

# Les facteurs fondamentaux du marché immobilier suisse

Il est de plus en plus question d'une bulle immobilière qui menacerait la Suisse. Pourquoi? Le marché de l'immobilier est influencé par la persistance de taux d'intérêt bas, le manque d'options sûres au niveau mondial pour le placement de capitaux, la déductibilité fiscale des intérêts hypothécaires, l'essor démographique et bien d'autres facteurs. Par conséquent, les prix ne cessent de grimper. L'article ci-contre montre dans quelle mesure le secteur réagit aux stimulations de l'offre et de la demande dans une perspective à long terme. Il soulève la question d'une intervention étatique sur le marché immobilier.



Faute de possibilités de placement rentables et sûres, beaucoup d'investisseurs se servent actuellement des biens immobiliers pour maintenir la valeur de leurs capitaux. Ces activités influencent fortement le marché et, par conséquent, les prix de l'immobilier.

Photo: Keystone

1 BNS, *Patrimoine des ménages en 2010*, communiqué de presse du 18 novembre 2011.

2 Source: OFS. L'OCDE estime même cette part à 21%. Voir Andrews D., Caldera Sánchez A. et Johansson A., *Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries*, OECD Economics Department Working Papers n° 836, 2011, publications de l'OCDE.

3 Source: OFS, *Taux de logements occupés par leur propriétaire en 2000*, Recensement fédéral.

## Le statut particulier des biens immobiliers

Les biens immobiliers sont un élément important de la prospérité. En Suisse, ils représentent environ 42% du patrimoine total des ménages<sup>1</sup>. Selon les données de l'Office fédéral de la statistique (OFS), ces derniers consacrent en moyenne 16% de leur revenu brut au logement et à l'énergie<sup>2</sup>. Même lorsqu'ils gagnent davantage, la part de l'habitat dans le budget ne diminue pas sensiblement.

En Suisse, 34,6% des logements sont occupés par leur propriétaire, un taux relativement bas en comparaison internationale<sup>3</sup>. Le droit de bail revêt donc une grande importance quand il s'agit de réglementer le marché de l'immobilier. Son but principal est d'en corriger les imperfections. Il doit empêcher les propriétaires d'abuser de leur forte position sur le marché au détriment des locataires, ce qui peut, en particulier, se produire lorsque l'offre est réduite. D'un autre côté, une législation trop stricte peut avoir des effets secondaires indésirables. Si le propriétaire n'a pratiquement aucune possibilité d'augmenter le loyer durant le bail, il le fera

lors du changement de locataire. Cela risque de conduire à une discrimination envers les ménages les plus mobiles et de restreindre globalement la mobilité résidentielle de la population.

Les objets immobiliers sont soit des biens de consommation, soit des biens d'investissement. Dans le premier cas, leur valeur peut reposer en grande partie sur des appréciations personnelles. Dans le second, ce sont surtout des composantes objectives qui déterminent le prix. À défaut d'options de placement rentables et sûres, beaucoup d'investisseurs se servent actuellement des biens immobiliers pour maintenir la valeur de leurs capitaux. Cela influence considérablement le marché et, par conséquent, les prix des immeubles. Le marché de l'immobilier n'est donc pas affecté seulement par les besoins des personnes qui occupent les logements, mais aussi – du moins indirectement – par les exigences auxquelles obéissent les investissements et les possibilités offertes en la matière aux clients nationaux et internationaux.

