

Le marché de l'immobilier se trouve-t-il à un tournant?

Portés par un intérêt croissant, les prix de l'immobilier résidentiel n'ont cessé de grimper depuis 2000. En termes réels, les appartements en PPE ont atteint à fin 2011 des valeurs que l'on n'avait plus enregistrées depuis 1990. Les prix réels des maisons individuelles ont également augmenté, mais en restant largement en-deçà des records historiques. De telles hausses ne sont, toutefois, pas illimitées dans le temps. Les marchés immobiliers sont cycliques: aux «booms» succèdent toujours des périodes de ralentissement. C'est pourquoi on peut se demander si les prix continueront d'augmenter ou si le marché suisse de l'immobilier est arrivé à un tournant.



Ronny Haase
Directeur,
Wüest & Partner



Robert Weinert
Senior Consultant,
Wüest & Partner

Depuis plus de dix ans, le marché suisse de l'immobilier affiche une forme resplendissante. Au changement de millénaire, il avait déjà surmonté la débâcle immobilière des années nonante. Même la récente crise financière et ses conséquences sur l'économie réelle ne l'ont pas ébranlé. Au contraire: depuis l'éclatement de la crise des «subprimes» en 2007, ce marché est en pleine expansion. Tant les propriétaires de logements que les investisseurs privés et institutionnels manifestent un intérêt croissant pour les immeubles suisses. Les statistiques de Google en témoignent: depuis 2009, les internautes tapent de plus en plus souvent les termes «acheter une maison» ou «acheter un appartement» sur ce moteur de recherche (voir *graphique 1*).

Des marchés en interaction

Toutes les phases de «boom» et de déclin ne se ressemblent pas. L'évolution en dents de scie des prix de l'immobilier a des origines diverses. Fondamentalement, quatre marchés partiels interagissent pour générer des résultats – à savoir des prix et des rendements – sur celui de l'immobilier.

1. *Marché de la construction*: en s'accéléralant, la construction de maisons d'habitation produit de nouvelles capacités qui élargissent l'offre et exercent donc une pression sur les prix – dans la mesure où la demande reste stable. Si l'offre supplémentaire est sensiblement plus importante que la demande, le nombre de logements vacants augmente, ce qui se répercute sur les activités de construction. Durant le milieu des années septante, c'est surtout après le début de la récession que le ralentissement a été le plus marqué: les nouvelles constructions ont diminué de 25% en 1975 et même de 37% en 1976.
2. *La disponibilité et la négociabilité du terrain à bâtir* ont un effet sur le marché partiel de la construction. Récemment, celui-ci a enregistré de fortes hausses de prix, dues principalement à la pénurie croissante de terrain à bâtir dans les régions à forte densité de population.
3. *Marché du logement (marché des consommateurs)*: à fin 2010, on estimait à un peu moins de 40% la proportion nationale de

