

# **Evolutions récentes des prix de vente et des loyers dans l'immobilier luxembourgeois**

Julien Licheron (LISER)

Présentation à la Chambre des Députés - ***Jeudi 27 Juin 2019***



# Plan de la présentation

---

## 1. Grandes tendances sur le marché de l'immobilier luxembourgeois

- 1.1. Comment a évolué l'activité sur le marché immobilier au cours des dernières années ?
- 1.2. Comment ont évolué les prix de vente des logements au cours des dernières années ?
- 1.3. Comment le Luxembourg se positionne-t-il par rapport aux autres pays européens ?
- 1.4. Une perspective de long terme sur les prix des logements
- 1.5. Quels facteurs peuvent expliquer la hausse des prix ?

## 2. Les prix des logements sont-ils surévalués au Luxembourg ?

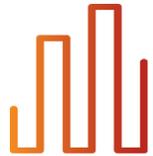
- 2.1. Qu'est-ce qu'une surévaluation ?
- 2.2. Approche 1 – Approche par les ratios
- 2.3. Approche 2 – Approche par des modèles

## 3. Conclusion et perspectives



## Section 1

Grandes tendances sur le marché  
de l'immobilier luxembourgeois

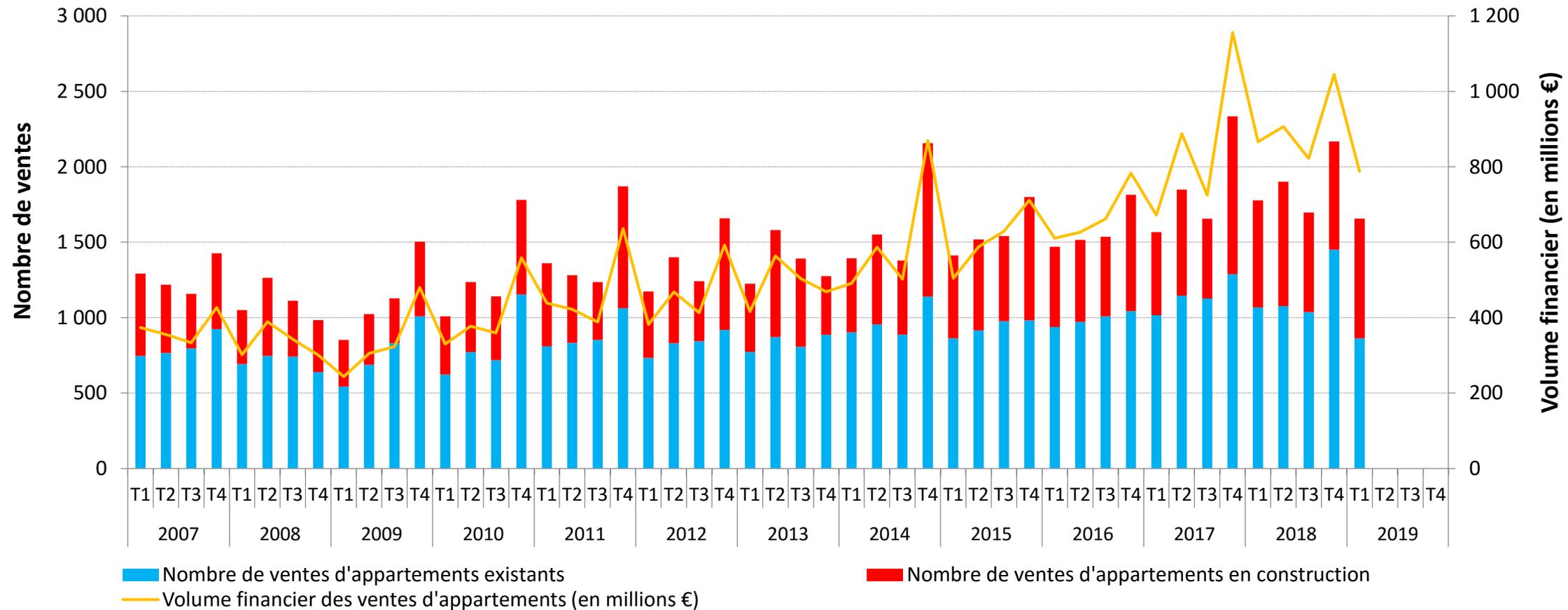


## 1.1. Comment a évolué l'activité sur le marché immobilier ?

---

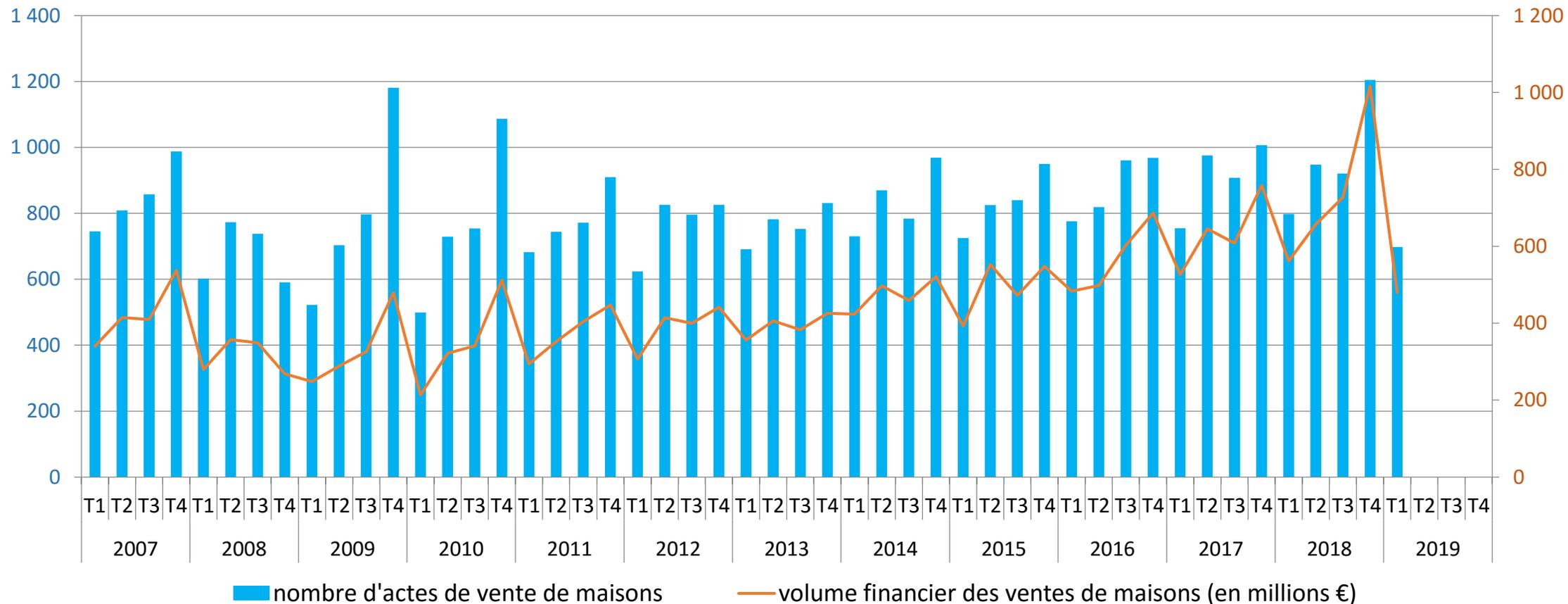
- Le nombre de transactions immobilières relevées dans le fichier de la Publicité Foncière a atteint des niveaux très élevés au 4<sup>e</sup> trimestre 2018 (et dans une moindre mesure en fin d'année 2017).
- Ceci suggère que la mesure fiscale concernant l'imposition des plus-values immobilières a stimulé l'activité sur le marché immobilier et surtout foncier (puisque c'est le nombre de ventes de terrains à bâtir qui a connu la plus forte augmentation).
- Il est toutefois difficile d'évaluer avec précision la contribution de ce stimulus fiscal, puisque l'activité sur les marchés immobiliers est soumise à des variations saisonnières importantes, dans un contexte de hausse tendancielle du volume de ventes.

## Nombre de vente d'*appartements* et volumes financiers correspondant à ces ventes (statistiques issues des actes notariés)



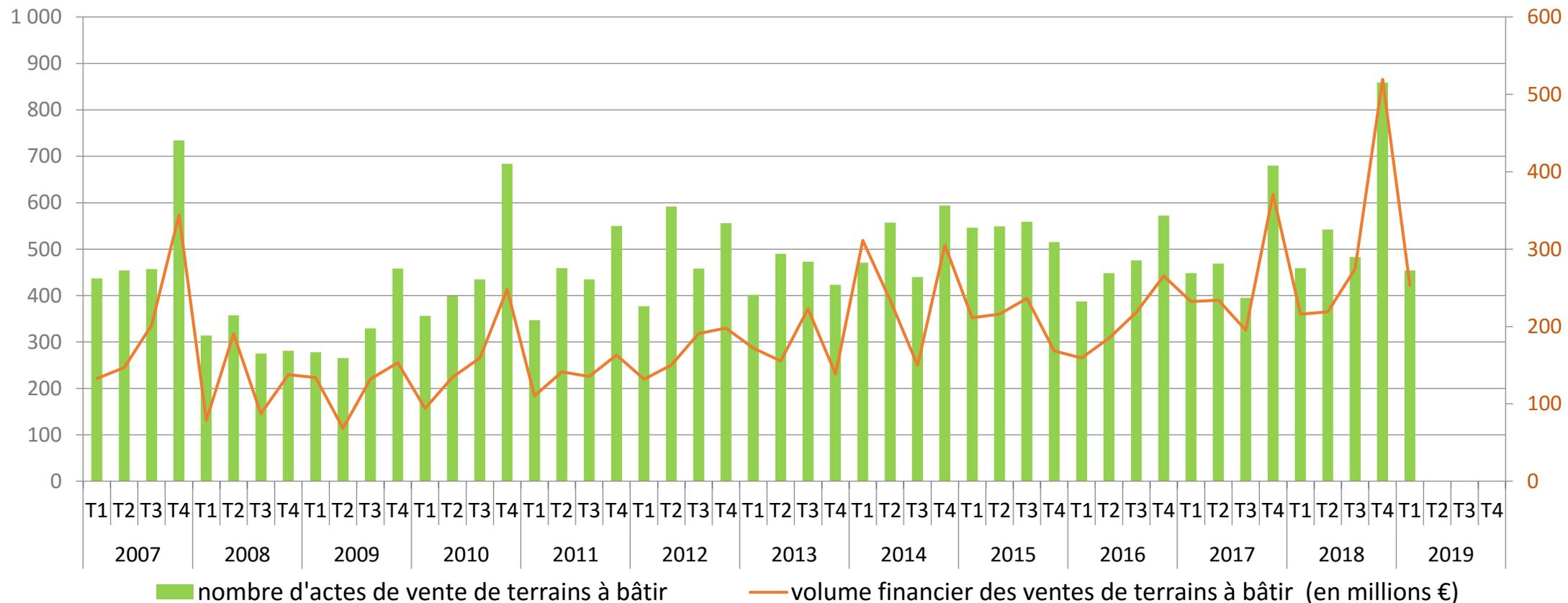
**Source :** Fichier de la Publicité Foncière, STATEC - Observatoire de l'Habitat, en partenariat avec l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines (2007-2019)

## Nombre de vente de *maisons* et volumes financiers correspondant à ces ventes (statistiques issues des actes notariés)



