

Lettre économique et financière

Quo Vadis ?

Penser l'impensable

Cinq surprises potentielles pour 2023

#2 Une crise immobilière en Belgique

Opinion consensuelle : "Les prix de l'immobilier résidentiel belge ne peuvent pas baisser".

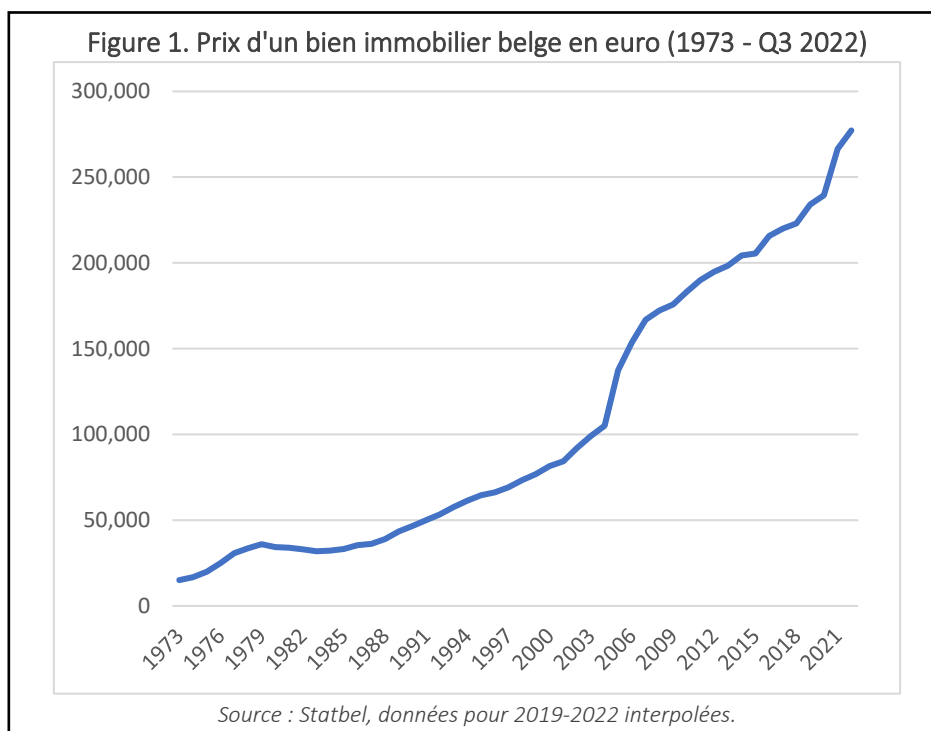
Quo Vadis : "Le marché immobilier résidentiel belge est confronté à une correction des prix."

Introduction

L'édition précédente de Quo Vadis a couvert la première surprise potentielle pour 2023, notamment une inflation beaucoup plus persistante qu'on ne le pense généralement. Dans cette édition, nous vous présentons une deuxième surprise potentielle : une impensable baisse des prix de l'immobilier résidentiel belge.

Un marché en béton

Pour beaucoup, l'idée d'une correction des prix de l'immobilier résidentiel belge est un grand tabou. Le Belge a une brique dans le ventre et dans la tête. La plupart des Belges sont propriétaires de leur logement. Une baisse des prix ferait très mal. La conviction que les prix de l'immobilier en Belgique ne peuvent pas baisser est inébranlable. Si l'on regarde le passé, cela se semble se confirmer :



