

# Les facteurs de risques conjoncturels sur le marché suisse de l'immobilier

L'étude présentée dans cet article compare les 106 régions de mobilité spatiale (MS) de l'Office fédéral de la statistique (OFS) en se basant sur les prix de l'immobilier<sup>1</sup>. Si ceux-ci dépendent fondamentalement de la conjoncture, l'importance de ce lien varie considérablement d'une région à l'autre. Les écarts proviennent principalement de la géographie économique des différentes régions ainsi que des caractéristiques propres à chaque catégorie d'objets immobiliers.

## Influence des taux d'intérêt à long terme

La littérature spécialisée relève parfois une relation négative entre les taux d'intérêt (à court terme) et les prix de l'immobilier. Celle-ci peut, cependant, devenir positive lorsque les taux à moyen et long terme s'envolent en période d'essor conjoncturel. Dans la plupart des régions suisses, des études empiriques ont montré que les prix des immeubles destinés au logement sont influencés positivement par les taux d'intérêt à long terme.

Pour les maisons individuelles en ville de Zurich, par exemple, la sensibilité atteint une valeur de 0,0478 par rapport au rendement des obligations de la Confédération à cinq ans. Cela signifie que le prix de ce type d'objet augmente en moyenne de 4,8% lorsque le taux d'intérêt progresse de 1%. On observe également des corrélations élevées dans le grand Zurich, à Zoug ainsi que dans la ville et la périphérie de Berne, tandis que la plupart des régions alpines affichent des valeurs inférieures. En ce qui concerne les appartements, le tableau est comparable du point de vue des disparités régionales, mais la dépendance à l'égard des taux est moins marquée. La réactivité aux fluctuations de taux est dans l'ensemble un bon indicateur de la sensibilité conjoncturelle des prix de l'immobilier dans les régions MS.

## Croissance réelle du PIB

On peut, en outre, observer des corrélations positives entre les prix de l'immobilier et les taux de croissance réelle du PIB. À l'instar de ce que l'on a constaté plus haut à propos des taux d'intérêt, les dépendances des différentes régions par rapport à la conjoncture s'organisent selon un schéma «centre-

agglomération-périphérie»: c'est dans les villes que les effets sont les plus prononcés, tandis que dans les zones périphériques, les prix de l'immobilier réagissent plus faiblement aux variations du PIB. La sensibilité atteint son plus haut niveau à Zoug, autour du lac de Zurich, à Thoune et à Yverdon ainsi que, de manière générale, dans les régions où les prix sont élevés. À titre d'exemple, une croissance réelle de 1% du PIB suisse entraîne une augmentation d'environ 3% du prix moyen payé pour des maisons individuelles à Zoug.

Si les régions touristiques comme la Haute-Engadine ou le Haut-Valais – souvent sous l'influence d'investisseurs extérieurs – connaissent une mécanique des prix particulière, d'autres régions rurales, davantage autonomes, montrent comment se propagent les impulsions conjoncturelles: dans les phases de haute conjoncture, les centres urbains sont les premiers à profiter d'une hausse des prix immobiliers, tandis que les agglomérations et les zones rurales réagissent avec retard et plus faiblement. De la même manière, les campagnes sont dans l'ensemble moins fortement concernées par la baisse des prix durant les périodes de tassement conjoncturel. En revanche, les régions urbaines réagissent souvent avec un léger décalage au ralentissement de la conjoncture, parce que leurs structures économiques sont différentes et qu'elles ont davantage de liquidités. Pour simplifier, on peut dire que lors d'une crise, la correction des prix a tendance à frapper plus durement les villes que les campagnes, mais ses effets s'y font sentir moins longtemps.

## Inflation et chômage

Les effets de l'inflation et du chômage sont également intéressants. Diverses études montrent que les investissements immobiliers sont un bon moyen de se protéger à long terme contre l'inflation. On pourrait donc s'attendre à ce qu'il existe un rapport positif entre les prix immobiliers et l'indice des prix à la consommation. Notre analyse n'a toutefois pas permis de confirmer cette corrélation. Cela tient au fait que les taux d'inflation se sont maintenus à un faible niveau durant la période d'observation.