**Source :** Fichier de la Publicité Foncière, STATEC - Observatoire de l'Habitat, en partenariat avec l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines (2007-2019)

Nombre de vente de *terrains à bâtir* et volumes financiers correspondant à ces ventes  
(statistiques issues des actes notariés)



**Source :** Fichier de la Publicité Foncière, STATEC - Observatoire de l'Habitat, en partenariat avec l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines (2007-2019)



## 1.2. Comment ont évolué les prix de vente des logements ?

Hausse annuelle moyenne de l'**indice des prix des logements** (anciens + neufs)  
 = **+5,0%** entre le 1<sup>er</sup> trim. 2010 et le 1<sup>er</sup> trim. 2019 (hausse cumulée de 56,0%)

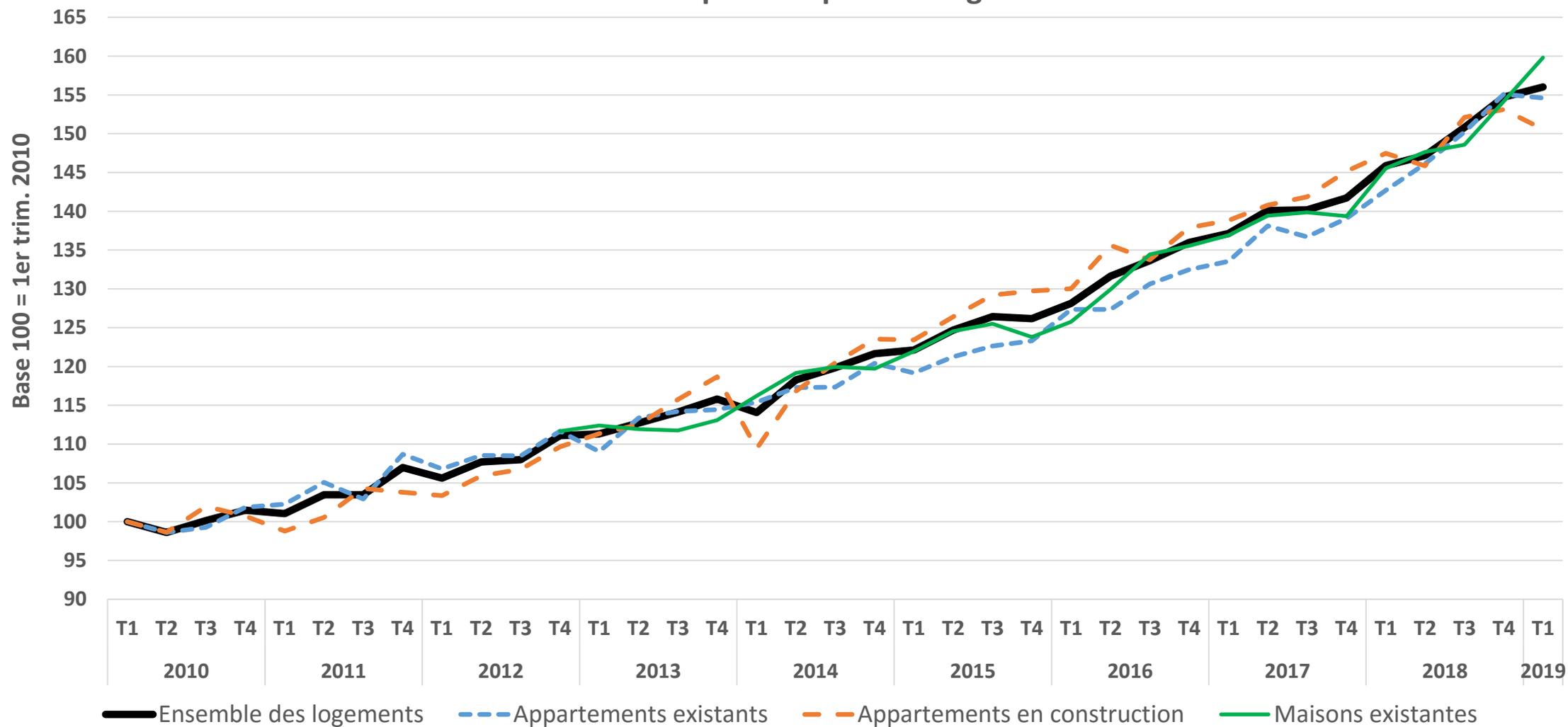
- Appartements existants : +5,0% (2010T1 – 2019T1)
- Appartements en construction : +4,9% (2010T1 – 2019T1)
- Maisons existantes : +5,4% (2012T4 – 2019T1)

Sur les 12 derniers mois (entre le 1<sup>er</sup> trim. 2018 et le 1<sup>er</sup> trim. 2019) :

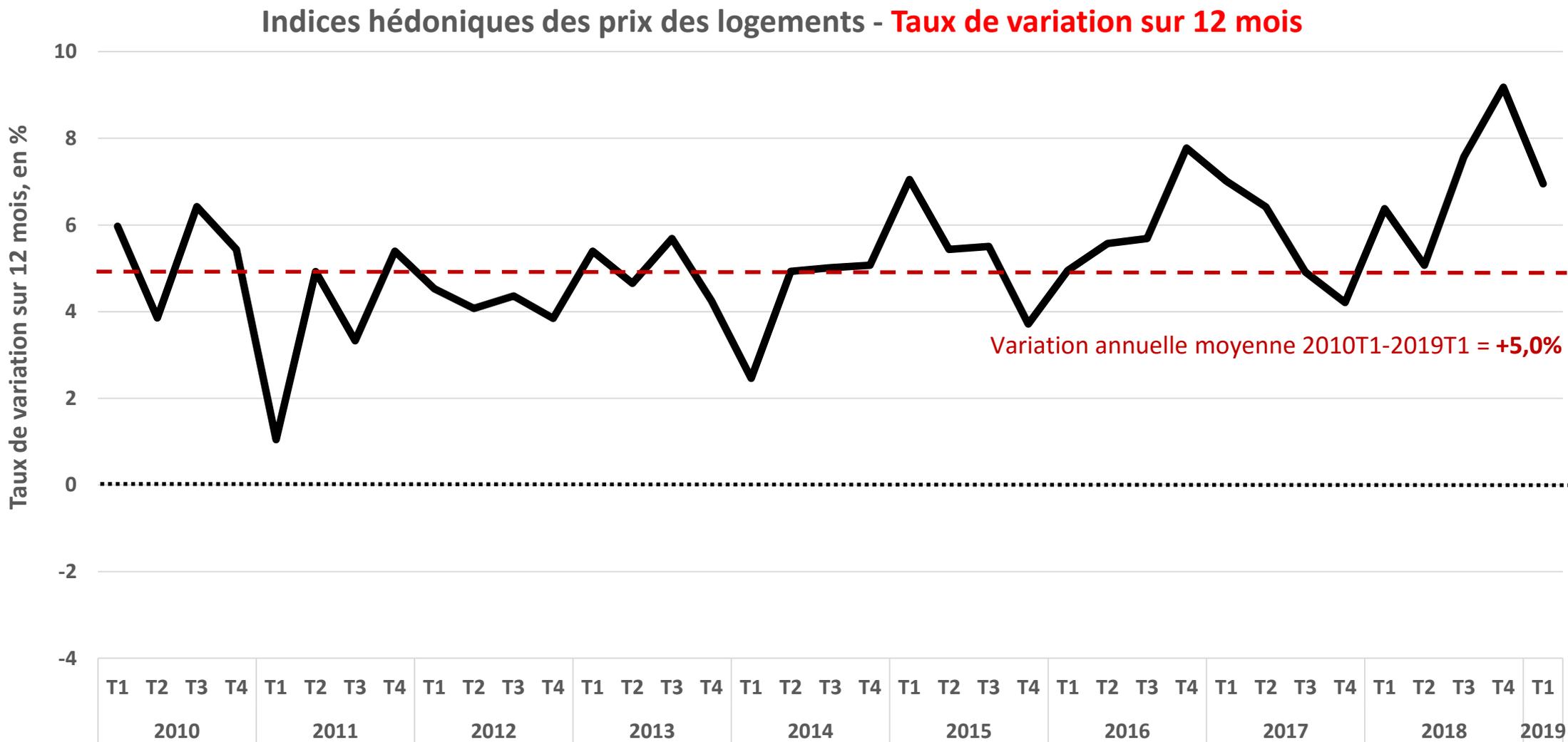
- **Indice des prix des logements** : **+6,9%**
- Appartements existants : +8,3%
- Appartements en construction : +2,1%
- Maisons existantes : +9,8%

