

Les taux hypothécaires vont-ils bientôt repartir à la hausse ?

Depuis le début des années 1990, les taux hypothécaires suivent une orientation baissière et il est peu probable qu'ils repartent à la hausse prochainement. À long terme, cependant, les preneurs d'hypothèque doivent être conscients des risques et se poser trois questions essentielles. *Daniel Kalt*

Abrégé L'évolution des conditions de financement (dont les taux hypothécaires) et du paysage des taux d'intérêt à plus large échelle sur le marché des capitaux joue depuis toujours un rôle central pour jauger l'évolution des prix et les risques sur le marché immobilier suisse. S'il est improbable que les taux augmentent à court terme, les preneurs d'hypothèque devraient pourtant se soucier de leur stratégie de financement face aux nombreux scénarios possibles et se poser trois questions fondamentales : ai-je besoin d'une hypothèque à taux fixe ou variable ? Quel sera le contexte des taux en cas de remboursement anticipé ? Et comment réduire le risque d'un pic des taux au moment de renouveler mon hypothèque ?

Les prix de l'immobilier résidentiel corrigés de l'inflation ont connu deux cycles majeurs depuis le milieu des années 1980. Le cycle actuel a débuté au tournant du millénaire ; le précédent avait démarré à la fin des années 1980 en lien avec la fameuse bulle immobilière (voir *illustration 1*). La formation de cette bulle avait notamment été favorisée par une politique monétaire souple dans la seconde moitié de la décennie, jusqu'à son éclatement au début des années 1990 après une hausse abrupte des taux. Au lendemain du krach boursier de l'automne 1987, les banques centrales ont baissé les taux. La Banque nationale suisse (BNS) a alors fait

passer le taux Libor à trois mois de moins de 2% à l'automne 1988 à plus de 8% au printemps 1990.

Les hypothèques à taux variable ont suivi ce mouvement de hausse. Cette explosion des taux a été l'une des raisons principales de l'effondrement du marché immobilier surchauffé du début des années 1990, plongeant la Suisse dans une crise économique durable et profonde.

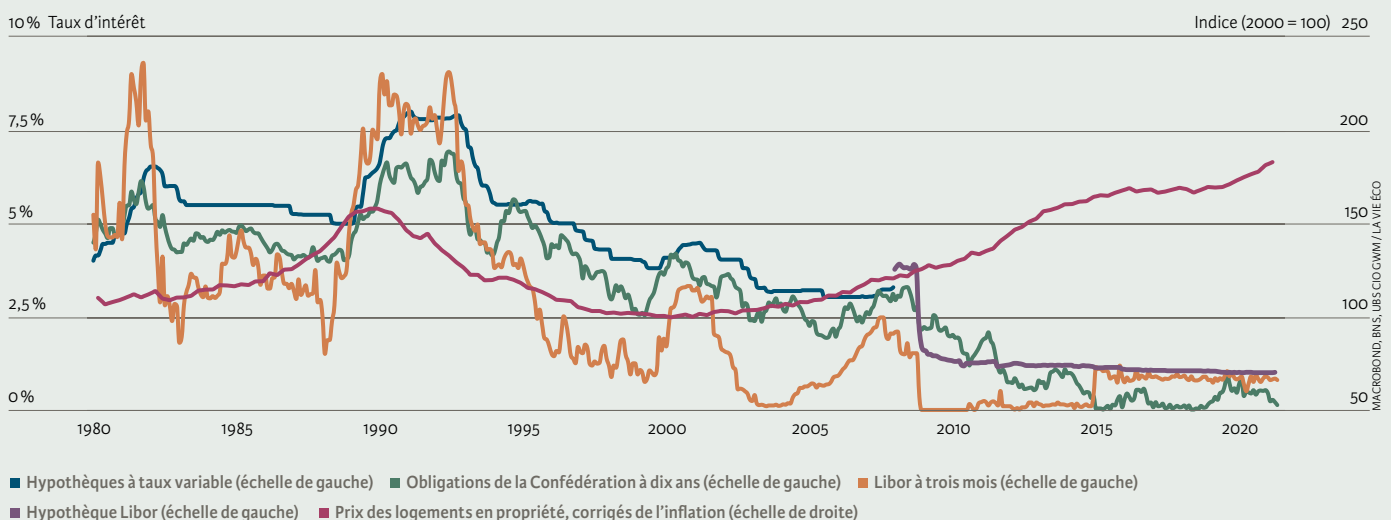
Les taux du marché des capitaux, et avec eux les taux hypothécaires, ont depuis lors toujours évolué dans le même sens – à la baisse. Avec le recul continu des taux d'inflation dans le monde, les programmes d'achat

d'actifs répétés des principales banques centrales (« assouplissement quantitatif ») à la suite de la crise financière et de celle de l'euro qui s'en est suivie ont contribué à aplatir les courbes de rendement des principales devises sur tous les segments de maturité.

