



# Prix du logement et taux d'intérêt : le lien se resserre de nouveau

Si, selon une étude du KOF, les prix immobiliers restent principalement tributaires de l'offre et de la demande, ils n'en sont pas moins stimulés par la faiblesse actuelle des taux hypothécaires. Ce phénomène est particulièrement marqué pour les appartements en propriété. *Anne Kathrin Funk, Dirk Drechsel*

**Abrégé** En Suisse, les prix immobiliers augmentent fortement depuis le début du XXI<sup>e</sup> siècle. Une étude du KOF, le centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, a analysé la façon dont ils sont influencés par le taux hypothécaire, l'environnement économique ainsi que la variation de l'offre et de la demande de logements. Ce dernier facteur explique à lui seul la moitié des mouvements. L'influence du taux hypothécaire a diminué après la crise de l'immobilier dans les années nonante, pour ensuite se stabiliser. À partir de 2002, elle s'est fortement accrue. S'agissant des régions, ce sont en particulier le Bassin lémanique et Zurich qui s'écartent de la moyenne suisse.

Depuis le début du XXI<sup>e</sup> siècle, les prix du marché résidentiel suisse ont fortement augmenté (voir *illustration 1*). Cette évolution ressemble de plus en plus à la flambée des prix des années quatre-vingts, avec des augmentations annuelles allant jusqu'à 10 %. L'éclatement de la bulle immobilière au début des années nonante avait alors mis fin à cette envolée. Les conséquences ont été rudes pour l'économie suisse. Soucieuse d'anticiper la formation d'une nouvelle bulle spéculative, la Banque nationale suisse observe actuellement avec attention l'évolution du marché immobilier.

## Mutations du marché immobilier

Ces quarante dernières années, des mutations structurelles ont marqué de leur empreinte l'évolution des prix du logement en Suisse. Ainsi, après la mise en place du régime de prévoyance professionnelle obligatoire en 1985, les caisses de pension ont investi des sommes importantes. Cela a fortement stimulé les prix des catégories d'actifs et de l'immobilier. Contraints par

la faiblesse des taux d'intérêt à rechercher des rendements intéressants, les investisseurs institutionnels s'intéressent de nouveau au marché immobilier, ce qui peut faire flamber les prix, en particulier ceux des immeubles collectifs.

Par ailleurs, la croissance démographique – générée notamment par l'adoption de l'Accord sur la libre circulation des personnes<sup>1</sup> – et la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse exercent une influence sur la demande et, par conséquent, sur les prix du logement.

Autre facteur à prendre en considération, les taux hypothécaires et les normes régissant l'octroi de crédits ont fortement évolué. Dans les années quatre-vingts, la plupart des hypothèques étaient assorties d'un taux variable, ce qui mettait de nombreux emprunteurs et banques cantonales en mauvaise posture lorsque les taux augmentaient. Depuis la crise de l'immobilier qui a sévi en Suisse au début des an-

nées nonante, l'adoption de règles sur les fonds propres (Bâle I et II notamment), de systèmes de gestion des risques et, récemment, de systèmes d'autorégulation bancaire a bouleversé la politique d'octroi de crédits.

Ces éléments peuvent modifier à terme la corrélation entre les prix immobiliers et leurs divers facteurs. Autre paramètre : les différences régionales qui peuvent, par exemple, s'expliquer par les lois sur l'aménagement du territoire. Parfois très marquées, elles exercent un effet particulier sur l'offre, ce qui explique certaines divergences dans le prix de l'immobilier.

## L'offre et la demande, les principaux facteurs

Dans un contexte de forte hausse des prix immobiliers, il est particulièrement important de savoir si cette évolution s'explique par des facteurs fondamentaux, comme l'offre et la demande de logements, ou si elle résulte de la surchauffe du marché. Il faut aussi compter sur le fait que les interactions entre les facteurs fondamentaux et les prix de l'immobilier peuvent évoluer au fil du temps et varier fortement selon les régions.

## De la recherche à la politique

*La Vie économique* et la *Revue suisse d'économie et de statistique* facilitent le transfert de savoir entre la recherche et la politique. Les études qui ont un rapport étroit avec la politique économique de notre pays sont publiées sous une forme abrégée dans *La Vie économique*.

<sup>1</sup> Signature en 1999, début de l'application en 2002 et libéralisation totale en 2007.

Pour répondre à ces questions, des chercheurs du KOF, le centre de recherches conjoncturelles de l'EPF Zurich, ont analysé l'influence qu'exercent depuis 1983 l'offre et la demande de logements, les taux hypothécaires et la conjoncture sur les prix du marché résidentiel<sup>2</sup>. Ils ont mis l'accent sur l'évolution des corrélations entre les facteurs, sur les différences entre le marché des maisons et celui des logements ainsi que sur les effets régionaux (voir encadré).