Source = STATEC

## Indices hédoniques des prix des logements

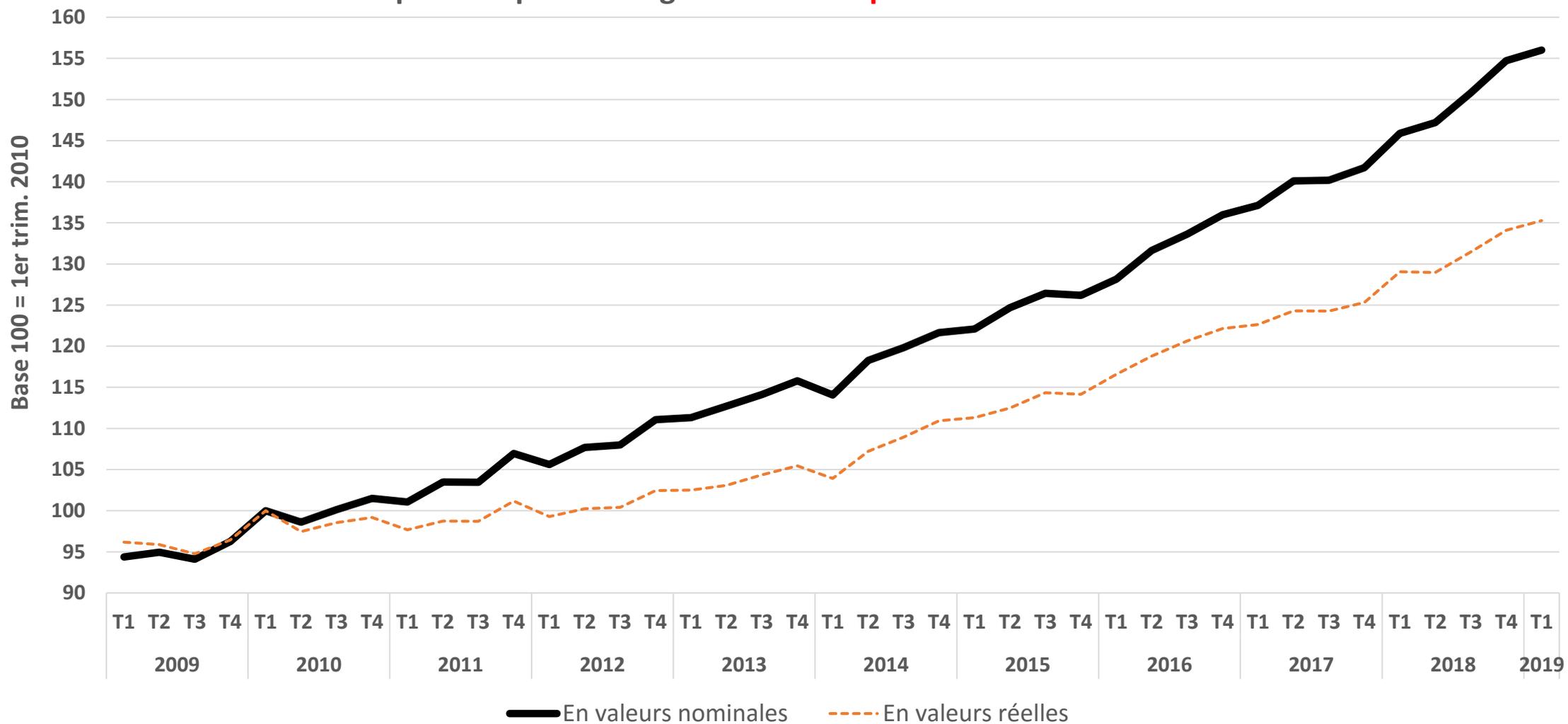


**Source** : Publicité Foncière, calculs STATEC (2010-2019)



**Source** : Publicité Foncière, calculs STATEC (2010-2019)

## Indices hédoniques des prix des logements - Comparaison valeurs nominales et réelles



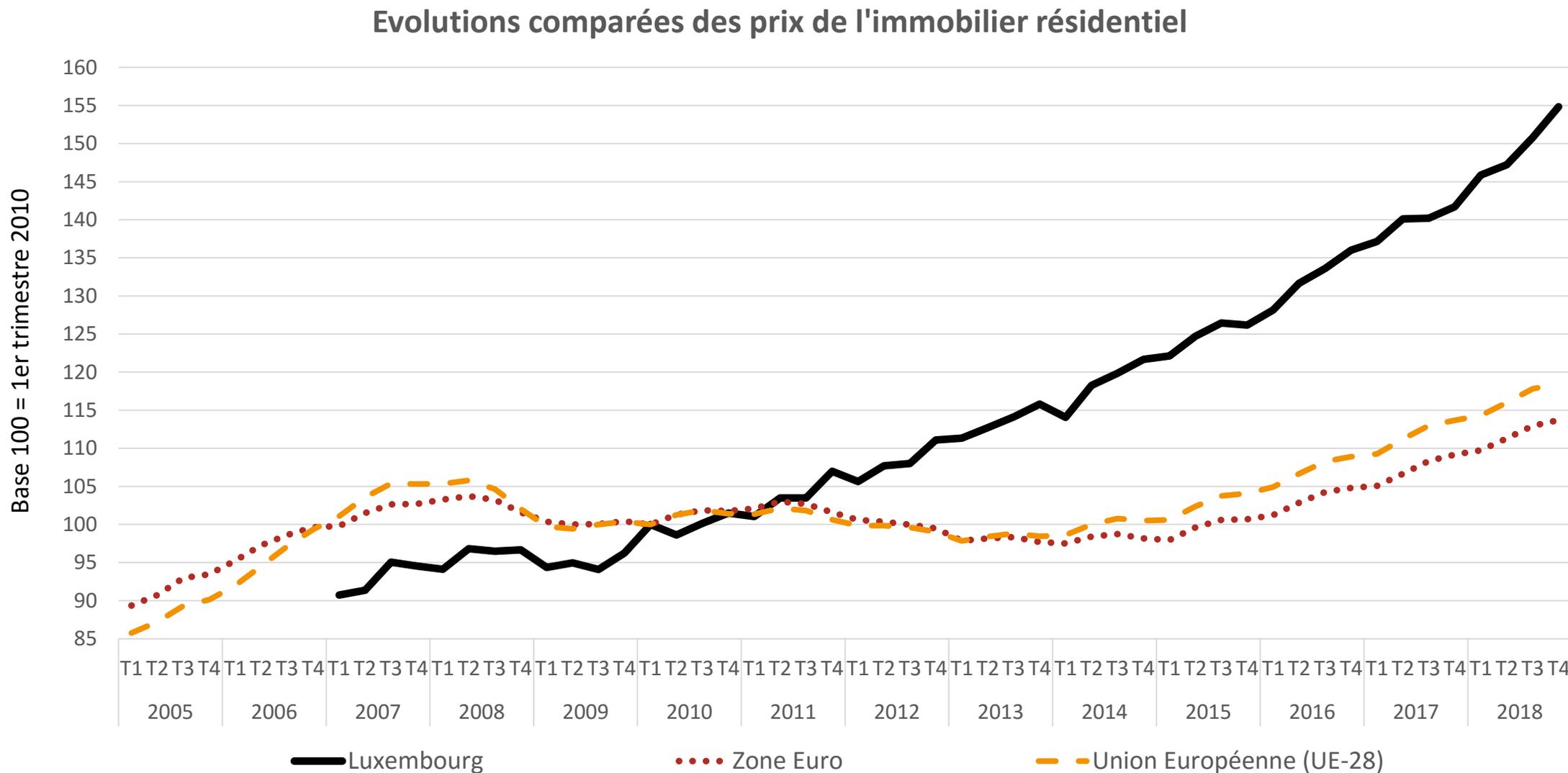
**Source** : Publicité Foncière, calculs STATEC (2010-2019)



## Bilan :

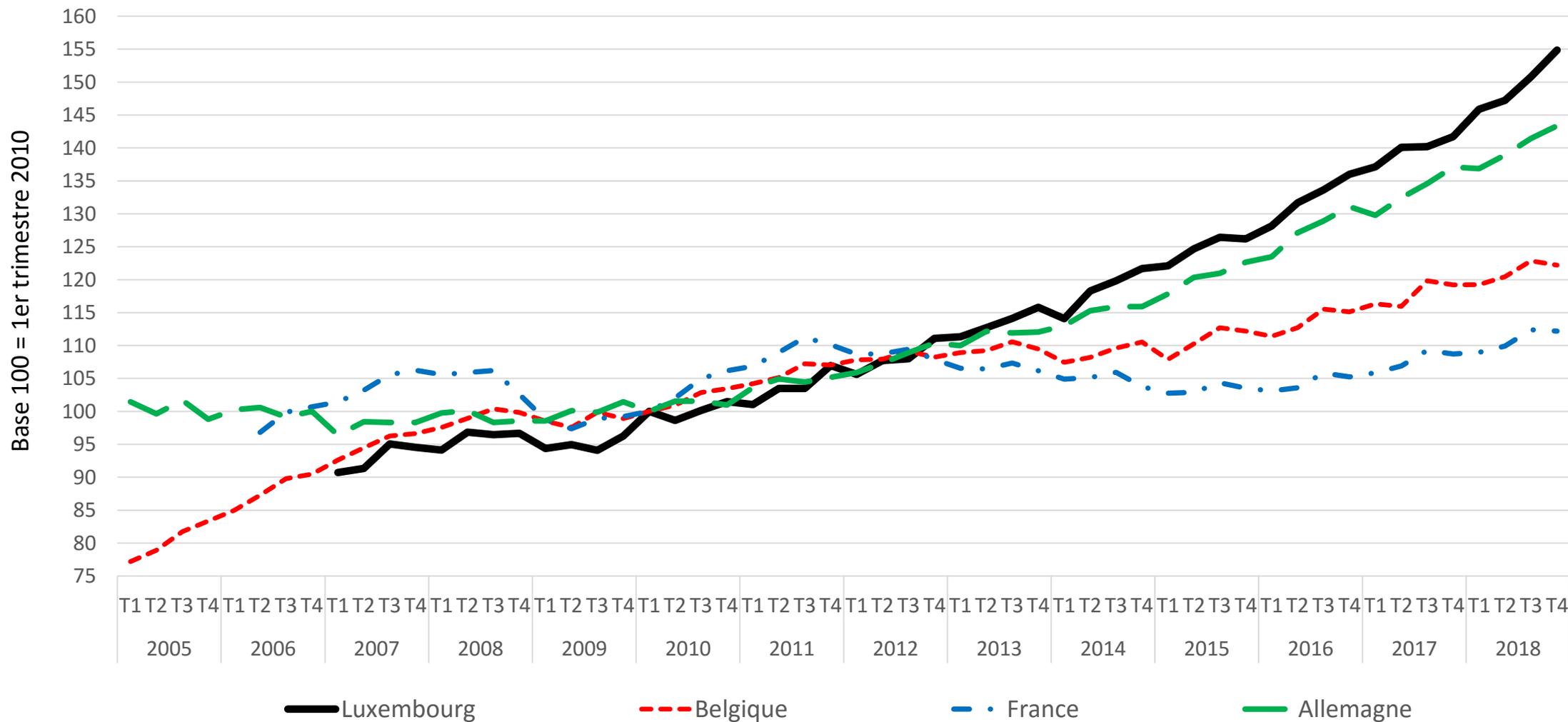
- Il est essentiel de poursuivre l'analyse sur l'année 2019 afin de mieux mesurer l'impact de l'expiration des mesures fiscales au 1<sup>er</sup> janvier 2019.
- Une accélération de la hausse des prix des logements est mise en évidence depuis quelques trimestres (+6,9% pour l'indice hédonique agrégé entre le 1<sup>er</sup> trimestre 2018 et le 1<sup>er</sup> trimestre 2019).
- Le taux de variation annualisé des prix des logements est ainsi largement au-dessus de sa tendance de moyen terme (+5,0% sur la période 2010-2018) depuis le milieu de l'année 2018.
- Cette accélération est particulièrement visible sur le segment des logements anciens.
- Cette accélération se confirme si l'on s'intéresse aux évolutions des prix *réels* des logements (l'inflation sur les prix à la consommation n'ayant joué qu'un rôle mineur).

## 1.3. Quelle comparaison avec les autres pays européens ?



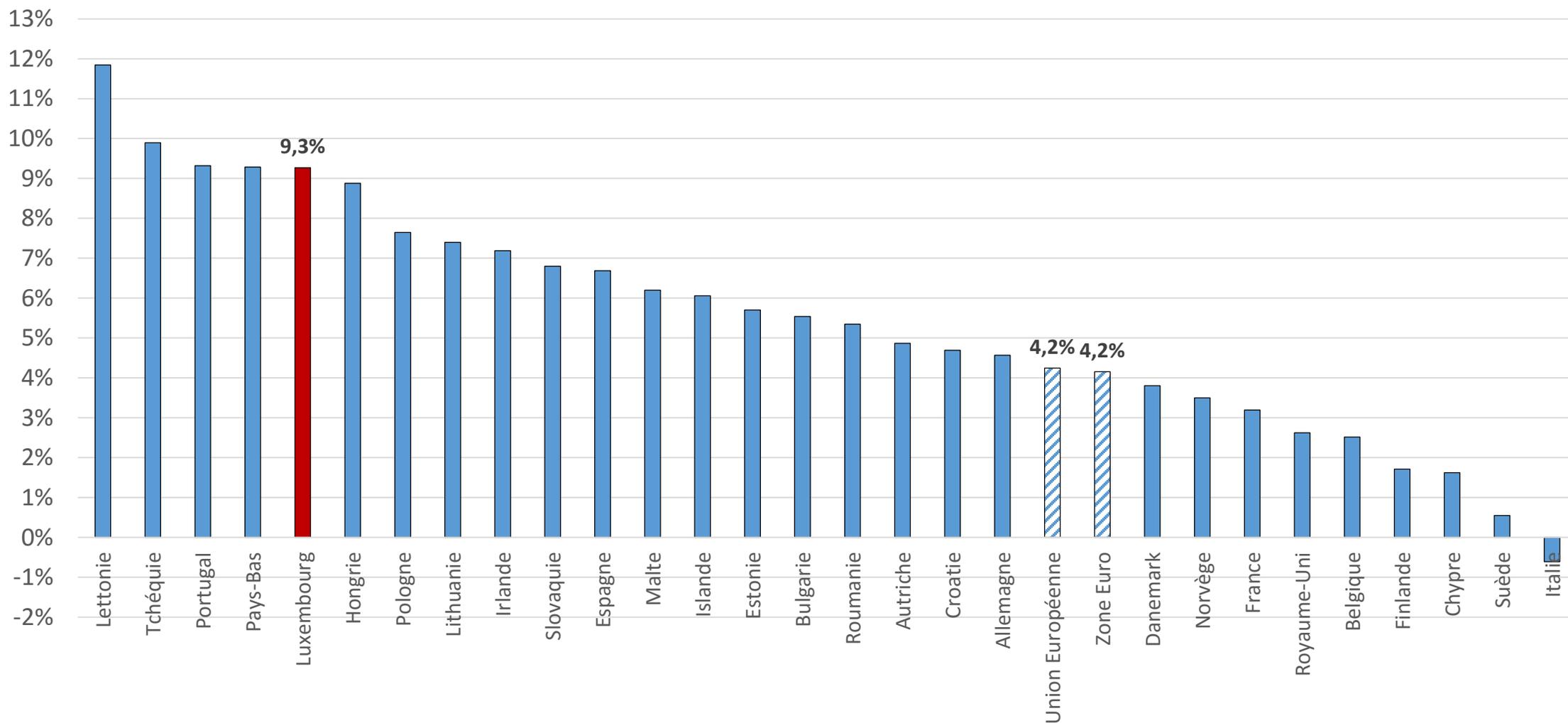
**Source : EUROSTAT (2005-2018)**

## Evolutions comparées des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg et dans les pays voisins



Source : EUROSTAT (2005-2018)