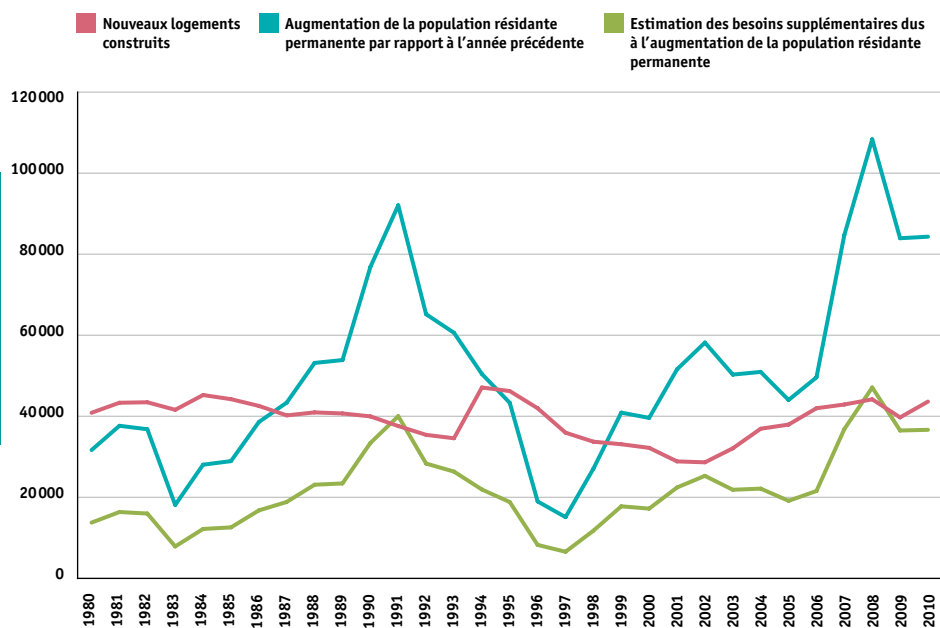
Les immeubles sont des biens particuliers pour d'autres raisons: leur longévité influence durablement le fonctionnement du



**Aline Müller**  
Secteur Croissance et politique de la concurrence, Secrétariat d'État à l'économie SECO, Berne

Graphique 1

Estimation des besoins supplémentaires en logements par rapport à l'essor démographique et aux nouveaux logements construits, 1980–2010



Source: OFS, Müller / La Vie économique

marché de l'immobilier. Un immeuble ne se construit pas en un jour; l'offre est relativement rigide, du moins à court terme. Heureusement, la demande évolue elle aussi lentement. Le besoin global de logements continue d'augmenter, mais il faut s'attendre à ce que le vieillissement démographique fasse sentir ses effets dans les prochaines années. L'immigration peut, de son côté, stimuler fortement la demande et c'est souvent à elle que l'on attribue la hausse permanente des loyers à la périphérie des grands centres économiques suisses.

### Le fonctionnement du marché immobilier suisse

Depuis des décennies, le parc immobilier s'accroît de manière relativement constante en Suisse, tandis que la courbe démographique accuse de fortes fluctuations. Les données relatives à l'activité sur le marché immobilier montrent que l'offre de logements réagit avec un certain retard aux variations de la demande: par exemple à la modification de la population résidente permanente. En partant d'un ménage moyen de 2,3 personnes<sup>4</sup>, on peut estimer la demande supplémentaire de logements induite par l'essor démographique. Le graphique 1 montre que l'offre réagit à la demande avec deux ou trois ans de retard. À court terme, ce décalage peut avoir un impact sur les prix. Le fonctionnement est le même dans les situations de récession: il est rare que l'on puisse

déplacer l'offre excédentaire vers un autre marché ou en tirer parti d'une autre manière pour stabiliser complètement les prix.

### L'inertie du marché suisse de l'immobilier

Cette évolution plutôt constante des nouvelles constructions peut s'expliquer par l'inertie du marché suisse de l'immobilier. En comparaison internationale, la réactivité – ou l'élasticité – de l'offre est très faible en Suisse, comme le montre une estimation de l'OCDE<sup>5</sup> (voir graphique 2).