Cette étude montre que les prix immobiliers réagissent comme prévu aux variations des facteurs fondamentaux. Lorsque, par exemple, la croissance démographique (demande) est inférieure à l'augmentation du parc immobilier (offre), les prix régressent. La détérioration de l'environnement économique, mesurée d'après le produit intérieur brut (PIB), fait aussi baisser les prix. En revanche, la diminution des taux hypothécaires entraîne une hausse. Le jeu de l'offre et de la demande explique pratiquement la moitié de la variation des prix immobiliers, tandis que les taux hypothécaires n'en sont responsables qu'à raison de 20%. L'environnement économique a l'influence la plus faible (5%).

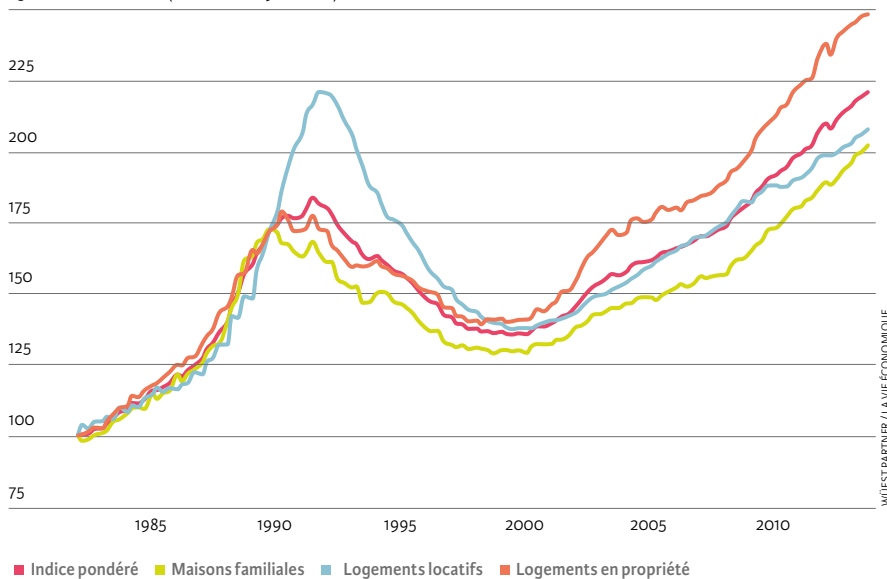
### Les taux d'intérêt retrouvent leur influence sur les prix

Au fil du temps, les prix immobiliers ont réagi de façon relativement constante aux mouvements de l'offre et de la demande, même si les chocs attribuables à l'un ou l'autre de ces facteurs ont eu des effets plus durables dans les années quatre-vingts que lors de la décennie suivante. Quant aux variations des taux hypothécaires, elles ont davantage influé sur les prix suisses de l'immobilier durant la première période qu'après l'éclatement de la crise de l'immobilier durant la seconde. À l'inverse, la conjoncture a un effet plus durable depuis le début des années nonante que durant les années quatre-vingts.

Il semble que l'effet des facteurs sur les prix immobiliers se soit modifié avec la crise des années nonante et qu'il se soit ensuite stabilisé. Comme le montre l'étude, l'élasticité des prix des appartements en propriété par rapport à l'évolution des taux hypothécaires a aussi diminué après l'éclatement de la bulle

### III. 1 Évolution des prix suisses de l'immobilier (1982 – 2013)

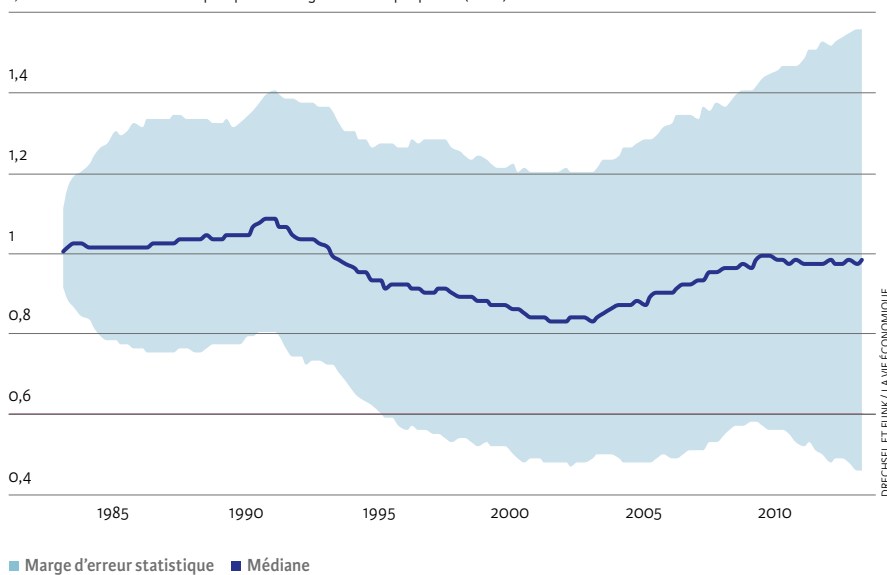
250 Points d'indice (1<sup>er</sup> trimestre 1982 = 100)



WÜSTPARTNER / LA VIE ÉCONOMIQUE

### III. 2. Effet des taux hypothécaires sur les prix des logements en propriété

1,6 Croissance réelle des prix pour les logements en propriété (en %)



DRECHSEL ET FUNK / LA VIE ÉCONOMIQUE

L'illustration montre l'évolution du profil de réaction. Elle mesure l'effet sur les prix réels des logements en propriété cinq trimestres après un choc négatif concernant les taux hypothécaires. La ligne bleu foncé représente la médiane, tandis que la zone représentée en bleu clair indique l'écart-type.

spéculative (voir illustration 2), même si elle augmente à nouveau depuis 2002. Cette observation a toute son importance devant le regain d'intérêt des investisseurs institutionnels pour les immeubles collectifs composés d'appartements en propriété et devant la faiblesse générale des taux. En effet, l'élasticité des prix des logements en propriété par rapport aux baisses des taux hypothécaires est actuellement plus forte qu'avant 2002.