## Taux de variation annualisé des prix de l'immobilier résidentiel au 4<sup>e</sup> trimestre 2018



Source : EUROSTAT (2017-2018)



---

## Bilan :

- Il n'est pas très pertinent de comparer les évolutions des prix au Luxembourg avec la moyenne de l'Union européenne ou celle de la zone euro (marquées par une très grande hétérogénéité des situations nationales).
- Les évolutions des prix de l'immobilier résidentiel relevées au Luxembourg en moyenne depuis 2010 sont assez proches de celles observées en Allemagne (+3,5% à +4,0% en moyenne nationale), et même très similaires à celles relevées dans les grandes aires urbaines (Berlin, Munich, etc.)
- Sur les 12 derniers mois, le Luxembourg figure en revanche parmi les pays qui ont connu les plus fortes hausses des prix des logements (avec les Pays-Bas et le Portugal, notamment).



## 1.4. Une perspective de long terme sur les prix des logements

---

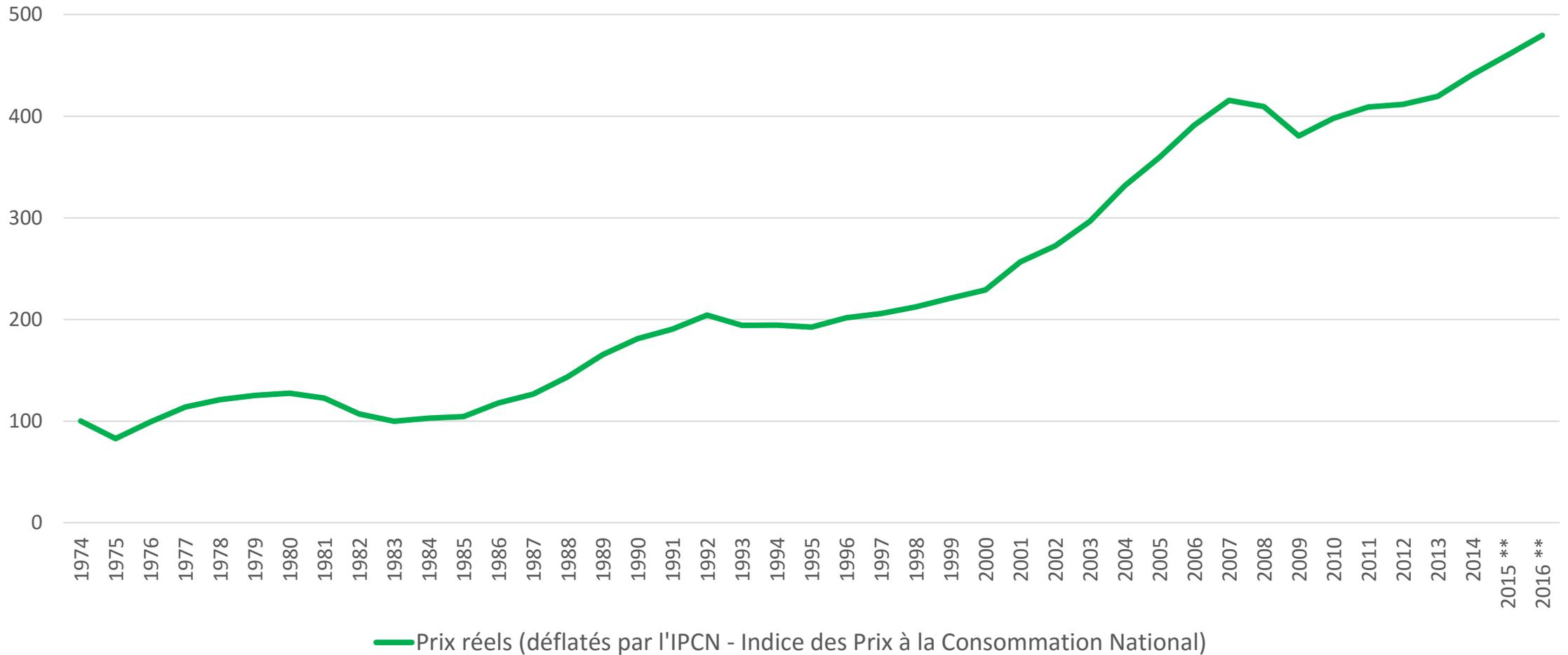
Depuis 1974, les prix des logements ont augmenté en moyenne annuelle de :

- **+6,9% en valeur nominale** entre 1974 et 2016 (soit une multiplication par 16,7 environ) ;
- **+3,7% en valeur réelle** entre 1974 et 2016 (soit une multiplication par 4,8 environ) ;

Source = Banque des Règlements Internationaux (BRI), à partir de données issues de l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines, traitées par la Banque Centrale du Luxembourg et le STATEC.

Note : la série en valeur réelle est obtenue par déflation de l'indice des prix des logements en utilisant l'Indice des Prix à la Consommation National (IPCN) du STATEC.

## Indice des prix réels de l'immobilier sur longue période (1974-2016)



**Source :** Banque des Règlements Internationaux (BRI),  
à partir de données originales du STATEC et de la Banque Centrale du Luxembourg

\*\* = données provisoires, obtenues en utilisant l'indice des prix des logements (anciens et neufs) du STATEC

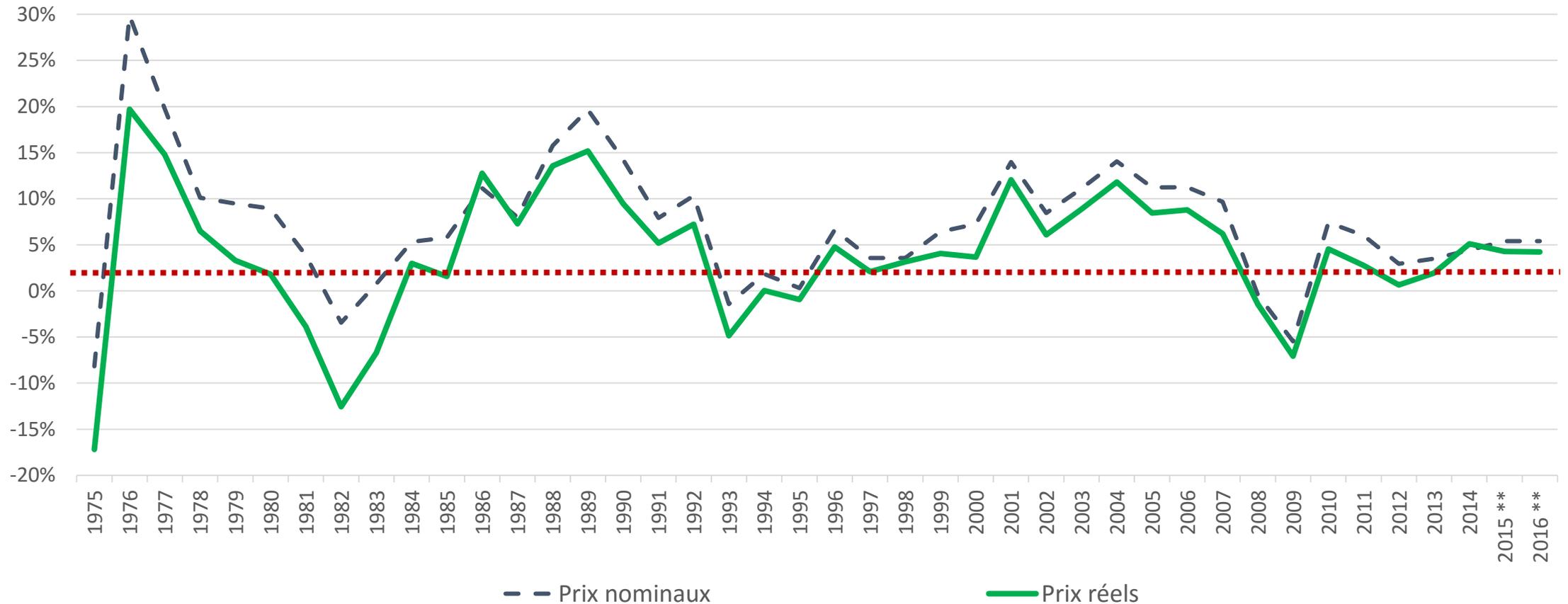


## Les épisodes de hausse des prix des logements au Luxembourg

Plusieurs épisodes de hausse forte et régulière des prix des logements depuis 1974:

- **Dans les années 1980 :**  
Entre 1984 et 1992, hausse des prix réels des logements de **+7,4% en moyenne annuelle**
- **Dans les années 1990/2000 :**  
Entre 1998 et 2007, hausse des prix réels des logements de **+6,9% en moyenne annuelle**
- **Dans les années 2010 :**  
Depuis 2010 jusqu'en 2016, hausse des prix réels des logements de **+3,2% en moyenne annuelle**

## Taux de variation annuel de l'indice des prix réels de l'immobilier sur longue période (1975-2016)



**Source :** Banque des Règlements Internationaux (BRI),  
à partir de données originales du STATEC et de la Banque Centrale du Luxembourg

\*\* = données provisoires, obtenues en utilisant l'indice des prix des logements (anciens et neufs) du STATEC



## 1.5. Quels facteurs peuvent expliquer la hausse des prix ?

---

Il s'agit essentiellement de **facteurs structurels** qui peuvent expliquer la hausse régulière des prix depuis 2010 (pas nécessairement la hausse plus forte des prix en 2018).

Une **demande en logements en hausse constante**, soutenue par :

- La croissance démographique ;
- La croissance économique ;
- Des taux d'intérêt historiquement bas et des conditions de crédit favorables.

Une **offre de logements qui ne suit pas cette demande** :

- Un nombre de logements construits qui n'augmente pas en tendance ;
- Une difficulté à mobiliser du foncier pour de futures constructions.