Pour évaluer la capacité de réaction de l'offre, il convient de prendre en considération les déterminants fondamentaux des prix de l'immobilier. Du côté de la demande, ce sont le revenu réel, le stock de nouvelles constructions, la disponibilité de terrains constructibles, l'évolution démographique, la structure des âges et l'immigration. Ils sont confrontés au coût des nouveaux investissements dans l'immobilier, lesquels reflètent les coûts réels de la construction. Le volume global des crédits accordés au niveau national détermine également les prix, tandis que l'importance des intérêts peut augmenter ou réduire le nombre de demandeurs. L'élasticité-prix de l'offre de nouveaux immeubles exprime la capacité de réaction du marché face aux variations de prix de l'immobilier réel. Dans le cas de la Suisse, elle est de 0,15. Cela signifie que si les prix augmentent de 10%, l'offre s'accroît de 1,5% à long terme. Le marché suisse de l'immobilier réagit donc de manière relativement lente. À l'autre extrême, on trouve celui des États-Unis, dont la sensibilité au prix est plus de dix fois supérieure. Les variations au niveau de l'offre sont importantes, car elles déterminent dans quelle mesure une demande accrue de nouveaux immeubles fait grimper les prix. En principe, une offre flexible présente l'avantage à long terme d'absorber plus rapidement les chocs de la demande.

### Les raisons de l'inertie de l'offre

Plusieurs facteurs pourraient expliquer l'inertie de l'offre sur le marché suisse de l'immobilier. Tout d'abord, les réglementations relativement fastidieuses à respecter lors d'une nouvelle construction ont un effet de freinage. D'autre part, la Suisse affiche une densité élevée de population, due à l'exiguïté de son territoire et de la surface urbanisée constructible<sup>6</sup>. Les ressources en sol sont donc limitées et les plans de zone ne peuvent pas s'adapter rapidement à une hausse de la demande. En outre, le manque de concurrence dans certaines branches de la construction pèse sur la réactivité de l'offre.

Le droit de la construction a toujours été du ressort des cantons, ce qui constitue une

4 Selon l'OFS, un ménage comptait en moyenne 2,3 personnes entre 1980 et 2010; la tendance est à la baisse.

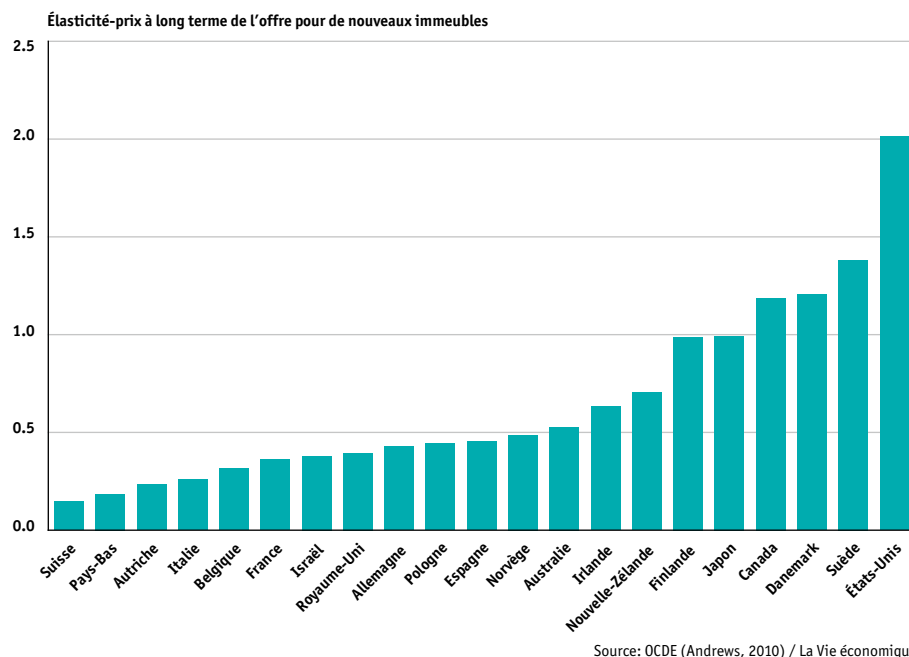
5 Pour d'autres informations, voir Andrews D., *Real House Prices in OECD Countries: The Role of Demand Shocks and Structural and Policy Factors*, OECD Economics Department Working Papers n° 831, 2010, publications de l'OCDE.

