti ou est restée relativement constante ces dernières années, se fixant à un niveau proche de l'inflation totale ou légèrement supérieur.

En Belgique, on observe aussi une tendance à la hausse du loyer réel. À partir de la deuxième moitié des années nonante, les loyers se sont cependant stabilisés en termes réels. Durant cette période, ils n'ont plus suivi le mouvement à la hausse des prix des logements. L'incidence de cette hausse a en effet été compensée par la baisse des taux d'intérêt.

## 4. Le marché du crédit hypothécaire

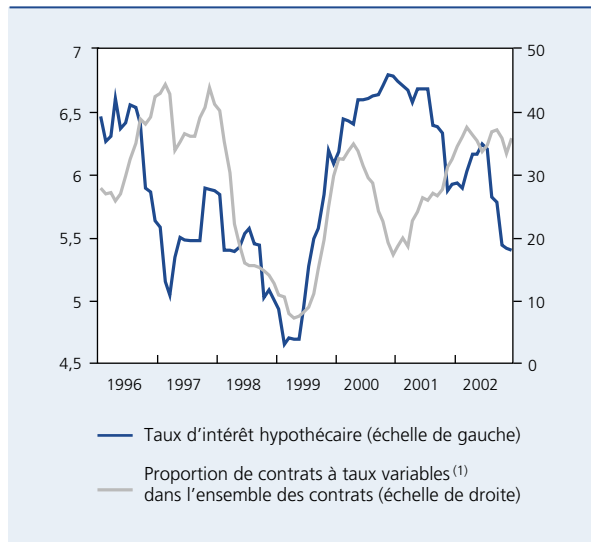
### 4.1 Les différents acteurs sur le marché hypothécaire et les modes de financement

En Belgique, l'activité hypothécaire est largement dominée par les banques commerciales, qui totalisent environ 80 p.c. de l'encours des crédits hypothécaires. Le secteur bancaire est en outre fortement concentré, puisque quatre grandes banques se partagent plus de la moitié du marché. Les compagnies d'assurances et les fonds de pension, qui détenaient encore 16 p.c. du marché en 1990, n'en détiennent plus que 6 p.c., après avoir progressivement réorienté leur portefeuille vers des activités plus rentables. Le solde se répartit entre différents organismes à caractère privé, public ou semi-public : au total c'est environ 280 entités de taille variable qui se partagent le marché belge. La part du secteur public dans l'octroi de crédits au logement, principalement au travers des institutions publiques de crédit (IPC), s'est très fortement rétrécie en conséquence de la vague de privatisations qui a pris place dans la seconde moitié des années nonante et de la cessation des activités de l'OCCH au début de 2001.

Dans l'UE, la part de marché des banques commerciales/universelles est nettement moins importante qu'en Belgique et une plus large palette d'institutions est présente sur ce marché, notamment des institutions spécialisées dans l'activité hypothécaire.

Les caractéristiques des prêteurs exercent une influence sur la manière dont les crédits hypothécaires sont financés, sur la sensibilité des prêteurs aux variations de taux et sur le coût du crédit. En Belgique, le financement, qui se fait principalement par les banques, repose majoritairement sur les dépôts de la clientèle et les émissions d'obligations classiques ; il n'y a pas d'émission d'obligations hypothécaires (« mortgage bonds ») ; une activité de titrisation des créances hypothécaires (« mortgage backed securities ») s'est développée depuis 1998 mais reste marginale. En Europe, en conséquence de la plus grande diversité des prêteurs, les modes de financement sont également plus diversifiés : selon une estimation de la Fédération hypothécaire

**GRAPHIQUE 8** TAUX D'INTÉRÊT ET TYPE DE CONTRAT  
HYPOTHÉCAIRE EN BELGIQUE  
(pourcentages)



Sources : UPC, BNB.

(1) C'est-à-dire à l'exclusion des contrats à taux fixe ou semi-fixe (dont la fixité initiale est supérieure ou égale à dix ans).

européenne<sup>(12)</sup>, les dépôts de la clientèle couvrent quelque 62 p.c. de l'encours, les émissions d'obligations hypothécaires quelque 19 p.c., tandis que le recours aux « mortgage backed securities » demeure marginal.