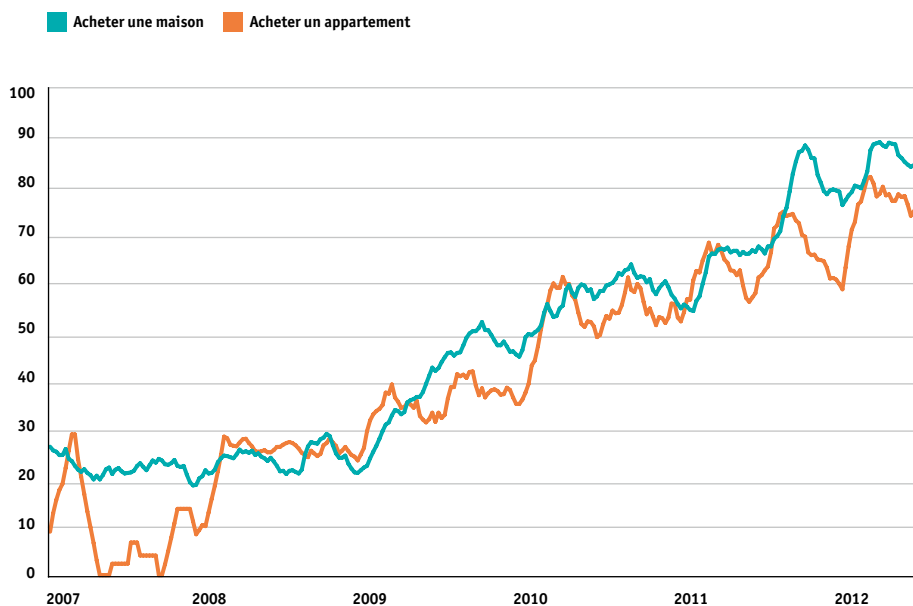
logements en propriété. Le nombre de ménages propriétaires a augmenté substantiellement entre 2000 et 2010, passant de 1,05 à 1,36 million. La proportion de logements en propriété a ainsi atteint provisoirement un niveau record. Jamais encore, le changement n'avait été aussi marqué en l'espace d'une décennie – que ce soit en termes absolus ou relatifs. La préférence des Suisses pour des appartements en location ou en propriété est déterminée, d'un côté, par le rapport entre le prix d'achat et le loyer à payer pour les objets d'habitation; celui-ci montre que le logement en propriété ne peut, en général, pas être considéré aujourd'hui comme trop cher. D'un autre côté, des calculs relatifs à la capacité financière personnelle entrent aussi en ligne de compte. Le niveau espéré des taux d'intérêt et les prix de l'immobilier vont, en l'occurrence, déterminer si un achat se justifie. Si, ces dernières années, les taux sont restés très bas, les prix ont nettement augmenté localement. C'est pourquoi la capacité de supporter les charges hypothécaires ne s'est pas améliorée dans toutes les régions par rapport à 2000.

4. *Marché de l'investissement*: plusieurs options s'offrent aux personnes physiques et aux institutions en matière de placement. Depuis quelques années, les investisseurs manifestent une nette préférence pour l'immobilier et en particulier pour les immeubles locatifs. En ce qui concerne les objets de moins de 3 millions de francs, un nombre croissant de privés figurent parmi les demandeurs. Dans le segment de prix supérieur, les acteurs institutionnels suisses alimentent un excédent de demande structurel. Cet intérêt accru s'explique en partie par les turbulences sur les marchés des capitaux et l'insécurité qui en découle. Dans de telles périodes, on privilégie les investissements fondés sur la valeur intrinsèque. L'or et l'immobilier passent pour être des placements sûrs. En outre, les autres options se caractérisent par un marasme persistant. Plusieurs catégories d'actifs – comme les obligations de la Confédération – ne promettent plus aujourd'hui les mêmes rendements qu'il y a dix ans.

Graphique 1

Recherche d'un logement en propriété sur Internet, 2007-2012

État: fin avril 2012 (valeurs moyennes mobiles)



Remarque: Les chiffres du graphique montrent combien de fois un terme donné a été tapé par les internautes, par rapport à l'ensemble des recherches effectuées sur Google pendant une certaine période. Ils n'indiquent pas le nombre absolu de recherches, car les données sont normalisées et présentées sur une échelle de 0 à 100. Chaque point de la courbe a été divisé par la valeur maximale ou par 100. Si les données ne sont pas disponibles, la valeur 0 est indiquée.

Source: Google Tendances des recherches / La Vie économique

Des hausses de prix indépendantes

Outre le cadre juridique (voir encadré 1), l'état de l'économie détermine également l'évolution du marché immobilier. Des revers conjoncturels d'une ampleur inattendue peuvent faire dégringoler les prix. Durant les récessions des années septante et nonante, par exemple, le prix des logements et les loyers ont accusé des baisses sensibles. Cependant, la récente crise a montré qu'un ralentissement de la conjoncture ne se répercute pas nécessairement sur le marché immobilier: en 2009, la croissance annuelle des prix a atteint son plus haut niveau de ces dix dernières années, alors que le produit intérieur brut (PIB) réel reculait de 1,9% (voir graphique 2).