6 La surface urbanisée représente seulement 6,8% du territoire national, qui compte 41 285 km<sup>2</sup>.

7 En ce qui concerne l'harmonisation formelle des concepts de construction, la Conférence suisse des directeurs cantonaux des travaux publics, de l'aménagement du territoire et de l'environnement (DTAP) s'emploie à mettre de l'ordre dans l'imbroglio réglementaire. Par ailleurs, une initiative parlementaire a été déposée au Conseil national sur «l'harmonisation des notions et des méthodes de mesure dans les prescriptions de construction et d'exploitation» (04.456).

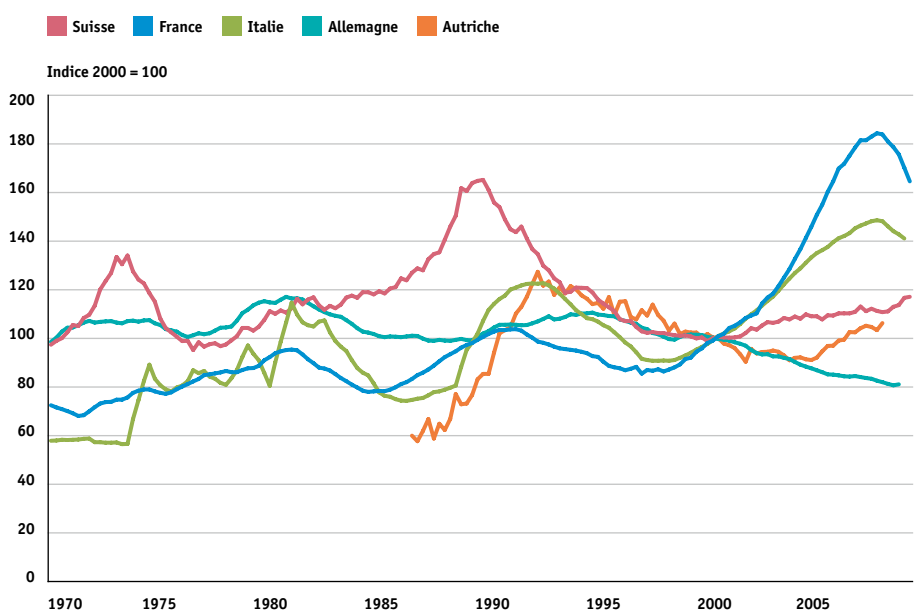
Graphique 2

La sensibilité au prix de l'offre immobilière en comparaison internationale, du début des années 80 au milieu des années 2000



Graphique 3

Évolution des prix réels de l'immobilier en Suisse et dans les pays voisins, 1970–2009  
Prix nominaux corrigés de l'indice des prix à la consommation



entrave inutile à la concurrence intercantonale (par exemple entre architectes). Il existe une grande hétérogénéité entre les réglementations fédérales, cantonales et communales en la matière, ainsi qu'entre les notions et les méthodes de mesure employées dans la construction. Cela complique le déploiement au niveau national d'une concurrence qui serait susceptible de stimuler la réactivité de l'offre<sup>7</sup>. Il est important de garder tous ces

facteurs à l'esprit pour tirer d'éventuelles conclusions concernant les mesures susceptibles de détendre la situation actuelle sur le marché de l'immobilier.

### Origines de la crise immobilière au début des années nonante

L'évolution à long terme des prix réels de la propriété privée en Suisse (voir *graphique 3*) montre que le marché de l'immobilier a suivi une courbe relativement constante – sauf durant les événements qui ont marqué la fin des années quatre-vingt. Même en comparaison avec les pays voisins, il se comporte de manière plutôt réservée. L'évolution dans les régions – en soi, les marchés immobiliers sont des marchés régionaux – est plus difficile à discerner dans l'indice moyen des prix. Il laisse, toutefois, apparaître certaines tendances importantes.