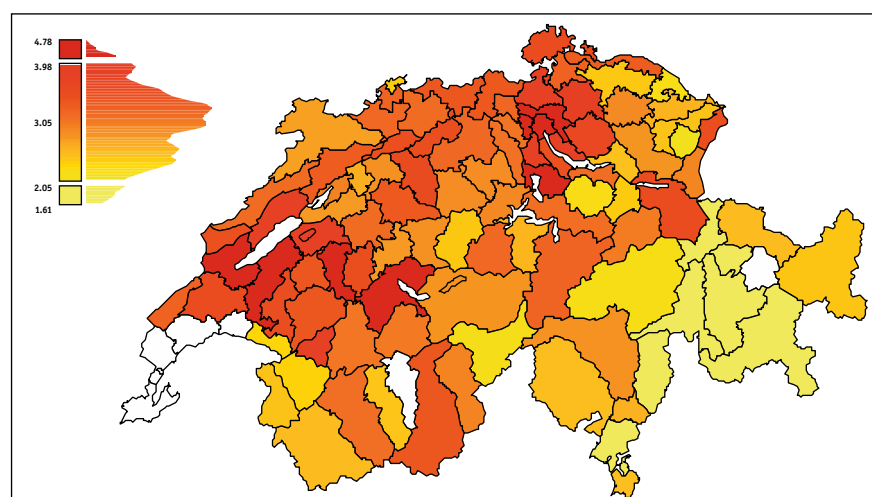
**Urs Gammeter**  
Contrôleur de gestion,  
Syngenta SA, Bâle



**Pr Pascal Gantenbein**  
Professeur de gestion  
financière, Centre des  
sciences économiques de  
l'université de Bâle (WWZ)

<sup>1</sup> Les données sur les prix proviennent de la société Wüest & Partner; la période d'observation s'étend de 1985 ou 1989 à 2006.

Graphique 1

**Sensibilité aux taux d'intérêt des prix des maisons individuelles dans les régions MS**

Légende: Plus la sensibilité est élevée, plus la couleur est foncée.  
 Dans les régions en blanc, la sensibilité n'est pas significative statistiquement à 95%. MS: Mobilité spatiale.

Source: Gammeter, Gantenbein / La Vie économique

En matière de chômage, il y a des problèmes liés au décalage temporel et à d'autres facteurs qui régissent la demande. Une longue période sépare les variations du taux de chômage et celles du marché immobilier: nos résultats dans ce domaine n'ont donc pratiquement pas de signification statistique. Il est, toutefois, intéressant de comparer les niveaux de sensibilité des différents cantons suisses. Comme cela a été relevé pour la croissance du PIB et les taux d'intérêts à long terme, la corrélation est plutôt négative: lorsque la conjoncture évolue positivement, le taux de chômage baisse, ce qui stimule la demande de logements en propriété, particulièrement dans les centres urbains.

**Maison ou appartement?**

Sur la base des indicateurs conjoncturels évoqués ci-dessus, les prix des maisons individuelles sont plus sensibles que ceux des appartements. Comment s'explique cette différence? La demande d'appartements est montée en flèche au cours des vingt dernières années, notamment parce que leur qualité s'est considérablement améliorée et qu'une plus large couche de la population a eu accès au financement, les capitaux immobilisés étant de moindre importance. En principe, ce phénomène contredit la thèse d'une forte exposition au risque conjoncturel, mais comme la préférence va aux maisons familiales plutôt qu'aux appartements, la demande se déplace vers les premières en période de haute conjoncture. À l'inverse, les investisseurs renoncent d'abord à acheter des maisons quand l'économie se replie, ce qui expli-

que la grande sensibilité de cette catégorie d'objets à l'évolution de la conjoncture.

**Choix de la période d'observation**

La période d'observation joue, enfin, un rôle important, car il peut arriver – comme dans les régions touristiques – que d'autres facteurs provoquent une superposition temporaire de mécanismes conjoncturels. À long terme, les différences de sensibilité reflètent, toutefois, très bien la dynamique des marchés immobiliers régionaux. C'est pourquoi elles devraient être prises en compte dans les investissements. Par conséquent, la faible sensibilité aux risques par rapport à d'autres types de placements reste l'un des principaux arguments en faveur des investissements dans l'immobilier; ces derniers permettent, en outre, une meilleure diversification. Tandis que les risques découlant des cours de change et du marché des actions sont secondaires dans le secteur de l'immobilier – du moins pour des investisseurs se trouvant dans le même espace monétaire –, ceux liés à la conjoncture et, par là même, aux taux d'intérêt revêtent une grande importance. Il est, cependant, nécessaire d'inclure les différences régionales, parfois très marquées, parmi ces facteurs de risque. ■