Des **facteurs supplémentaires** qui expliquent la hausse des prix :

- L'amélioration des performances énergétiques des nouvelles constructions, qui a pu augmenter les prix des biens en construction ;
- La hausse de la TVA au 1<sup>er</sup> janvier 2015 pour les biens en construction.

## Facteur Demande n°1 – Croissance démographique :

Un **taux de croissance démographique exceptionnel** à l'échelle européenne :

- Une population résidente passée de 502 100 à 613 900 individus entre 2010 et 2019 (+22,3%)
- Une croissance de la population tirée avant tout par le solde migratoire (80% environ de la croissance de la population), mais également par le solde naturel (20% de la croissance démographique)

Au 1 <sup>er</sup> janvier	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Population (milliers)	502,1	512,4	524,9	537,0	549,7	563,0	576,2	590,7	602,0	613,9
Variation annuelle	+1,7%	+2,1%	+2,4%	+2,3%	+2,4%	+2,4%	+2,3%	+2,5%	+1,9%	+2,0%

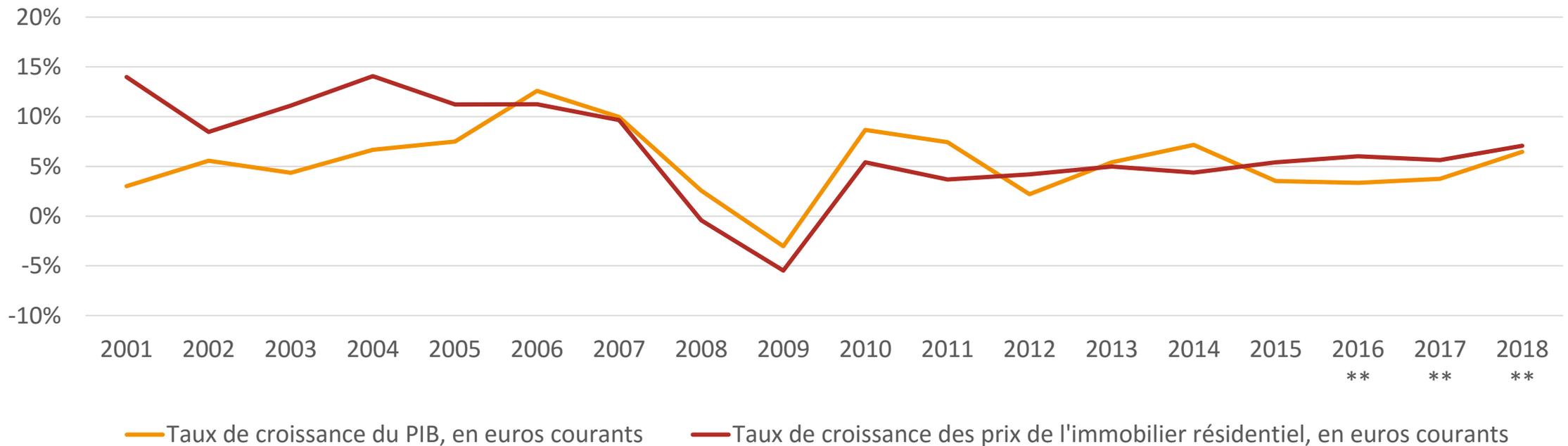
**Source** : STATEC (2010-2018)

*Cf.* Projections de la demande potentielle en logements réalisées par François Peltier du STATEC en 2019. Il faudrait entre 81 500 et 103 800 nouveaux logements entre 2018 et 2030, soit une moyenne de **6 200 à 8 000 nouveaux logements par an.**

## Facteur Demande n°2 – Croissance économique :

Une très grande corrélation entre les évolutions du PIB et des prix de l'immobilier résidentiel (mais la causalité est difficile à établir)

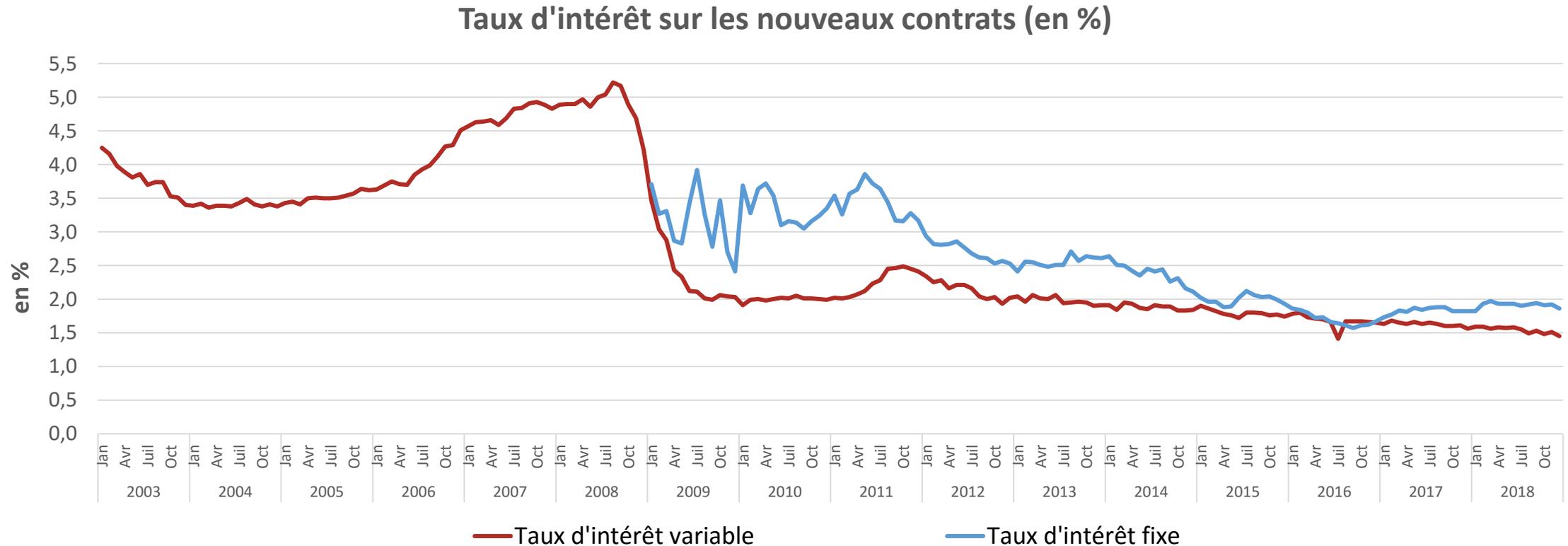
Taux de croissance du PIB et évolutions des prix de l'immobilier résidentiel



**Sources :** STATEC (2000-2018) pour le PIB ;  
Banque des Règlements Internationaux (2000-2015) puis STATEC (2016-2018, \*\*) pour les prix de l'immobilier résidentiel

## Facteur Demande n°3 – Taux d'intérêt historiquement bas :

- Taux variable sur les nouveaux contrats égal à 1,54% et taux fixe égal à 1,91% en moyenne en 2018
- Part croissante des crédits immobiliers à taux fixes (environ 53% du volume des crédits en 2018)

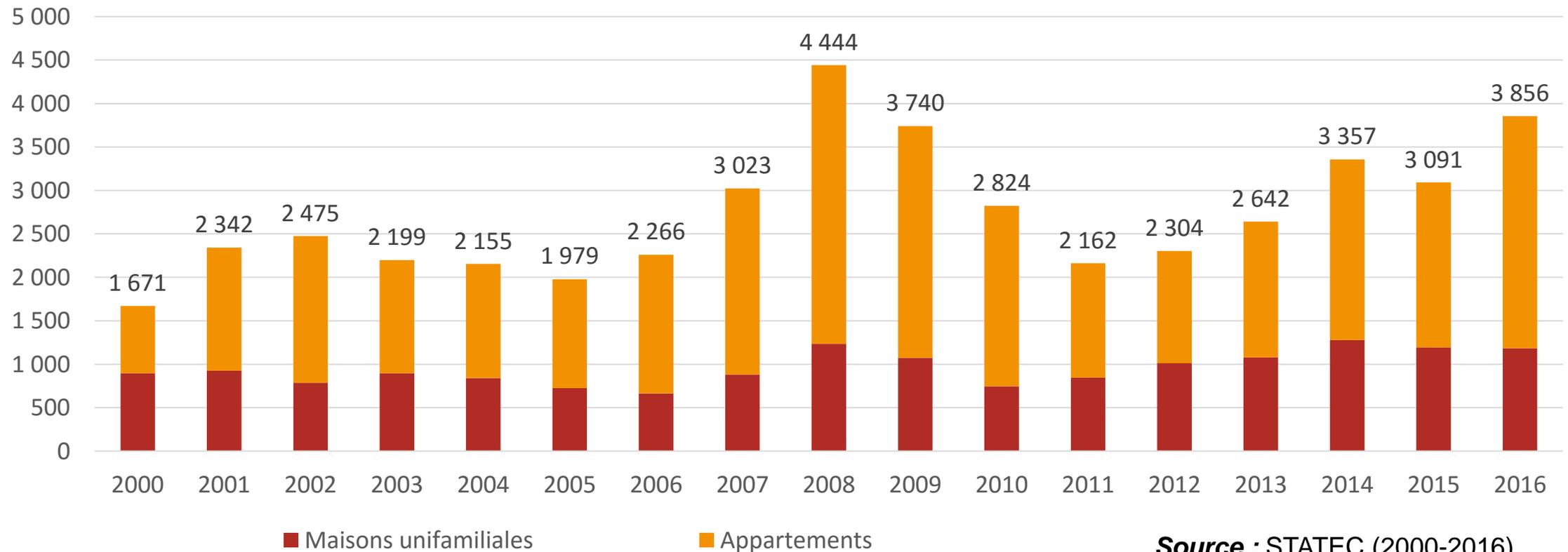


**Source :** Banque Centrale du Luxembourg (2003-2018)

## Facteur Offre n°1 – Nombre de logements construits :

- Environ **2 890 logements achevés** en moyenne par an entre 2000 et 2016
- Environ 36% de maisons unifamiliales et 64% d'appartements

Nombre de logements achevés



Source : STATEC (2000-2016)



## Facteur Offre n°2 – Des difficultés à mobiliser du foncier pour de futures constructions :

- En 2016, l'**Observatoire de l'Habitat a estimé le potentiel foncier destiné à l'habitat à 2 846 hectares**. Il s'agit de terrains théoriquement disponibles (indépendamment de la volonté des propriétaires à les mettre en construction ou à les vendre) situés dans des zones d'habitation ou mixtes des PAG des communes
- Mais environ 89% de cette superficie totale appartient à des propriétaires privés (64% de personnes physiques et 16% de personnes morales). Les acteurs publics ne possèdent que 11% de la surface totale (soit 309 hectares).
- Le problème majeur n'est donc pas tant un manque de terrains disponibles, mais plutôt une **difficulté à mobiliser les terrains identifiés comme disponibles pour l'habitat dans les PAG des communes**.



## Section 2

Les prix des logements sont-ils surévalués au Luxembourg ?