### De grandes différences régionales

Ces quinze dernières années, l'évolution des prix de l'immobilier a été très inégale dans les grandes régions de notre pays. C'est en Suisse centrale, en Suisse méridionale, dans le Bassin lémanique et à Zurich que la hausse a été la plus forte, tandis qu'elle est restée modérée en Suisse du Nord-Ouest et à Berne. Par ailleurs, le

<sup>2</sup> Drechsel Dirk et Funk Anne Kathrin, *Time-Varying and Regional Dynamics in Swiss Housing Markets*, Swiss Journal of Economics and Statistics, 2017.

## Données et méthode

L'analyse se fonde sur l'écart entre l'offre et la demande de logements, les taux hypothécaires, le PIB et les prix de l'immobilier de 1983 à 2013. Les données sur l'écart entre l'offre et la demande proviennent des publications de l'Office fédéral de la statistique, qui définit cette valeur comme la différence entre la croissance démographique et l'augmentation du parc immobilier. Le taux hypothécaire, fourni par la Banque nationale

suisse, équivaut à la médiane du taux de variation des nouvelles hypothèques à taux variable par rapport à la même date de l'année antérieure. Quant à la variation trimestrielle du PIB, elle est publiée par le Secrétariat d'État à l'économie (Seco). Les taux de variation des prix de l'immobilier après déduction des prix à la consommation sont tirés de l'indice des prix de l'offre calculé par l'entreprise de conseil Wüest Partner. La pondé-

ration de l'indice des prix de l'immobilier est la suivante : 37,5 % de maisons individuelles, 37,5 % de logements en propriété et 25 % de logements loués. L'analyse des effets régionaux se fonde sur les grandes régions de Suisse. Elle tient compte du taux de chômage au lieu du PIB et se limite à la période qui va de 1997 à 2003.

L'étude utilise un modèle vectoriel autorégressif bayésien variable dans le temps. Celui-ci permet, contrairement

à un modèle autorégressif vectoriel classique, de savoir si les interactions entre les variables évoluent avec le temps. L'identification des chocs se fait à l'aide d'une décomposition de Cholesky, les variables étant analysées dans l'ordre décrit ci-dessus. L'analyse régionale a été réalisée en recourant à un modèle autorégressif vectoriel bayésien par grande région.

Bassin lémanique est la seule région dans laquelle la croissance démographique a été supérieure à l'extension du parc immobilier.

L'étude montre que les prix de l'immobilier réagissent différemment aux divers facteurs selon le lieu. Ainsi, dans la région zurichoise, les effets du taux hypothécaire et du taux de chômage sont dans la moyenne suisse, mais l'offre et la demande y ont une influence plus grande qu'ailleurs. Il en va autrement dans le Bassin lémanique, où les prix sont particulièrement sensibles aux variations des taux ainsi qu'à l'offre et à la demande de logements.

Ce sont donc l'offre et la demande qui influencent le plus les prix de l'immobilier. Il n'en reste pas moins que les interactions entre offre, demande, taux d'intérêt, conjoncture et prix de l'immobilier évoluent avec le temps. Comme le montre l'étude, l'élasticité des prix des logements en propriété par rapport aux variations des taux hypothécaires

est actuellement supérieure à ce qu'elle était il y a quinze ans. Les grandes différences qui existent entre les politiques adoptées et mises en œuvre au niveau régional jouent aussi un rôle. C'est, en particulier, le cas dans la situation actuelle où la faiblesse des taux d'intérêt se conjugue à la hausse des prix de l'immobilier. Par ailleurs, le durcissement des conditions d'octroi des hypothèques en vigueur depuis 2012, comme l'obligation d'amortir, le principe de la valeur la plus basse et les règles sur les fonds propres, se traduit par une augmentation des intérêts effectivement acquittés par les ménages. Signalons enfin que la mise en œuvre de l'initiative contre l'immigration de masse et la détérioration de la situation sur le marché de l'emploi pourraient freiner la croissance démographique ces prochaines années. Ces conclusions sont particulièrement importantes pour les responsables politiques qui observent l'évolution du marché immobilier.



**Anne Kathrin Funk**

Collaboratrice scientifique, Centre de recherches conjoncturelles (KOF) de l'EPF Zurich et doctorante à l'Institut de hautes études internationales et du développement de Genève



**Dirk Drechsel**

Membre de l'équipe de recherche, Centre de recherches conjoncturelles (KOF) de l'EPF Zurich