L'évolution du marché immobilier est donc, actuellement, indépendante de la situation économique générale. On peut l'attribuer à d'autres facteurs exogènes:

1. Le *marché suisse du travail* est resté stable, malgré le recul de l'économie. Certes, le taux de chômage a augmenté de 1,6 point de pourcentage entre mi-2008 et début 2010, mais cette hausse était nettement plus faible que celle enregistrée durant la récession des années nonante. À l'époque, le chômage avait progressé de 5 points, ce qui avait renforcé l'incertitude économique.
2. L'*immigration* s'est maintenue à un niveau élevé. Après l'entrée en vigueur de la libre circulation complète des personnes en 2007, les étrangers ont été beaucoup plus nombreux à s'installer en Suisse. Entre

2007 et 2011, le solde migratoire a atteint en moyenne 78 000 personnes, soit plus du double que dans les années 2001 à 2006. Si l'on compte un logement pour deux immigrés, ces derniers ont besoin à eux seuls de 39 000 appartements supplémentaires chaque année. Cette composante importante de la demande profite en particulier aux marchés du logement des agglomérations urbaines.

3. La persistance de *taux bas* depuis plusieurs années favorise l'achat de biens immobiliers, qu'il s'agisse de logements à usage propre ou d'immeubles de rapport. Cela ne devrait pas changer notablement dans un proche avenir. Se basant sur les fortes hausses de prix, la Banque nationale suisse (BNS) met en garde contre des risques de surchauffe sur le marché immobilier. Elle ne peut, toutefois, pas serrer la vis des taux actuellement, car le reste de l'environnement économique s'y oppose. Un relèvement ne pourrait être envisagé qu'en cas d'accélération de l'inflation. Or, ce scénario est peu probable, car l'économie réelle marche à reculons, ce qui empêche la demande de crédit d'augmenter. Les experts tablent même sur une inflation négative pour l'année en cours.

Au niveau agrégé, d'autres facteurs exogènes ont pesé ces dix dernières années sur la demande de logements en propriété. Les salaires réels, en hausse pour la plupart, augmentent le pouvoir d'achat de la population suisse. En outre, les dernières générations du «baby-boom» se trouvent actuellement dans la phase familiale de leur vie, une période souvent caractérisée par l'acquisition d'un logement. Par ailleurs, la consommation de surface par personne a augmenté ces dernières années. Il faut donc davantage de capacités pour loger la population existante. Récemment, la consommation de surface par personne a de nouveau légèrement diminué.

L'envolée des prix, ces dernières années, sur le marché immobilier résulte donc d'une hausse de la demande dont les causes sont multiples. On en rend souvent responsables les faibles taux d'intérêt, mais ce n'est là qu'un des facteurs. À eux seuls, les taux bas n'auraient pas pu engendrer de telles hausses des prix. La forte augmentation de la demande s'explique plutôt par la combinaison de plusieurs facteurs aussi bien structurels que temporaires.

Le comportement des acteurs accentue la hausse

Le comportement des acteurs du marché accentue la flambée des prix. En période de «boom», les prix toujours plus élevés de l'im-