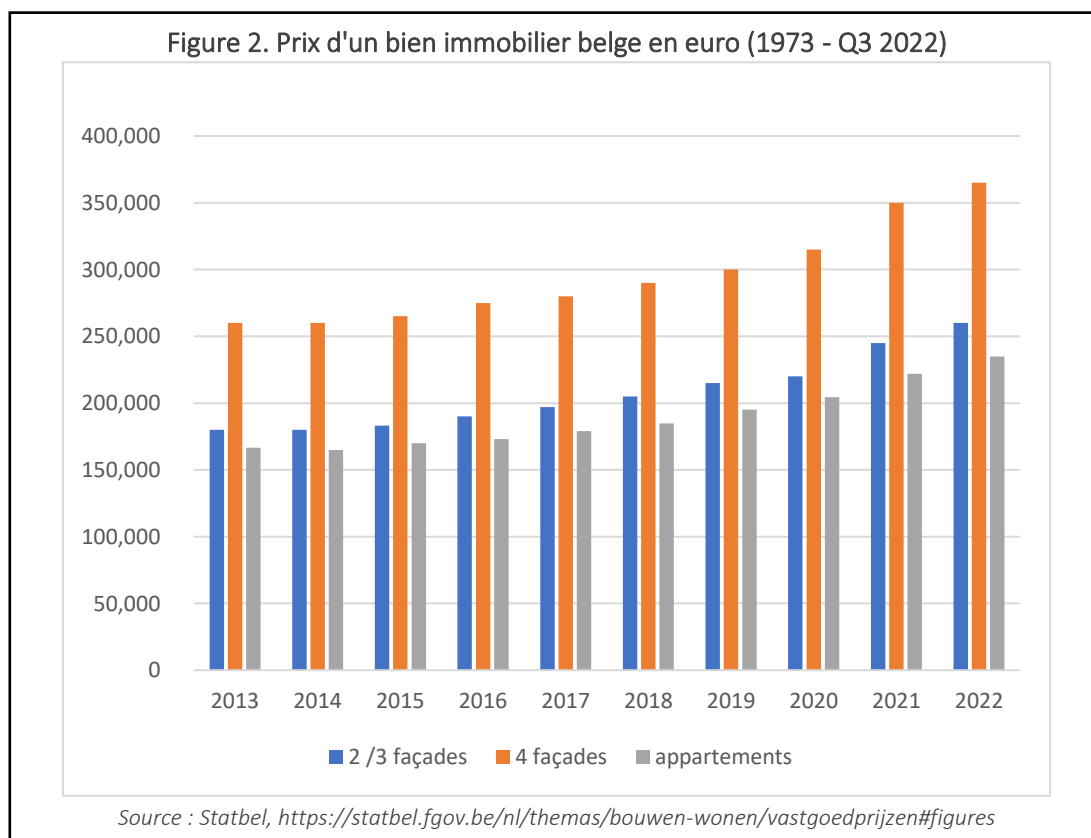
En effet, les prix nominaux n'ont jamais baissé depuis 1984, soit depuis 38 ans. Même la grande crise financière de 2008 n'a pas pu déstabiliser le marché immobilier belge. La nature non spéculative du marché immobilier résidentiel belge s'explique en partie par sa fiscalité, qui décourage la spéculation en imposant des droits d'enregistrement élevés et une

taxe sur les plus-values en cas de vente endéans un certain délai. Et aussi par la législation et aux coutumes entourant le crédit hypothécaire, qui imposent certaines limites au pourcentage du prix total de l'achat qui peut être emprunté. Sur la période 1973-2022, les prix de l'immobilier résidentiel belge ont monté en moyenne de 6,3 % par an en nominal, tandis que la volatilité (c'est-à-dire l'écart-type de ces rendements) a été limitée à seulement 6,7 %. Et le rendement de 6,3 % ne tient même pas compte - en cas de location - des revenus locatifs. Avec un revenu locatif brut moyen de 4% par an, les investisseurs arrivent ainsi à un rendement brut total d'environ 10% par an. En effet, l'immobilier résidentiel belge s'est révélé être un excellent investissement. En revanche, le monde anglo-saxon tend à avoir moins de restrictions fiscales et réglementaires, ce qui rend le marché immobilier plus spéculatif et donc sujet à des chocs majeurs occasionnels. La débâcle du subprime aux États-Unis en est un bon exemple.

Néanmoins, les choses peuvent changer.

On ne peut guère le voir sur la Figure 1 en raison des effets d'échelle, mais entre fin 1978 et fin 1983, les prix ont néanmoins baissé chaque année. La baisse nominale totale sur cette période a été de 11,5 %. Et si l'on tient compte de la forte inflation de ces années-là, on peut parler d'un véritable krach immobilier. Entre fin 1978 et fin 1982, l'inflation cumulée était de 32% ! En termes réels, l'immobilier avait ainsi perdu plus que 40% de sa valeur. Le coupable était le resserrement massif de la politique monétaire - en clair, une forte hausse des taux d'intérêt - qui était nécessaire pour déclencher une récession économique afin d'enrayer l'inflation galopante des années 1970. Dans la mesure où le passé est un guide pour l'avenir, une baisse nominale du prix de l'immobilier résidentiel belge et/ou une crise immobilière définie comme une forte baisse des prix réels, bien qu'exceptionnelle, n'est pas inconcevable.