## 2.1. Qu'est-ce qu'une surévaluation ?

---

- **Définition simple d'une bulle immobilière :**
  - ✓ Des prix des logements anormalement élevés en comparaison de leur valeur fondamentale (qui est le résultat de la confrontation « normale » de l'offre et de la demande) ;
  - ✓ Le résultat de comportements spéculatifs qui conduisent à une déconnexion entre les prix des logements et les fondamentaux de l'économie.
  - ✓ La conséquence des anticipations de hausse faites par une fraction (plus ou moins grande) des acheteurs.
- Plusieurs études récentes suggéraient qu'**il n'existait pas de bulle immobilière au Luxembourg jusqu'ici** malgré la forte hausse des prix :
  - ✓ Cette hausse résulterait d'un fonctionnement « normal » du marché, en présence d'une offre limitée et d'une demande forte en logements ;
  - ✓ Les éventuels comportements spéculatifs ne semblaient pas dominer sur le marché.
- Cf. Banque Centrale du Luxembourg (2016, 2019); FMI (2018); OCDE (2017)



## 2.2. Approche 1 – Approche par les ratios

---

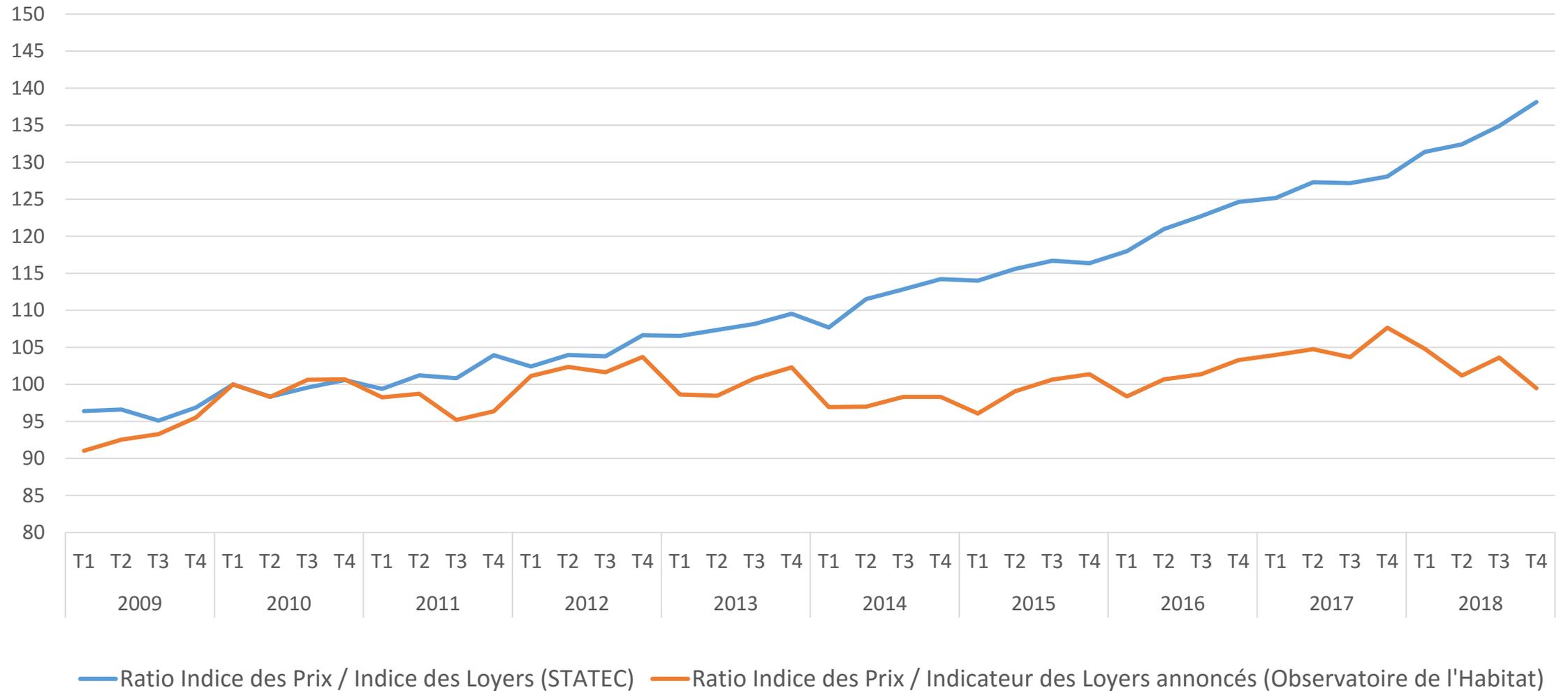
- **Une approche très simple :**

- ✓ Une analyse des évolutions d'un certain nombre d'indicateurs simples (en particulier le ratio « Prix des logements / revenus disponibles des ménages » et « Prix des logements / loyers ») ;
- ✓ Une dérive de ces indicateurs est censé indiquer un déséquilibre sur le marché immobilier résidentiel.

- **Mais cette approche présente de grandes limites :**

- ✓ Les évolutions du revenu disponible moyen (ou médian) de l'ensemble de la population permettent d'appréhender le caractère plus ou moins « abordable » du logement, mais ne renseigne pas sur l'équilibre du marché (les revenus disponibles qu'il faut analyser étant ceux des seuls accédants à la propriété).
- ✓ L'analyse du ratio « Prix des logements / loyers » est sujette à interrogations : est-il préférable de s'intéresser aux loyers en cours de bail ou aux loyers de relocation ? Pour ma part, je pense qu'il est préférable de comparer des prix de vente (portant sur un flux de transactions) avec des loyers de relocation (portant aussi sur un flux, et non sur un stock de locataires).
- ✓ Depuis 2010, les prix de vente des logements ont augmenté beaucoup plus vite que les loyers en cours de bail (source = enquête sur les loyers du STATEC), mais à un rythme similaire aux loyers de relocation (source = loyers annoncés de l'Observatoire de l'Habitat).

## Ratios Prix/Loyers de l'immobilier résidentiel au Luxembourg



**Sources :** Indice des prix de vente des logements (STATEC) ; Enquête Loyers (STATEC) pour les loyers en cours de bail ; Loyers annoncés (Observatoire de l'Habitat) pour les loyers de relocation



## Bilan :

- L'approche par les ratios ne permet pas de conclure quant à la surévaluation potentielle des prix des logements au Luxembourg sur les dernières années.
- Par définition, l'approche par les ratios est une analyse bivariée : elle compare les évolutions de deux variables. Or la hausse des prix des logements au Luxembourg est influencée conjointement par de nombreux facteurs (identifiés dans la section précédente).
- Une approche basée sur un ou plusieurs modèle(s) est donc indispensable pour intégrer les effets simultanés de différents facteurs.



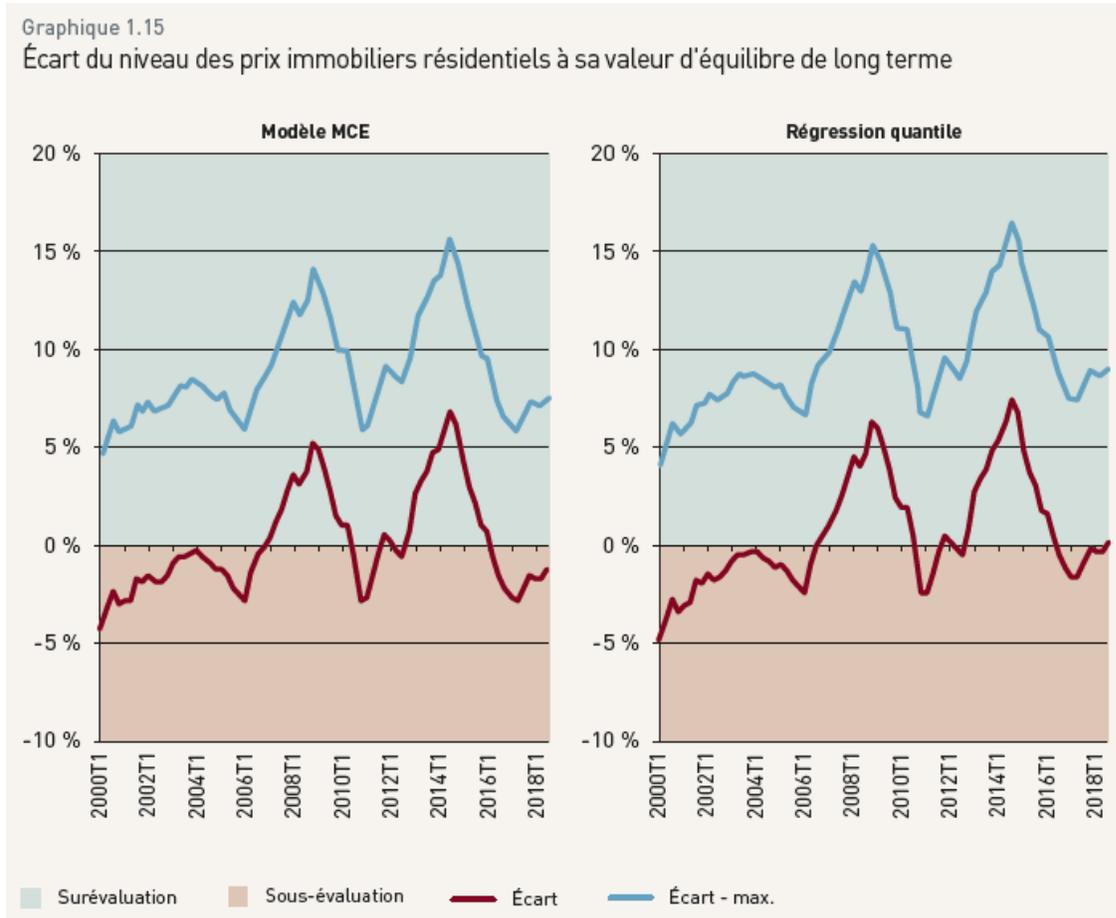
## 2.3. Approche 2 – Approche par des modèles

---

- Une illustration : les travaux présentés dans la Revue de Stabilité Financière de la Banque Centrale du Luxembourg (2019)
- Quatre modèles économétriques sont construits et estimés pour caractériser la dynamique des prix de l'immobilier résidentiel.
- Conclusion issue de la Revue de Stabilité Financière 2019 de la BCL (Juin 2019, p.33):  
*« Au total, les quatre modèles économétriques suggèrent qu'au troisième trimestre 2018, les prix affichent une surévaluation modérée par rapport aux fondamentaux, lesquels sont affectés par des rigidités importantes de l'offre de logement et par un excès de la demande encouragée à la fois par un niveau de taux d'intérêt faible et par des incitations fiscales favorisant l'accès à la propriété. »*
- Mais les modèles développés par la BCL n'intègrent pas encore la fin d'année 2018, qui a été marquée par une forte accélération de la hausse des prix des logements.