## 4.2 Les différents types de contrats

### a. Taux fixe ou variable ?

Les contrats à taux fixe ou semi-fixe (c'est-à-dire dont la fixité initiale est supérieure ou égale à 10 ans) demeurent la formule préférée des Belges. Ensemble, ces deux types de contrats ont représenté près de deux tiers de la valeur des crédits octroyés en 2002. Par ailleurs, les contrats assortis d'une clause de révision quinquennale ont encore représenté quelque 17 p.c. La Belgique présente donc une proportion marginale de contrats à taux variables, surtout dans une perspective internationale.

Contrairement à d'autres pays européens, l'introduction de la variabilité des taux d'intérêt dans les contrats hypothécaires est un fait récent en Belgique (loi de 1992 – entrée en vigueur fin 1994). Elle est par ailleurs entourée de sévères limitations destinées à protéger l'emprunteur contre de trop larges fluctuations du taux de référence. Par exemple, la variabilité minimale est de un an, le taux central doit être entouré d'un « cap » et d'un « floor » identiques, la marge<sup>(13)</sup> du prêteur est fixe, etc.

Dans l'UE, le tableau est nettement plus diversifié et l'usage des taux variables bien plus fréquent. À titre d'exemple, plus de 70 p.c. des nouveaux contrats émis en 2001, ont été assortis d'une clause de révision de taux à une fréquence inférieure à un an au Royaume-Uni, en Irlande, en Espagne, au Luxembourg et en Finlande.

En dehors des préférences nationales historiques et de la diversité de l'offre, le type de contrat privilégié par les emprunteurs dépend des taux d'intérêt courants et anticipés. Au début de 1999, par exemple, période caractérisée par de très bas taux d'intérêt hypothécaires, plus de 90 p.c. des crédits octroyés par les prêteurs belges ont pris la forme de contrats à taux fixe ou semi-fixe. Ce rapport est retombé à deux tiers en 2002.

### b. Possibilités de refinancement

Les crédits hypothécaires sont généralement émis pour une longue durée. En Belgique, l'échéance moyenne est de 20 ans; dans le reste de l'Europe, elle varie entre 15 et 30 ans. Si un emprunteur souscrit à un contrat à taux fixe inconditionnel ou caractérisé par une assez longue période de fixité, il est important pour lui de pouvoir refinancer son prêt en cours sans trop de frais. En Belgique, depuis l'entrée en vigueur de la loi de 1992, l'emprunteur qui désire éteindre son prêt avant l'échéance doit s'acquitter, outre de frais de dossier, d'une indemnité de trois mois de charges d'intérêts calculées sur le montant résiduel à rembourser (auparavant, cette indemnité était de six mois). Cette modalité a été grandement utilisée par les emprunteurs au cours de la période 1996-1999, caractérisée par une baisse sensible des taux d'intérêt hypothécaires, pendant laquelle plus d'un quart des crédits octroyés l'ont été au titre d'un refinancement.

### c. Quotité empruntable

La quotité empruntable (« loan-to-value ratio ») témoigne de l'attitude du prêteur par rapport au risque. En Belgique, ce ratio est en moyenne de 80-85 p.c. tandis qu'en Europe, il varie de 60 à quelque 112 p.c. (aux Pays-Bas). Dans certains pays, mais pas en Belgique, il existe une limite maximale légale; plusieurs États membres ajoutent par ailleurs des contraintes supplémentaires en matière de fonds propres lorsque la quotité est élevée. Enfin, il faut noter que les méthodes d'évaluation du bien mis en garantie diffèrent largement d'un pays à l'autre.

(12) Sur la base de l'encours nominal de crédits hypothécaires à la fin de 1998.

(13) La marge est la différence entre le taux appliqué et le taux de référence en pourcentage du taux de référence.

### 4.3 Les taux d'intérêt hypothécaires

La Belgique avait une tradition de faibles marges sur les crédits hypothécaires. La politique des banques en la matière était en effet d'utiliser le crédit hypothécaire comme produit d'appel pour entamer une relation plus complète avec le client (produits d'épargne, produits d'assurance, etc.). La rentabilité en matière de crédits hypothécaires était donc traditionnellement faible et c'est là probablement un des facteurs explicatifs de la réticence des institutions autres que les banques à développer cette activité de prêt. À partir de 1999, il semble toutefois que les banques belges aient entamé un mouvement de récupération des marges, qui a culminé en 2001.