La Banque Nationale de Belgique (BNB) et la BCE affirment depuis des années que le marché immobilier résidentiel belge est surévalué. La BNB a estimé la surévaluation à près de 21% au cours des trois premiers trimestres de 2021. Le modèle de la BCE aboutit à une surévaluation de 8,7 % en moyenne sur la même période. Depuis la mi-2021, nous sommes confrontés à une hausse fulgurante et sans précédent des taux (hypothécaires). Début 2021, vous pouviez encore emprunter à un taux fixe hypothécaire sur 20 ans d'environ 1 % (en 2020, même à un taux encore plus bas), aujourd'hui vous payez environ 3,4 %. Mais le marché immobilier résidentiel belge semble encore peu affecté par la forte hausse des taux d'intérêt :



Les chiffres de Statbel dans la Figure 2 vont jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2022 et montrent une augmentation d'environ 6%. Le baromètre de l'immobilier de la Fédération des Notaires a publié le 12 janvier les chiffres de l'année 2022 : les prix des maisons ont progressé en moyenne de 8,2 % (la médiane de 9 %) et ceux des appartements de 3,6 % (la médiane de 5 %). Le marché résidentiel belge semble donc continuer sur sa lancée de manière ininterrompue.

Le marché immobilier belge est-il immunisé contre la forte hausse des taux hypothécaires ? Non. L'inflation belge était de 10,3 % en 2022. Ainsi, en termes réels, les prix des maisons ont baissé de 2 % et ceux des appartements de 6 %, avec une moyenne de 4 %. Le marché se refroidit clairement depuis la mi-2022. Les chiffres récents sur les nouvelles demandes de crédit hypothécaire, enregistrés par Immotheke-Fintheke, le plus grand intermédiaire hypothécaire de Belgique, montrent une très forte baisse. Sur le marché, on peut constater que la période où les acheteurs se livraient à des enchères bien supérieures au prix demandé est derrière nous. L'offre est excédentaire dans certaines régions. La baisse réelle des prix a déjà commencé, mais la forte hausse des taux d'intérêt justifierait une démarque beaucoup plus importante. Faisons un calcul approximatif. Si l'on suppose que l'immobilier a une durée (sensibilité aux taux d'intérêt) de 10, quelque part entre celle d'une obligation et d'une action, une hausse de 2 % (3 %) des taux d'intérêt justifie, toutes choses égales par ailleurs, une baisse de prix de 20 % (30 %). Mais nous devons également tenir compte de la forte hausse de l'inflation. L'indice ABEX mesure l'évolution des coûts de construction. Il a monté de manière cumulative de 17 % en 2021 et 2022, autant que l'inflation générale. En supposant que les prix de l'immobilier résidentiel, toutes autres choses égales par ailleurs, augmentent de pair avec l'indice ABEX (ce qui est principalement le cas pour les propriétés qui ont moins de 10 ans), si l'on additionne tous les facteurs, on arrive à une baisse théorique des prix nominaux comprise entre 3 % et 13 %, 8 % en moyenne. Personne ne semble y croire, pas même les nombreuses banques belges qui considèrent que le marché est surévalué, mais se pourrait-il que le marché immobilier résidentiel belge soit confronté à une baisse nominale des prix ? Quo Vadis se sent obligé de poser au moins la question. Et pour cela, nous nous tournons vers nul autre que Warren Buffett.

Baignade nue

L'une des phrases les plus célèbres de Warren Buffett est que "... Ce n'est qu'à marée basse que l'on découvre qui a nagé nu". Ce que l'on sait peut-être moins, c'est que cette déclaration commence par "La marée montante fait flotter tous les bateaux...". Ce que Buffett veut dire par là, c'est que lorsque l'économie se porte bien, toutes les entreprises, fortes ou faibles, en profitent. Mais quand l'économie se porte mal, les entreprises faibles se trouvent nues dans le ressac. Vous pouvez étendre cette règle à la relation entre l'évolution des taux d'intérêt et les prix des actifs financiers. Lorsque les taux d'intérêt baissent, comme ils l'ont fait jusqu'à il n'y a pas si longtemps, le prix de tous les actifs, de qualité et de moindre qualité, augmente. Maintenant que les taux d'intérêt montent, c'est le contraire qui se produit : les prix des actions et des obligations, les plus faibles et les plus surévalués, ont fortement chuté. Appliqué au marché belge de l'immobilier résidentiel, il faut distinguer les biens anciens, peu ou pas efficaces sur le plan énergétique, des biens généralement jeunes et efficaces sur le plan énergétique. En raison de la forte hausse des prix de l'énergie, le marché de l'immobilier est désormais divisé en deux segments : celui des maisons à haut rendement énergétique et celui des maisons à faible rendement énergétique. Pour le premier, vous payez déjà une prime dans le prix, et tout indique qu'à l'avenir, avec l'accent continu et croissant mis sur l'efficacité énergétique, l'évolution des prix des deux segments va diverger. Les propriétés à haute efficacité énergétique resteront demandées et auront une évolution des prix relativement favorable, mais les propriétés présentant un handicap énergétique majeur seront nues dans le ressac. La divergence des prix est déjà une réalité aux extrêmes du marché. En Flandre, par exemple, le prix moyen d'une maison présentant la meilleure performance énergétique (étiquette A ou A+, c'est-à-dire dont la consommation d'énergie est inférieure à 100 kilowattheures par mètre carré et par an) a augmenté de 33,2 % au cours des cinq dernières années, celui d'un appartement de 28,6 %. Toutefois, les biens dont la performance énergétique est la plus faible (étiquette F, c'est-à-dire dont la consommation d'énergie est supérieure à 500 kilowattheures par mètre carré et par an) ont subi une baisse de prix nominale. En outre, depuis cette année, les acheteurs sont légalement tenus de rénover une maison énergivore. Une maison classée E ou F doit être rénovée au niveau D ou mieux dans les cinq ans. Les propriétaires ont un sursis jusqu'en 2030.