Encadré 1

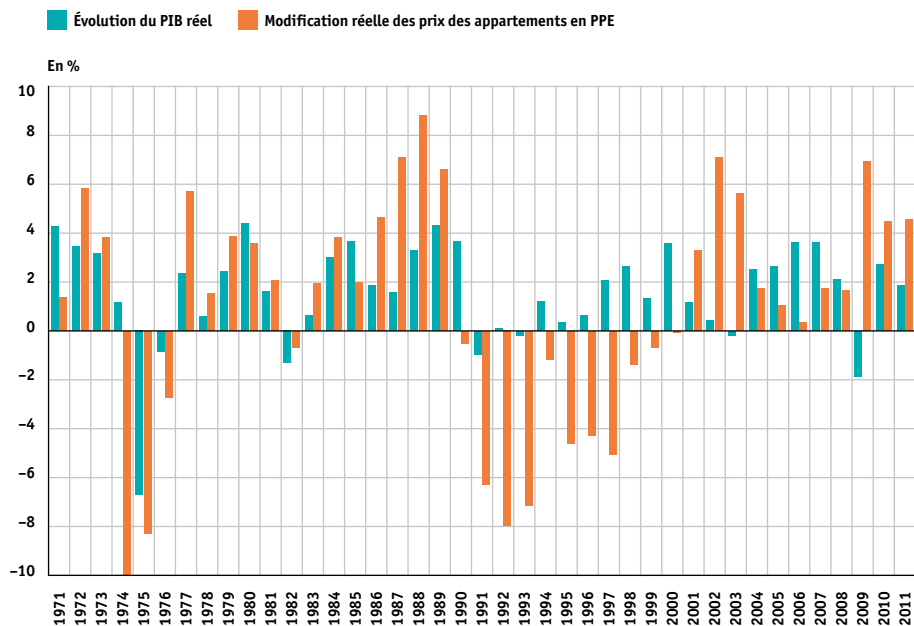
L'influence de la réglementation étatique

Des facteurs exogènes influencent également les cycles de prix. Ainsi, l'évolution des marchés immobiliers s'inscrit dans un cadre réglementaire. Celui-ci n'a pas fondamentalement changé au cours des 25 dernières années. Cependant, les choses bougent depuis quelque temps dans des domaines tels que la surveillance et la réglementation des hypothèques, la promotion étatique de la construction de maisons et les incitations fiscales. Les changements pourraient aussi bien concerner les modalités d'exécution opérationnelles que les thèmes complexes, comme la couverture par les fonds propres de la banque. On examine, par exemple, actuellement l'opportunité de réglementer différemment l'utilisation de capitaux de prévoyance prélevés sur le deuxième pilier ou le pilier 3a pour le financement d'un logement à usage personnel. La révision de Bâle III a renforcé l'importance du rôle joué par la valeur de marché dans la détermination de la valeur de nantissement. Concrètement, il convient d'établir un lien entre le taux de nantissement, basé sur cette valeur de marché, et le volume des fonds propres de la banque créancière.

Graphique 2

Modification des prix réels des appartements en PPE, en comparaison avec l'évolution du PIB réel, 1971-2011

Données: prix de l'offre



Source: SECO, Wüest & Partner / La Vie économique

mobilier améliorent les sûretés des banques. Ces dernières sont alors prêtes à élargir leur portefeuille hypothécaire. À leur tour, elles alimentent ainsi la tendance à la hausse. Le même cycle fonctionne en sens inverse. Lorsque les prix chutent, les exigences posées aux emprunteurs sont plus sévères. Certains propriétaires se voient alors contraints de vendre leur maison ou leur appartement, ce qui accentue la baisse des prix¹.

Dans les périodes de hausse constante des prix, les acquéreurs potentiels de logements nourrissent une illusion de sécurité. Ils sont tentés de croire que ce mouvement ne s'arrêtera pas. Ces attentes font encore grimper les prix temporairement. Les immeubles se vendent même s'ils sont trop chers, car les acheteurs espèrent une poursuite de la hausse². De même, les succès engrangés depuis douze ans sur le marché suisse de l'immobilier pourraient inciter les (nouveaux) acteurs à sous-estimer les risques.

Quand les prix vont-ils redescendre ?

Pour savoir quand les prix de l'immobilier repartiront à la baisse, il faut examiner l'évolution des divers facteurs qui déterminent leur croissance. La spirale haussière pourrait s'arrêter surtout dans les cas de figure suivants:

Scénario 1: effondrement de l'économie réelle

Après avoir connu une croissance robuste jusqu'à mi-2011, l'économie suisse affronte

maintenant les premiers signes sérieux d'un essoufflement conjoncturel. Les failles qui s'ouvrent sur le front des taux de change, l'affaiblissement de la conjoncture mondiale et l'instabilité des marchés financiers agissent comme un frein sur l'économie réelle. En 2012, on prévoit que le PIB progressera d'environ 0,5%. Ces légères fluctuations ne devraient pas avoir d'impact sur le marché immobilier.