Les taux négatifs stimulent les changements

L'introduction début 2015 des taux d'intérêt négatifs par la Banque nationale suisse (BNS) a définitivement poussé la courbe des taux en francs en territoire négatif. Dans le courant de l'année, les taux swap à 10 ans sont tombés nettement en dessous de zéro et le différentiel d'intérêt par rapport aux taux hypothécaires à 10 à 15 ans s'est ensuite fortement creusé (voir *illustration 2*, p. 46). De plus en plus de fournisseurs « différents » de crédits hypothécaires sont alors entrés en lice, à l'instar des caisses de pension, des assureurs et des plateformes de distribution en ligne. Le processus de « désintermédiation » en cours – c'est-à-dire le contournement des intermédiaires traditionnels permettant

III. 1. Prix de l'immobilier, taux du marché des capitaux et taux hypothécaires en Suisse (1980 – mai 2021)





d'accéder aux crédits hypothécaires sans devoir passer par un bilan bancaire – s'est ainsi encore accéléré. La légère hausse des taux sur les marchés des capitaux depuis février 2021 a également entraîné les taux hypothécaires à la hausse alors que le différentiel d'intérêt s'est à nouveau légèrement réduit.

Une hausse imminente des taux est peu probable

Les emprunteurs, les prêteurs, les régulateurs et les autorités monétaires suivront sans doute de près l'évolution future des taux. La hausse du début d'année, marquée et rapide aux États-Unis, pourrait présager les changements à venir en Europe également. Les progrès dans la vaccination et le vaste plan d'action fiscal de l'administration Biden ont sensiblement embelli les perspectives économiques aux États-Unis, jusqu'à aviver l'appréhension d'un risque de surchauffe et d'une forte poussée inflationniste à moyen terme.

En Suisse, la reprise économique arrivera un peu plus tard. Jusqu'ici, rien n'indique que la BNS veuille abandonner sa politique monétaire expansionniste et il est probable qu'elle maintienne son taux directeur à -0,75% encore un certain temps. À cet égard, une intervention de sa part semble donc toujours

lointaine. Les prochains trimestres devraient pourtant voir les taux à long terme évoluer légèrement à la hausse. UBS prévoit pour mars 2022 un rendement d'environ 0% pour les obligations de la Confédération à dix ans. Conséquence directe de cette évolution, les taux des crédits hypothécaires à long terme devraient connaître une hausse progressive et les hypothèques sur dix ans se rapprocher en moyenne de la barre de 1,5%.

Les perspectives d'inflation à long terme sont toutefois incertaines. La récession liée au coronavirus a mis les prix et salaires sous pression. Parallèlement, le processus de numérisation s'accélère. À court terme, les risques de déflation sont bien réels et la BNS poursuivra donc sa politique d'expansion monétaire. D'un autre côté, l'expansion de la masse monétaire, les vastes programmes de relance et la « démondialisation » potentielle pourraient accélérer le retour de l'inflation. À plus long terme, le financement accru de la dette publique par la planche à billets présente un risque d'inflation qu'il ne faut pas sous-estimer. Même si les taux de renchérissement se sont visiblement emballés ces derniers mois, notamment aux États-Unis, beaucoup s'attendent à ce qu'ils reviennent à des niveaux plus bas sur le moyen et long terme – et notamment en Suisse. La BNS a

Les perspectives économiques se sont améliorées en raison des progrès réalisés en matière de vaccination aux États-Unis. Mais une poussée inflationniste est-elle désormais à craindre ?

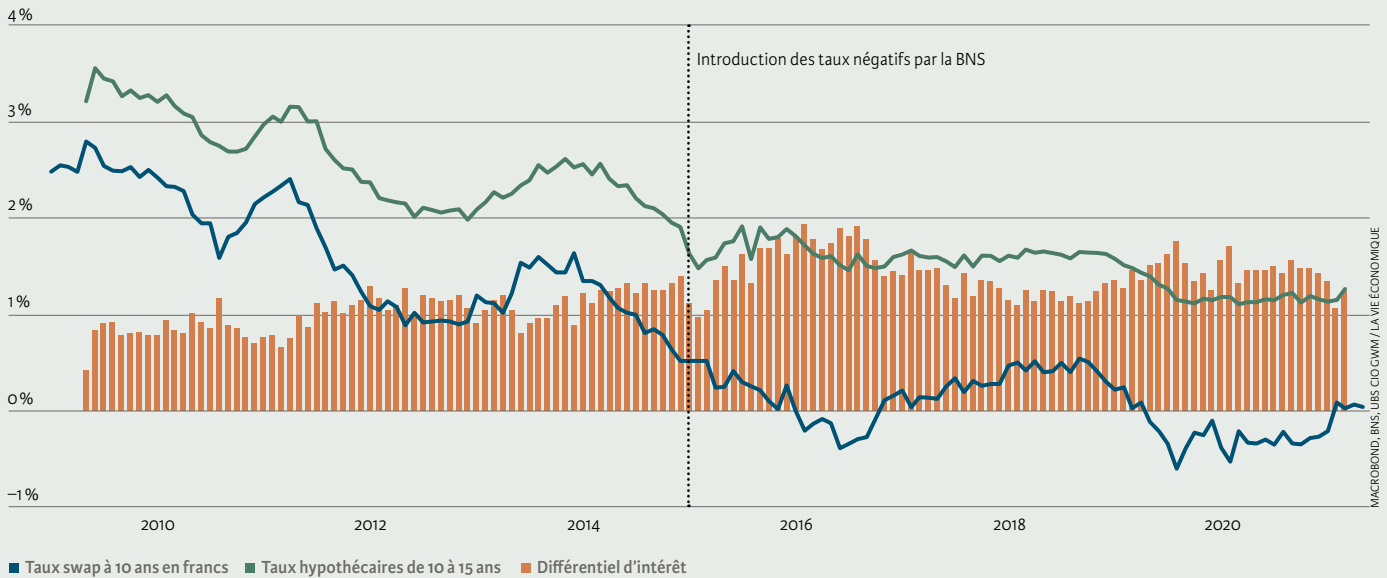
d'ailleurs récemment maintenu sa prévision d'inflation à moyen terme au-dessous de 1%.