En Europe, on note un important mouvement de convergence des taux d'intérêt hypothécaires surtout dans la deuxième moitié des années nonante, en raison de la convergence des taux d'inflation.

**TABLEAU 4** ENDETTEMENT HYPOTHÉCAIRE DES MÉNAGES DANS L'UE

(dette hypothécaire en fin d'année, en pourcentage du revenu disponible)

	1980	1990	2001
Belgique . . . . .	29	32	45
Pays-Bas . . . . .	64	70	148
Danemark . . . . .	n.	103	138
Suède . . . . .	66	133	116
Royaume-Uni . . . . .	36	82	87
Ouest de l'Allemagne	51	58	72
Finlande . . . . .	27	47	44
Espagne . . . . .	n.	11	43
France . . . . .	31	35	34
Italie . . . . .	5	6	15

Source : BCE, op. cit.

### 4.4 La répartition des crédits hypothécaires selon les buts

L'octroi de crédits hypothécaires (hors refinancements) en Belgique répond pour environ 60 p.c. à l'achat d'un logement existant, contre 20 p.c. à la construction. Le solde se répartit entre les crédits mixtes (achat et transformation) (10 p.c.), la transformation (7 p.c.) et un autre but immobilier (4 p.c.). La répartition selon les buts est demeurée

globalement stable entre 1996 et 2002, à l'exception de la part de la construction qui s'est légèrement effritée.

### 4.5 L'endettement des ménages

Exprimée en pourcentage du PIB, la taille du marché hypothécaire belge est réduite par rapport à la moyenne de l'UE; la dette hypothécaire nominale y représentait moins de 30 p.c. en 2001, contre plus de 50 p.c. pour la moyenne de l'UE.

Les différents pays de l'UE ont enregistré des profils d'endettement immobilier assez différents durant les deux dernières décennies. En Finlande, Suède et au Royaume-Uni, l'endettement immobilier ramené au revenu disponible s'est accéléré dès les années quatre-vingt, probablement du fait des premiers effets de la dérégulation financière touchant le secteur hypothécaire. La même évolution a été observée dans plusieurs autres pays de l'UE durant les années nonante. Il s'agit notamment des Pays-Bas et du Portugal, mais aussi de l'Espagne. Le niveau d'endettement des ménages est devenu particulièrement élevé aux Pays-Bas, au Danemark et en Suède.

Afin de diagnostiquer un éventuel risque d'instabilité financière, il est certes utile de comparer les évolutions du crédit hypothécaire à celles du revenu disponible, mais cela ne suffit pas pour au moins deux raisons. D'abord parce que l'endettement croissant peut être le reflet de l'appréciation de l'immobilier. Dans ce cas, l'endettement est couvert par l'augmentation de la valeur de la garantie et ne remet pas nécessairement la solvabilité des ménages en question. Ensuite, il faut également s'intéresser à la charge financière qui découle de la hausse de l'endettement. Une estimation grossière du service de la dette (au moyen du produit du taux d'intérêt hypothécaire par la dette nominale) ramené au revenu disponible, indique que les ménages européens n'ont pas encouru de difficultés significatives à supporter le degré d'endettement plus élevé de la seconde moitié des années nonante: la chute des taux d'intérêt nominaux et la hausse du revenu ont largement compensé les effets de la hausse de l'endettement. La charge financière hypothécaire s'est néanmoins inscrite à la hausse depuis 1999 en Espagne, en Irlande, au Portugal et aux Pays-Bas.

En marge des évolutions macroéconomiques, il ne semble pas qu'il y ait eu un relâchement généralisé des critères de crédit auquel la hausse du degré d'endettement puisse être attribuée. Toutefois, dans certains pays, la quotité empruntable moyenne a quelque peu augmenté et les critères d'emprunt se sont assouplis. L'exemple type est celui des Pays-Bas, où les ménages peuvent dorénavant emprunter en fonction d'un second revenu ou du revenu d'un emploi temporaire.