Le risque que les biens les moins performants sur le plan énergétique subissent une nouvelle baisse de prix est élevé. Et ils représentent une part importante du marché global. En Flandre, par exemple, les propriétés existantes (sans compter les nouvelles constructions) consomment en moyenne 382 kilowattheures par mètre carré et par an, tandis que la limite supérieure pour les nouvelles constructions est de 20. 50% des maisons flamandes ont un label F ou E. Les appartements obtiennent un meilleur résultat car ils sont plus encapsulés que les maisons : seuls 17% d'entre eux ont une étiquette F ou E. Le risque de voir les maisons de catégorie A baisser de prix est moindre, même avec des taux d'intérêt en forte hausse, mais un trop grand enthousiasme autour du potentiel de hausse de leur prix doit être tempéré par le problème d'accessibilité financière qui commence à devenir aigu pour une famille de la classe moyenne. L'indice d'accessibilité du journal économique de Tijd (voir édition du 20 janvier) est en alerte tempête. L'indice calcule qu'une famille belge au revenu médian a besoin de 37 % de son revenu pour pouvoir payer les frais d'hypothèque d'une maison moyenne, en Flandre même près de 40 %, tandis que 33 % est généralement considéré comme la limite supérieure d'une gestion budgétaire prudente. Pour l'ensemble de la Belgique, ce chiffre est de 37%. Les appartements restent abordables : le coût du prêt hypothécaire pour un appartement moyen représente 30 % du budget de la famille moyenne, soit moins que la limite de 33 %, mais un appartement neuf coûte naturellement plus cher. La Fédération des Notaires a calculé que le prix d'un appartement neuf est supérieur de près de 23 % à celui d'un appartement existant. Cela implique que, toutes choses égales par ailleurs, un appartement neuf absorberait 37 % du revenu médian et une maison neuve (en supposant qu'elle coûte également 23 % de plus qu'une maison existante) 46 à 49 % ! De nombreux jeunes acheteurs ont donc besoin du soutien financier de leurs parents et grands-parents, mais il y a là aussi des limites. Le patrimoine financier moyen d'un Belge est peut-être de 130 000 euros, mais cette moyenne est fortement biaisée par les super-riches. Le patrimoine financier médian n'est que de 20 000 euros. Les nouvelles constructions économes en énergie deviennent donc de plus en plus un luxe réservé à quelques privilégiés. Et les célibataires à revenus modérés sont complètement exclus du tableau. Ils représentent déjà plus de 40 % des ménages aujourd'hui et plus de la moitié à l'avenir.

Qu'est-ce que cela signifie pour l'évolution des prix du marché global ? Le poids des propriétés les plus efficaces sur le plan énergétique dans le nombre total de transactions (qui servent de base de calcul de l'évolution des prix) fait pâle figure par rapport à celui des propriétés moins efficaces sur le plan énergétique. En 2021, seul un appartement vendu sur cinq était un appartement nouvellement construit. Ainsi, même si les prix des biens les plus efficaces sur le plan énergétique se maintiennent en 2023, leur poids dans le marché global est trop faible pour compenser l'évolution négative des prix des biens non efficaces sur le plan énergétique. Il n'est donc pas du tout inconcevable que l'évolution globale des prix du marché immobilier résidentiel belge passe au rouge en 2023.

Jan Longeval
Senior Advisor Eurinvest Partners

Éditeur responsable : Kounselor Consulting BV (www.kounselor.be)