Quelle hypothèque choisir ?

Au vu de ces évolutions et perspectives, un crédit hypothécaire à court terme devrait encore longtemps rester plus favorable que des hypothèques à taux fixe à longue échéance. Par rapport à une hypothèque à dix ans, les économies cumulées avoisinent 25% des charges d'intérêt. Les coûts absolus d'une couverture contre une envolée des taux sont toutefois historiquement très faibles.

Le choix de l'hypothèque ne dépend pas uniquement des prévisions quant à l'évolution des taux, mais également de la tolérance au risque de l'emprunteur hypothécaire. Toute personne qui contracte une hypothèque doit se poser trois questions : suis-je en mesure de payer des intérêts sensiblement plus élevés (risque de taux) ? Quels sont les coûts si je dois résilier l'hypothèque avant terme (risque d'engagement) ? Quel est le risque que je doive renouveler l'hypothèque en période de taux élevés (risque de refinancement) ?

III. 2. Différentiel d'intérêt des hypothèques à long terme (2009–2021)



Pour ce qui est du *risque de taux*, les personnes recherchant la sécurité avec une hypothèque à taux fixe ont payé un prix plus élevé ces vingt dernières années : le coût moyen d'un crédit hypothécaire à taux fixe à longue échéance était environ deux fois supérieur à celui d'un financement sur le marché monétaire. Les preneurs d'hypothèque sensibles aux coûts ont été récompensés. Même en période de hausse des taux, le coût des hypothèques à court terme était inférieur à celui des hypothèques à taux fixe de longue durée.

Comme les taux Libor ont suivi une tendance baissière ces trois dernières décennies, leur évolution ne fournit que peu d'indications sur les risques d'un financement sur le marché monétaire à long terme. Néanmoins, une analyse des taux d'escompte de la BNS depuis 1907 montre que les taux étaient inférieurs à la barre des 5 % dans environ 95 % des observations. Une hausse des rendements à court terme est donc peu probable. Cela dit, il ne faut pas négliger le risque de taux plus élevés et l'inclure impérativement dans le calcul de l'endettement supportable à long terme.

Le *risque d'engagement* est également important dans le choix d'une hypothèque, car le remboursement anticipé d'un tel crédit peut lui aussi se révéler coûteux – abstraction faite d'une hausse des taux. Les frais de sortie dépendent alors des possibilités de réinvestissement du capital. Plus les taux sont bas au moment de la résiliation, plus le coût de sortie sera élevé. À l'inverse, le client peut être récompensé si la résiliation intervient lors d'une envolée des taux. Le risque d'engagement diminue donc dans un tel contexte. Le choix d'une hypothèque dépend ainsi également de sa durée de détention et de la situation de l'emprunteur. Une personne se trouvant à un moment de sa vie qui l'amène à réduire la surface habitable nécessaire aura une autre attitude à l'égard du risque d'engagement qu'une jeune famille avec enfants qui achète son premier bien immobilier.

Enfin, les preneurs d'hypothèque doivent aussi considérer le *risque de refinancement*. En renouvelant l'hypothèque dans son intégralité à une date fixe, ils risquent de devoir supporter des coûts hypothécaires plus élevés en cas de pic des taux à court terme. Pour

un emprunteur préférant des fluctuations de taux limitées au minimum et une hypothèque axée sur la sécurité, il est judicieux d'échelonner les crédits hypothécaires à long terme. En ce moment, les coûts diffèrent par exemple peu entre une combinaison d'hypothèques à taux fixe sur sept et dix ans ou une hypothèque à taux fixe sur dix ans uniquement. Le risque de refinancement est cependant nettement plus faible dans la version mixte. En revanche, pour les preneurs d'hypothèque sensibles aux coûts (avec des échéances courtes), le risque de refinancement ne joue aucun rôle.



Daniel Kalt

Économiste en chef et directeur des investissements, UBS Suisse, Zurich