Par contre, l'inflation immobilière peut avoir contribué à l'accumulation de dette hypothécaire via le «house equity withdrawal». Celui-ci peut se matérialiser de deux manières. Soit, sans transaction immobilière aucune, le prêteur peut octroyer au ménage un supplément de liquidité en fonction de la réévaluation de la garantie immobilière. Soit, deux ménages dont les biens immobiliers ont été réévalués peuvent se les échanger et réduire leur contribution propre (même à quotité empruntable inchangée)<sup>(14)</sup>.

Sous la réserve importante des écarts statistiques entre les comptes réels et financiers, une comparaison de l'investissement en logements et de la variation de la dette hypothécaire donne une idée de l'existence d'un «house equity withdrawal».

Dans la majorité des pays européens, l'investissement dépasse la variation de la dette, indiquant que les ménages ont injecté de la liquidité propre pour l'achat de logements. Dans quatre pays, les ménages ont par contre retiré de la liquidité du système hypothécaire au cours des cinq dernières années: il s'agit du Royaume-Uni, du Danemark, des Pays-Bas et du Portugal. Ces pays ont présenté un niveau d'endettement ramené au PIB en forte croissance ou très élevé. À l'exception du Portugal, la hausse des prix immobiliers réels y a été significative. Il est donc possible que le fonctionnement des marchés hypothécaires dans ces pays ait amplifié l'inflation immobilière.

En Belgique, par contre, le phénomène de «house equity withdrawal» ne s'est pas matérialisé. Ceci peut être lié à la réticence des intermédiaires financiers à réévaluer les prêts hypothécaires en fonction de l'inflation immobilière, ainsi qu'à la hauteur des coûts de transaction.

Sur la base de différentes mesures d'endettement, la situation de la Belgique n'est pas préoccupante. Comme dans la plupart des pays de l'UE, le ratio entre dette et revenu disponible s'est accru depuis 1995 («debt income ratio»), mais il est demeuré plus bas que la moyenne de l'UE. La hausse de l'endettement des ménages est allée de pair avec l'inflation immobilière, comme en témoigne la stabilité du ratio entre dette hypothécaire et valeur de l'immobilier dans le portefeuille des ménages («capital gearing ratio»). Enfin, le rapport entre les charges d'intérêts et le revenu disponible («income gearing ratio»), qui est un indicateur de la charge financière supportée par les ménages, a diminué sous l'impulsion de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires.

## 5. Résumé et conclusion

Les marchés de l'immobilier résidentiel sont souvent caractérisés par d'amples fluctuations de prix, ce qui n'est guère étonnant étant donné le caractère durable des actifs en cause et les contraintes qui pèsent sur l'offre de nouveaux logements.

L'importance du marché de l'immobilier résidentiel pour l'économie et la politique monétaire a été soulignée au début de cet article. Les fluctuations de prix sur le marché de l'immobilier résidentiel influencent la demande de biens et services par de multiples canaux: elles affectent l'investissement résidentiel (la demande adressée au secteur de la construction) et elles peuvent exercer un effet de richesse sur la consommation, éventuellement amplifié par une incidence sur l'octroi de crédit. La demande de biens et services peut aussi être affectée par l'impact des variations de taux d'intérêt hypothécaire sur le revenu disponible des ménages. L'intensité de la demande de biens et services détermine à son tour l'activité et les prix. Les taux d'intérêt et les prix de l'immobilier figurent par ailleurs parmi les déterminants des loyers, qui forment une composante de l'IPCH.

Aux fluctuations des prix des logements correspondent aussi des variations de l'endettement hypothécaire des ménages et, en fonction des caractéristiques du marché du crédit, ces mouvements peuvent être plus ou moins prononcés et donner lieu à des risques d'instabilité financière.

Par ailleurs, le fonctionnement du marché immobilier n'est pas non plus sans effet sur l'offre de biens et services dans l'économie, notamment via son influence sur le degré de mobilité du travail.

Les banques centrales sont donc concernées par l'évolution du marché immobilier dans la mesure où celle-ci affecte les risques pesant sur la stabilité des prix et sur la stabilité financière. Elles peuvent à leur tour agir sur l'évolution de ce marché en fixant les taux d'intérêt à court terme et ainsi affecter indirectement les taux à long terme.