## Une illustration – Banque Centrale du Luxembourg (2019)

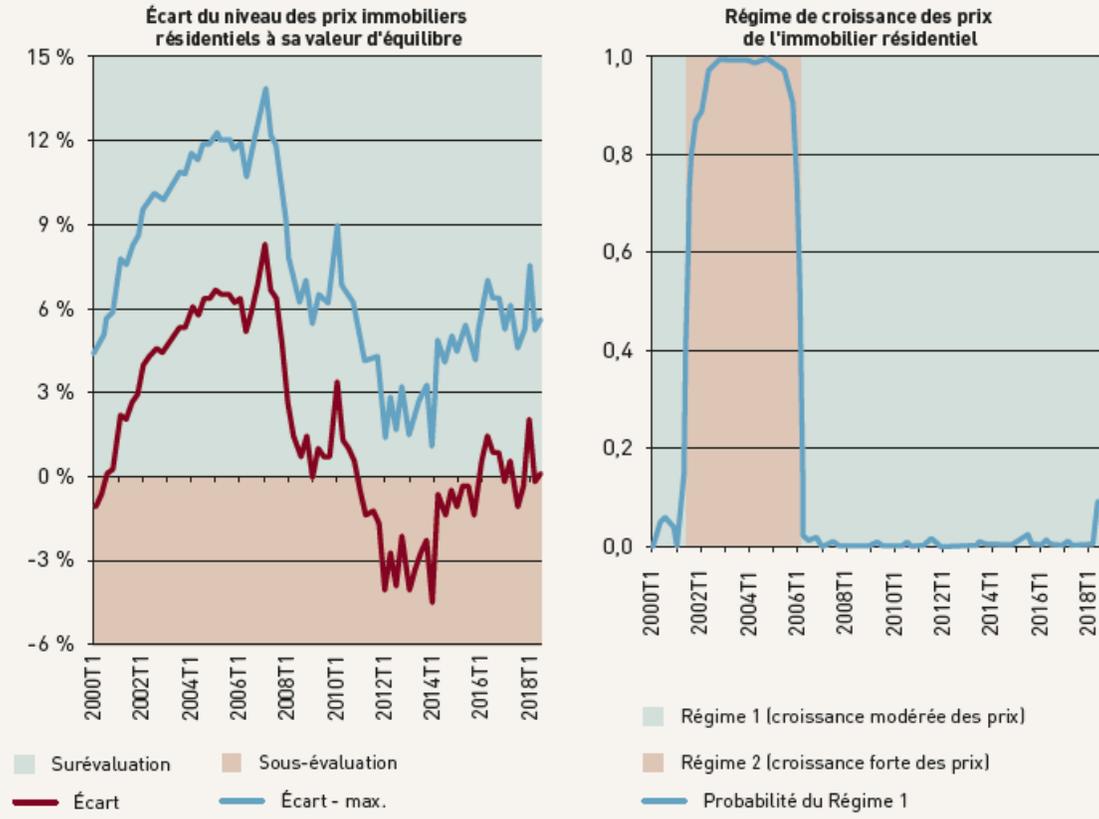
### Modèles 1 et 2 de la Banque Centrale du Luxembourg



Sources des données : calculs BCL, période d'estimation : 1990T1-2018T3.  
Cf. Revue de Stabilité Financière 2019, p. 31.

### Modèle 3 de la Banque Centrale du Luxembourg

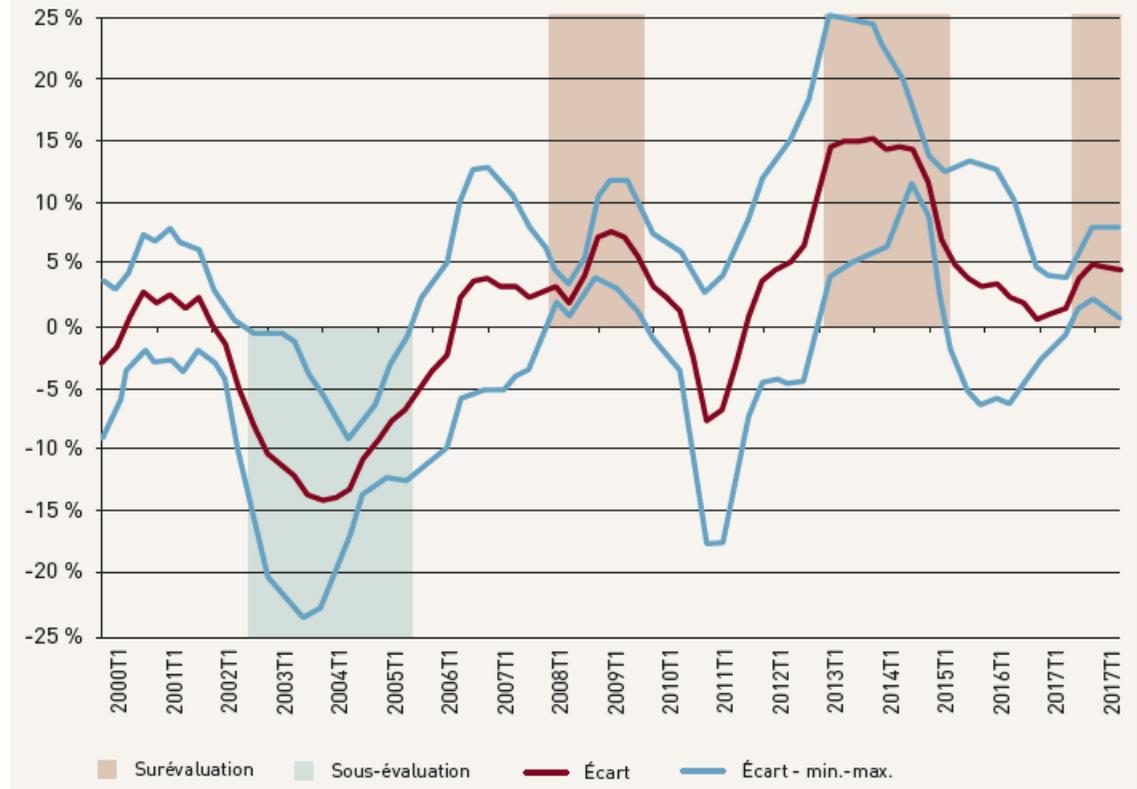
Graphique 1.16  
Modèle MCE à changement de régime



Sources des données : calculs BCL, période d'estimation : 1990T1-2018T3.  
Cf. Revue de Stabilité Financière 2019, p. 32.

### Modèle 4 de la Banque Centrale du Luxembourg

Graphique 1.17  
Approche vectorielle à correction d'erreur



Sources des données : calculs BCL, période d'estimation : 1980T1-2018T3.  
Cf. Revue de Stabilité Financière 2019, p. 33.



- Actuellement en construction dans l'Observatoire de l'Habitat, en collaboration avec Thomas Valici (Fondation Idea) : un outil de type « **modèle d'alerte précoce** » :
  - ✓ qui permette de détecter en avance l'existence d'une surévaluation des prix de l'immobilier ;
  - ✓ qui soit complémentaire des modèles déjà développés par la Banque Centrale du Luxembourg, dont les résultats sont publiés chaque année dans la Revue de Stabilité Financière ;
  - ✓ Cf. Dreger & Kholodilin (2013 ; 2014) ; Agnello & Schuknecht (2011) ; Bénétrix, Eichengreen & O'Rourke (2012).
- L'objectif :
  - ✓ Fournir des résultats en septembre/octobre 2019, en utilisant les données jusqu'au 2<sup>e</sup> trimestre 2019 (puisque l'année 2018 a été assez atypique).



# Conclusion et perspectives

- 
- Une accélération de la hausse des prix des logements est mise en évidence depuis quelques trimestres (+6,9% pour l'indice hédonique agrégé entre le 1<sup>er</sup> trimestre 2018 et le 1<sup>er</sup> trimestre 2019).
  - Toutefois, les modèles disponibles jusqu'ici ne permettent pas de conclure à l'existence d'une forte surévaluation des prix des logements. Des facteurs structurels (liés à la fois à la demande et à l'offre de logements) expliquent en grande partie la hausse des prix des logements depuis 2010.
  - Des entretiens très informels avec des professionnels de l'immobilier, du secteur bancaire ou de la finance suggéraient également d'un emballement du marché immobilier au cours de l'année 2019.
  - Les explications avancées par les professionnels sont toutefois très diverses, même si l'hypothèse d'un afflux de liquidités (y compris au niveau mondial) fait presque consensus.
  - Il est impératif d'analyser les évolutions sur le début de l'année 2019 afin de mieux mesurer l'impact de l'expiration de la mesure fiscale relative à l'imposition des plus-values immobilières.
  - Des résultats intégrant le premier semestre 2019 seront présentés en septembre/octobre 2019.



**LISER – Luxembourg Institute of Socio-Economic Research**  
**Department Urban Development and Mobility**

Julien Licheron – [julien.licheron@liser.lu](mailto:julien.licheron@liser.lu)



## Annexe

# Différences de prix sur le territoire

# A.1. Prix de vente des appartements existants (marché de l'ancien)

Prix de vente moyen des **appartements existants**  
(2018T1-2018T4) :

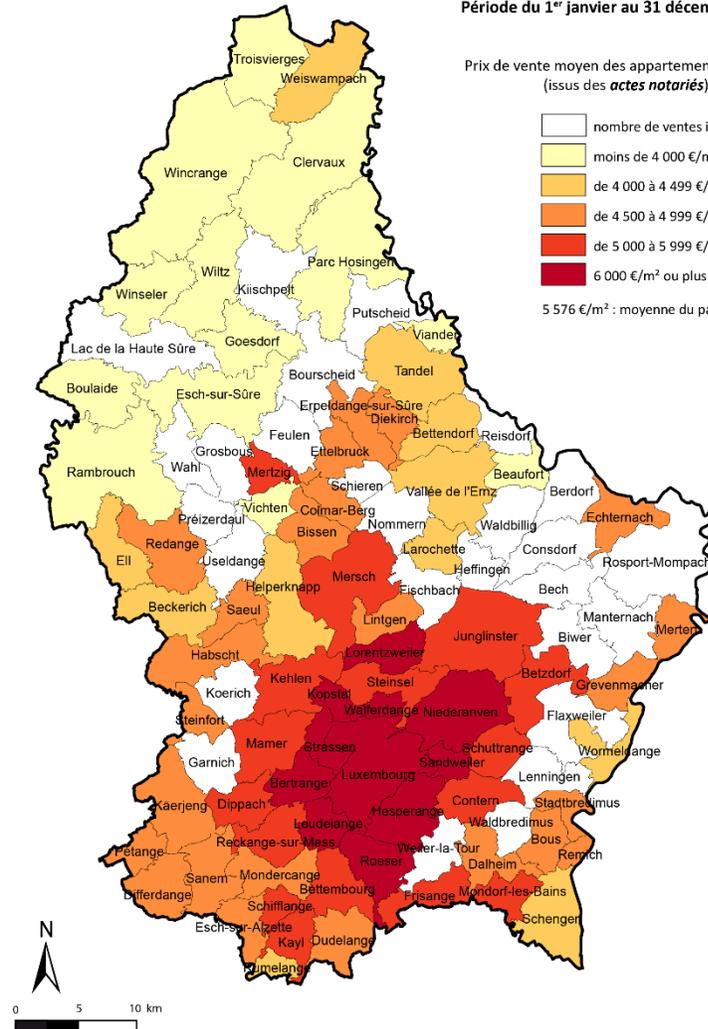
- 8 099 €/m<sup>2</sup> à Luxembourg-Ville
- 4 639 €/m<sup>2</sup> à Esch-sur-Alzette
- 4 618 €/m<sup>2</sup> à Ettelbrück
- 3 503 €/m<sup>2</sup> à Wiltz

Moyenne nationale = 5 576 €/m<sup>2</sup>

## Ventes d'appartements existants

Période du 1<sup>er</sup> janvier au 31 décembre 2018

Prix de vente moyen des appartements existants  
(issus des **actes notariés**)