Cependant, que se passe-t-il si une véritable récession s'installe? Quand un recul du PIB affecte substantiellement le marché du travail et qu'une forte poussée du chômage crée un sentiment général d'insécurité, il faut s'attendre à voir baisser les prix – surtout ceux des logements. Étant donné que lors de telles phases, les revenus ont tendance à stagner ou à diminuer, la demande de logements peut se contracter de façon significative.

Scénario 2: offre excessive

Une activité trop importante dans le bâtiment pourrait aussi faire baisser les loyers et le prix d'achat des immeubles. Contrairement à ce qui s'est passé durant la crise immobilière des années nonante, où le programme fédéral de promotion conjoncturelle avait permis de bâtir rapidement une multitude de logements, c'est le niveau élevé de la demande qui explique aujourd'hui l'énorme volume de constructions. Un record a été établi en 2011, avec l'achèvement de près de 46 000 nouveaux logements. Pour l'année en cours, tout indique que l'activité continuera de croître, ce qui amènera l'industrie du bâtiment aux limites de ses capacités.

Jusqu'ici, les nouveaux appartements et maisons ont été bien absorbés par le marché. Le taux de vacances reste inférieur à 1% du parc immobilier. L'offre se maintient à un faible niveau, bien qu'elle ait légèrement augmenté en 2011. Aucune tendance évidente à la hausse ne se dessine.

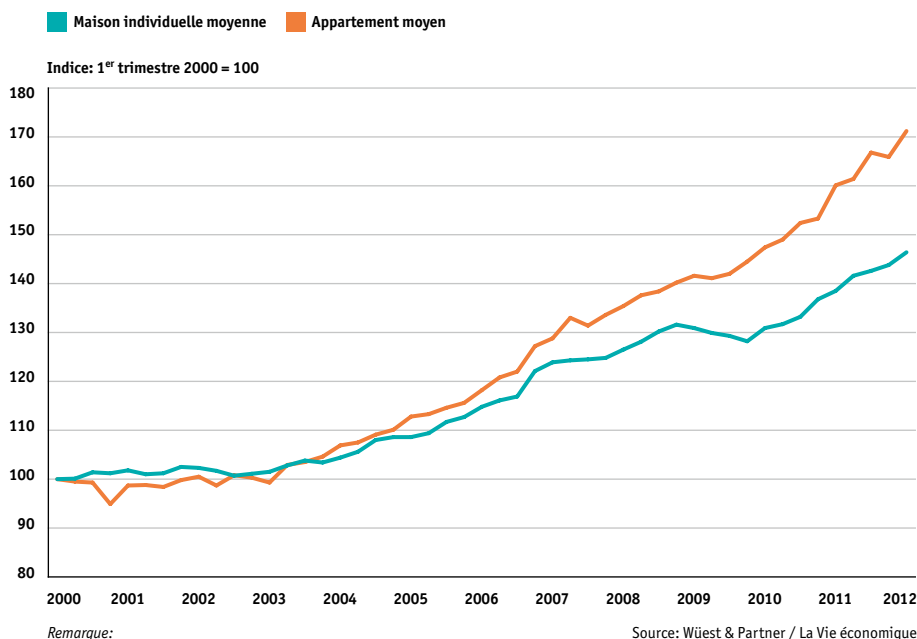
Scénario 3: hausse sensible des taux d'intérêt