Il leur importe notamment d'analyser les causes des variations des prix des logements et de détecter d'éventuelles surévaluations, sachant que d'importantes fluctuations font partie du fonctionnement normal du marché. Cette

(14) Un exemple permet d'illustrer ce point. Considérons deux ménages possédant un bien immobilier initialement évalué à 100 et couvert par un emprunt de 80. À la suite notamment de la baisse des taux hypothécaires, les prix de l'immobilier doublent. En se revendant leur bien à 200, les deux ménages peuvent dégager des liquidités importantes. La vente leur permet de rembourser leur premier emprunt de 80 et de dégager 120 de liquidités. Ils empruntent également 160 (quotité empruntable de 80 p.c.) pour acheter leur nouveau bien à 200 en y consacrant 40 de leurs propres liquidités. Par solde, ils ont donc dégagé un montant de 80 (=120-40).

analyse est compliquée par l'hétérogénéité du marché et la multiplicité des facteurs en cause, qui sont évoqués dans la deuxième partie de l'article. Il y a lieu notamment de tenir compte de la tendance à la hausse du prix réel des logements sous la pression de l'accroissement des revenus et de la rareté des terrains, ainsi que de cycles dus aux variations du revenu disponible des ménages et des taux d'intérêt, mais de nombreux autres facteurs entrent aussi en jeu, qui ont parfois un caractère local. Ainsi, une analyse régionale du marché belge fait apparaître une forte hausse du prix des terrains en Flandre, due à la confrontation d'une préférence traditionnelle pour la construction de logements neufs et d'une rareté croissante des terrains à bâtir. Cette hausse tend à orienter les candidats acheteurs vers le marché secondaire.

Globalement, après de fortes fluctuations dans les années septante et au début des années quatre-vingt, le marché belge du logement est caractérisé par une évolution assez modérée des prix (soit une augmentation de 4 p.c. par an en moyenne en termes réels durant la période 1986-2002). Il n'a pas subi de « boom » au cours des dernières années, contrairement à l'Irlande, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et à l'Espagne ou aux pays nordiques. Les prix n'y ont pas non plus baissé comme ce fut le cas en Autriche, en Italie et en Allemagne.

Cette situation provient notamment du contexte macro-économique: les prix n'ont pas été poussés à la hausse par une croissance économique très vive comme en Irlande ou une baisse très sensible des taux d'intérêt réels comme en Grèce. Elle est peut-être aussi due en partie à la hauteur des coûts de transaction sur le marché immobilier belge – qui sont par ailleurs un des multiples obstacles à une plus grande mobilité du travail. Elle résulte enfin des

caractéristiques du marché du crédit hypothécaire, où la quotité empruntable n'a pas eu tendance à augmenter comme ce fut le cas aux Pays-Bas et où il est rare que de nouveaux prêts soient accordés en fonction de la réévaluation de l'immeuble, comme c'est par exemple le cas au Royaume-Uni.

Les loyers, qui sont analysés dans la troisième partie, ont eu tendance à augmenter en Belgique plus que le niveau général des prix à la consommation de 1985 à 1995, mais ils ont crû au même rythme ensuite. Pendant toute cette période, leur hausse a été inférieure à celle des prix du logement. L'écart par rapport à la charge initiale de l'achat d'un logement s'est cependant beaucoup moins creusé, étant donné la baisse des taux d'intérêt.

Dans plusieurs pays, la réglementation des loyers et l'encouragement à l'accession à la propriété ont conduit à une réduction de la taille du secteur locatif, ce qui peut aussi nuire à la mobilité du travail. La Belgique se situe dans la moyenne en matière de taille du secteur locatif privé – le seul pays de l'UE où il représente nettement plus du quart du marché étant l'Allemagne –, tandis que le secteur du logement social y est relativement réduit.

Les caractéristiques du marché hypothécaire belge font l'objet de la dernière partie de l'article, qui met notamment en évidence la concentration des prêteurs, la préférence pour les taux fixes, l'utilisation des possibilités de refinancement en cas de baisse des taux et l'absence de « house equity withdrawal ». L'endettement hypothécaire des ménages n'est pas un sujet de préoccupation en Belgique, alors qu'il a atteint de très hauts niveaux aux Pays-Bas et qu'il a vivement augmenté en Espagne et au Portugal.