### Politique monétaire expansionniste et situation conjoncturelle difficile

Le cycle de l'immobilier qu'a connue la Suisse à la fin des années quatre-vingt et au début des années nonante peut être attribué à une politique monétaire expansionniste et à une situation conjoncturelle difficile (renchérissement de 5,4% en 1990; de 5,7% en 1991). Après avoir atteint un sommet en 1981, les taux d'intérêt sont redescendus grâce au ralentissement de l'inflation, à la hausse des revenus et à l'expansion du crédit bancaire. Ces facteurs, associés aux gains réinvestis sur le marché par les promoteurs, ont alimenté la bulle immobilière qui a suivi et sur laquelle est venue se greffer les errements de la politique monétaire du début 1989.

L'offre de nouveaux immeubles a réagi tardivement. Elle a atteint un pic vers 1992, soit après que les mesures prises en 1990 pour maîtriser les taux d'intérêt aient déjà nettement apaisé la situation conjoncturelle. Les objets mis sur le marché cette année-là avaient été construits à des conditions plus avantageuses que ceux de 1990 et 1991. Cela a accentué les problèmes de solvabilité des personnes qui avaient déjà construit. Les pertes de valeurs enregistrées sur le marché suisse de l'immobilier ont provoqué un long repli de l'économie. D'autres facteurs se sont ajoutés pour aboutir à la longue récession des années nonante.

On constate également une modification notable du rapport propriétaires/locataires sur le marché immobilier suisse. En raison probablement des taux d'intérêt avantageux et de la bonne situation conjoncturelle qui se maintient depuis plusieurs années, la proportion de propriétaires augmente lentement

Encadré 1

### Les caractéristiques d'une bulle immobilière

L'évolution actuelle des prix annonce-t-elle la formation d'une bulle immobilière? Ou bien la hausse des prix nominaux est-elle due à des changements structurels sur le marché de l'immobilier? Les acteurs du marché motivés par l'appât du gain – les spéculateurs – sont-ils responsables de cette augmentation?

Il est difficile de définir une bulle immobilière. Différentes approches sont proposées dans la littérature spécialisée<sup>a</sup>. En principe, on considère qu'une bulle est en train de se former lorsque les attentes relatives à l'évolution des prix ne reposent pas sur des réflexions rationnelles et que cela conduit à une hausse excessive de la demande. On attribue souvent la responsabilité de cette flambée des prix à des investisseurs mus par des intérêts financiers. Or, ces derniers prennent justement leurs décisions sur la base de considérations rationnelles concernant le rendement attendu.

Diverses thèses sont avancées pour expliquer l'augmentation rapide de la demande durant la formation d'une bulle. Une société immobilière peut être tentée de répéter des investissements qui se sont révélés fructueux. La montée des prix peut motiver de nouvelles couches de la population qui craignent de ne plus trouver de logement à acheter plus tard. Le surplus d'offre déclenché ainsi satisfait une demande existante, mais croissant à long terme, si bien que la disponibilité à payer des prix toujours plus élevés diminuera, jusqu'à ce que la bulle éclate enfin.

Cette dernière pourrait donc se définir comme la différence entre le prix effectivement payé et la valeur intrinsèque de l'objet. Cette dernière doit, cependant, être considérée par rapport au rendement qui en est attendu. Si le rendement actuel ne détermine pas suffisamment le prix intrinsèquement justifié, sa fixation demeure incertaine.

Aussi longtemps que des facteurs fondamentaux justifient une hausse des prix et qu'un nombre suffisant d'acteurs se montrent confiants, on ne peut guère parler de bulle immobilière. Il faut toujours garder en mémoire le fait que, même lorsque les prix ont fortement augmenté, les nouveaux acheteurs doivent justifier leur appréciation du marché par leur disponibilité à mobiliser davantage de capital propre.

<sup>a</sup> Voir notamment Hilbers Paul, Hoffmaister Alexander W., Banerji Angana et Haiyan Shi, *House Price Developments in Europe: A Comparison*, 2008, p. 39.

mais continuellement, bien qu'elle reste très faible en comparaison internationale. Ce phénomène exerce une profonde influence aussi bien sur le prix de vente des immeubles que sur les loyers, car la demande s'en trouve modifiée.