À supposer que les taux d'intérêt prennent l'ascenseur – une hypothèse purement théorique –, cela ne constituerait un danger immédiat pour l'endettement des propriétaires que si ces derniers ont contracté, exclusivement ou principalement, des crédits à taux variable pour financer leur logement. Ceux qui ont emprunté à taux fixe sont à l'abri des changements de taux jusqu'à l'échéance de leur hypothèque. D'après les statistiques de la BNS, plus de 80% des 760 milliards de francs d'hypothèques bancaires étaient assorties de taux fixes à la fin de 2010. Ceux qui empruntent dans de telles conditions ne s'exposent au danger potentiel d'une modification des taux que si leur hypothèque arrive

1 Voir *The Economist*, «Bricks and slaughter», A Special Report on Property, 3 mars 2011.

2 Voir Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, 2^e éd., Princeton University Press, 2005.

Graphique 3

Indice des prix de transaction en Suisse, 2000–2012État au 1^{er} trimestre 2012**Remarque:**

Maison individuelle moyenne: volume 850 m³, terrain 600 m², norme de construction 4, situation 4, état 4,5, ancienneté 5 (sur une échelle de 1 à 5).
 Appartement moyen: surface habitable nette 110 m², norme de construction 4, situation 4, état 4,5, ancienneté 5.

Source: Wüest & Partner / La Vie économique

à échéance à un moment défavorable. Ils ressentent donc les effets d'une hausse avec un certain décalage.

Scénario 4: recul de l'immigration

L'accroissement, ces derniers temps, de la demande de logements en location ou en propriété provient, dans une large mesure, de l'immigration nette issue des États de l'Union européenne. Même les derniers ralentissements conjoncturels n'ont pas réussi à réduire sensiblement le solde migratoire. Aucun recul notable n'est en vue actuellement.

La forte immigration n'a pas eu partout la même influence sur les prix de l'immobilier. Ainsi, ceux-ci n'ont pas fondamentalement changé dans certaines régions frontalières du nord de la Suisse, qui ont vu affluer un nombre important d'étrangers. En revanche, l'arrivée de migrants a contribué à faire exploser les prix dans des communes fiscalement intéressantes ainsi que dans les grandes villes – à l'exception de Berne – et leurs agglomérations.

Conclusion: pas de tournant en vue dans les douze prochains mois

Il serait absurde de vouloir prédire le moment exact où le mouvement s'inversera. Mieux vaut observer l'évolution des facteurs qui déterminent les prix. Comme le montrent les réflexions qui précèdent, les raisons de la hausse sont toujours présentes. Dans les

douze prochains mois, il ne faut s'attendre ni à un recul de l'immigration, ni à une hausse des taux d'intérêt, ni à un effondrement de l'économie réelle avec des conséquences graves sur le marché du travail et les revenus. C'est pourquoi les prix de transaction des maisons individuelles et des appartements en PPE devraient continuer d'augmenter cette année (voir *graphique 3*).

Toutefois, cela ne signifie pas que l'entrée sur le marché immobilier soit dénuée de risques. Le danger principal vient des nouvelles constructions. Étant donné que les carnets de commandes pour la construction d'immeubles locatifs sont pleins à craquer, il faut s'attendre à un nouvel élargissement substantiel de l'offre. Le volume énorme de bâtiments neufs pourrait dépasser la demande, en particulier dans les régions périphériques. En outre, certains acteurs – notamment des investisseurs privés – pourraient se retirer du marché immobilier dès que les autres possibilités de placements redeviendront intéressantes. Il en résulterait un recul de la demande qui, sans provoquer un effondrement des prix, en freinerait du moins l'ascension. Les modifications légales joueront également un rôle. Une mesure radicale consisterait à limiter davantage l'utilisation des fonds LPP pour l'acquisition d'un logement.

N'y aura-t-il donc pas de tournant sur le marché de l'immobilier? En tout cas, aucun des facteurs mentionnés ne l'indique pour l'instant. Cependant, l'histoire montre que toute période de «boom» a une fin. Celle-ci ne devrait, toutefois, pas se produire au cours des douze prochains mois, si tant est qu'aucun événement inattendu ne vienne modifier les conditions-cadres.