Auteur : J. Licheron, LISER, Mars 2019

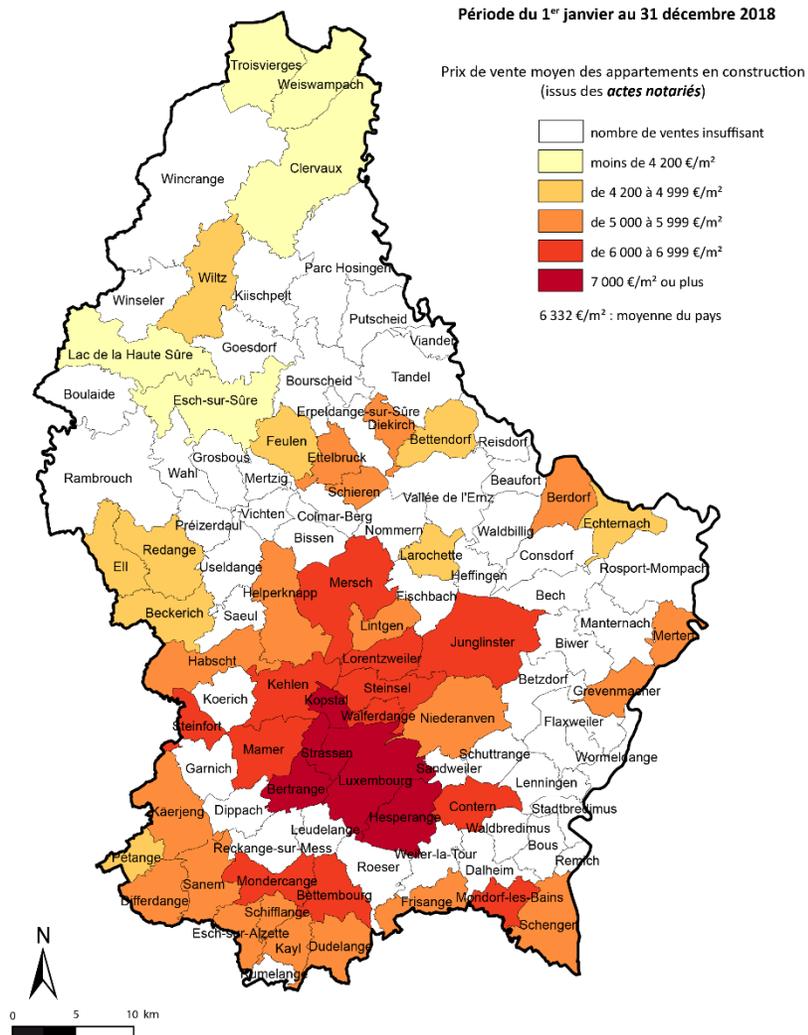
Fonds de carte : ACT, LISER, 2018

Données statistiques : Publicité Foncière, calculs STATEC-Observatoire de l'Habitat

Note : Un minimum de 5 ventes d'appartements après sélection, rejet des extrêmes et traitements est requis pour afficher le prix moyen communal.

## A.2. Prix de vente des appartements en construction (VEFA)

### Ventes d'appartements en construction (VEFA)



Auteur : J. Licheron, LISER, Mars 2019

Fonds de carte : ACT, LISER, 2018

Données statistiques : Publicité Foncière, calculs STATEC-Observatoire de l'Habitat

Note : Un minimum de 5 ventes d'appartements après sélection, rejet des extrêmes et traitements est requis pour afficher le prix moyen communal.

### Prix de vente moyen des appartements en construction (2018T1-2018T4) :

- 8 846 €/m<sup>2</sup> à Luxembourg-Ville
- 5 969 €/m<sup>2</sup> à Esch-sur-Alzette
- 5 411 €/m<sup>2</sup> à Ettelbrück
- 4 210 €/m<sup>2</sup> à Wiltz

Moyenne nationale = 6 332 €/m<sup>2</sup>

## A.3. Prix de vente des terrains à bâtir en zone à vocation résidentielle

Une statistique de l'Observatoire de l'Habitat sur les **prix des terrains à bâtir** situés en zone à vocation résidentielle.

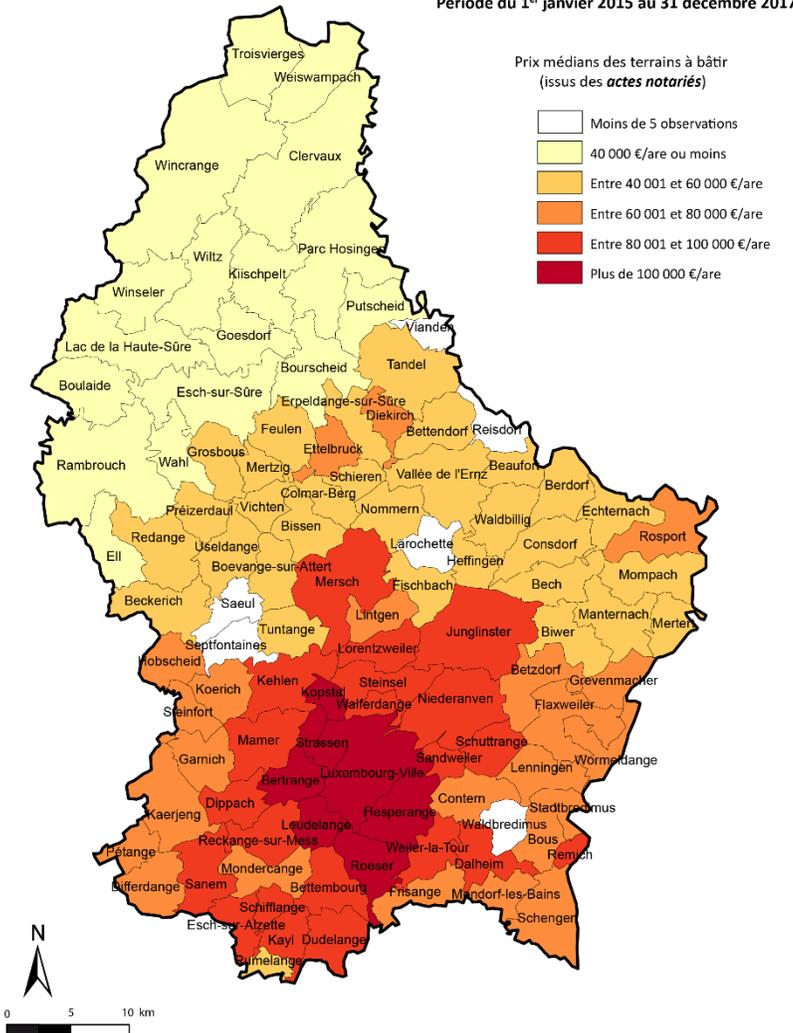
Les différences dans le prix médian entre communes s'échelonnent approximativement :

- de 1 à 2 pour les appartements et les maisons
- de 1 à 7 pour les terrains à bâtir

Cf. Note de l'Observatoire de l'Habitat n°24 (février 2019)

### Prix médians du foncier résidentiel par commune

Période du 1<sup>er</sup> janvier 2015 au 31 décembre 2017



Auteur : J. Licheron, LISER, Juin 2018  
Fonds de carte : ACT, LISER, 2015

Données statistiques : Ministère du Logement - Observatoire de l'Habitat, en collaboration avec l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines  
Note : Un minimum de 5 ventes de terrains après sélection, rejet des extrêmes et traitements est requis pour afficher le prix médian communal.



## A.4. Explication des **différences de prix** sur le territoire

---

### **Principal facteur explicatif :**

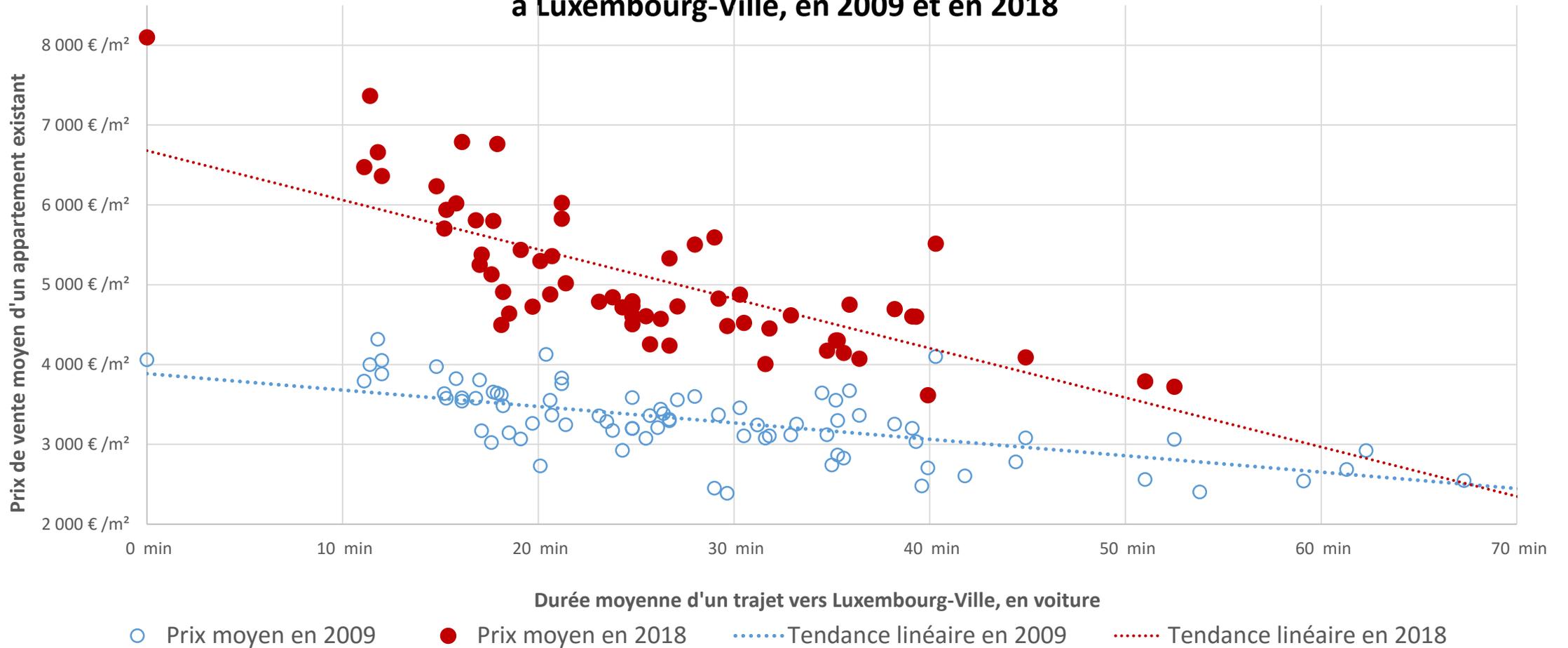
L'accessibilité à Luxembourg-Ville, principal bassin d'emplois et de services du pays, explique à elle seule :

- environ 50% de la variabilité des prix des logements entre communes ;
- plus de 80% de la variabilité des prix des terrains à bâtir entre communes.

### **Autres facteurs explicatifs :**

- le caractère urbain (par exemple Diekirch/Ettelbrück, Esch-sur-Alzette)
- la composition du stock de logements et la "qualité" des logements bâtis
- ...

## Prix de vente des appartements existants en fonction de l'accessibilité à Luxembourg-Ville, en 2009 et en 2018



**Sources :** Publicité Foncière, Calcul STATEC – Observatoire de l'Habitat, pour les prix de vente des appartements existants ; CEPS/INSTEAD (2010) pour les données d'accessibilité.

**Note :** les points rouges (respectivement bleus) correspondent ici aux communes luxembourgeoises pour lesquelles plus de 5 ventes d'appartements existants ont été relevées entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 31 décembre 2018 (2009). L'accessibilité est mesurée par la durée moyenne d'un trajet en voiture entre le centre de la commune considérée et Luxembourg-Ville, en heures de pointes (avec congestion simulée par un modèle d'accessibilité).