### Comment la politique peut-elle et doit-elle intervenir?

Que peut et que doit faire la politique pour maintenir un bon équilibre sur le marché immobilier, freiner la hausse des prix et prévenir la formation d'une bulle ou son éclatement? Une intervention politique devrait avoir pour but d'empêcher ou de réduire les défaillances du marché. Il importe également d'en limiter les inefficiences, telles que les asymétries d'information et de force entre les différents acteurs. Il est possible de modérer le mouvement des prix de diverses façons:

1. Plusieurs mesures peuvent influencer positivement l'offre: le changement d'affectation de zones, la mise à disposition de terrains à bâtir ou encore l'harmonisation et la simplification des législations fédérales, cantonales et communales en matière de construction et de planification. Sur le plan de la politique économique, cela ne semble guère poser de problème. Sous l'angle de l'aménagement du territoire et de la protection du paysage, en revanche, cela se traduit par des jugements de valeur compliqués et des difficultés d'application. C'est pourquoi on ne peut guère envisager une telle solution à long terme.
2. L'introduction de nouvelles taxes (par exemple droits de mutation) ou l'augmentation des impôts existants seraient de nature à réduire les achats spéculatifs – qui jouent un rôle déterminant dans la formation de bulles immobilières. L'impôt sur les gains immobiliers est toujours largement répandu et tient fortement compte de la durée de détention du bien. Cependant, les questions fiscales sont souvent sensibles politiquement. En outre, elles provoquent des distorsions ou des déplacements indésirables sur le marché.
3. La méthode largement évoquée de nos jours qui consiste à intervenir sur le marché du financement immobilier dans le cadre du droit de surveillance cause moins de distorsions et se base sur des réflexions pertinentes. Si le nantissement dépasse 80% du prix d'achat d'un bien immobilier, la banque doit être tenue de constituer des provisions supplémentaires sur les risques de crédit. Cette obligation vise à compenser le crédit excessif qu'elle a octroyé en se basant sur le bas niveau persis-

sant des taux d'intérêt. Le Conseil fédéral est convaincu de la nécessité d'une telle mesure. En août 2011, il a renforcé la pondération des risques pour les objets d'habitation.

4. La déductibilité fiscale des intérêts hypothécaires est un autre aspect largement débattu à l'heure actuelle. Cet encouragement étatique de l'endettement par l'achat de biens immobiliers, en combinaison avec le faible niveau des taux d'intérêt, pourrait bien avoir accru la demande de logements. Au regard de la réaction hésitante de l'offre, il aurait contribué à la hausse des prix.

### Le moment est-il venu d'augmenter les taux d'intérêt?

Théoriquement, la Banque nationale suisse (BNS) a la possibilité d'augmenter les taux d'intérêt pour freiner la demande. Une telle hausse corrigerait probablement la structure des prix sur le marché de l'immobilier. Elle ferait, toutefois, resurgir la problématique du niveau supportable de la charge hypothécaire. On verrait alors affluer sur le marché des immeubles qui avaient été financés à un taux de nantissement élevé et sans examen suffisant de la capacité financière du débiteur; l'offre augmenterait et les prix baisseraient. Toutefois, cet instrument n'est pas valable dans le contexte monétaire actuel, du moins à court et à moyen terme.

Les hypothèques fixes à long terme diminuent, en outre, les risques que représentent de possibles modifications dans les taux d'intérêt. Comme on le voit sur le *graphique 1*, on peut tracer un certain parallèle entre la situation actuelle et la crise immobilière du début des années nonante en ce qui concerne les besoins supplémentaires en logements. La comparaison s'arrête là, car, dans plusieurs branches, la situation pourrait bien être fondamentalement différente de ce qu'elle était à l'époque. Il convient de suivre très attentivement les événements actuels et de prendre au besoin des mesures correctives.