



20 ans de boom dans la propriété du logement:  
évolution de la situation

**RAIFFEISEN**

## Sommaire

La propriété du logement fête ses 20 ans – rétrospective et perspectives .....	3
1 Aperçu du boom de la propriété .....	5
2 Des avertissements incomplets .....	10
3 Accessibilité, capacité financière, prix régionaux .....	13
4 Les raisons d'un atterrissage en douceur .....	19
5 Conclusion .....	24

## La propriété du logement fête ses 20 ans – rétrospective et perspectives

Le marché de l'immobilier, à l'origine de la forte croissance de notre Groupe bancaire au cours des dernières années, joue un rôle particulier pour Raiffeisen, en sa qualité de banque suisse leader sur le marché des hypothèques privées. Alors que le nombre de logements en propriété dans les régions rurales, tout en n'affichant qu'un taux assez bas avant le boom dans ce domaine, était néanmoins supérieur à la moyenne, quelques Banques Raiffeisen réussirent grâce à l'ancrage traditionnel à s'imposer en tant que partenaires réputés sur leurs marchés locaux, à une époque où la Suisse comptait principalement des locataires et où les rares propriétaires d'immeubles à usage propre possédaient davantage de maisons que d'appartements. En effet, le terrain, la partie coûteuse d'un investissement immobilier, était abordable pour les personnes à revenu élevé dans les régions rurales. Raiffeisen a donc su mettre à profit le boom de la propriété du logement des 20 dernières années, de manière hors norme, et prendre la tête du marché dans les opérations hypothécaires privées en Suisse.

C'est pourquoi il est important, et urgent à la fois, à nos yeux d'analyser la situation du marché de manière approfondie et différenciée afin de détecter les éventuels dangers qui se profilent à l'horizon, au vu des discussions en cours au sujet d'une surchauffe du marché. L'évolution du marché de l'immobilier au cours des 20 dernières années a indéniablement été unique en son genre, ce qui justifie en soi pleinement cette étude. Par ailleurs, les pessimistes notoires et les oiseaux de mauvais augures ne peuvent admettre qu'une grande partie du boom dans la propriété du logement s'explique à posteriori. Enfin, une analyse de ce genre permet également de classer plus facilement l'évolution des prix, qui ne cesse de préoccuper les instances régulatrices depuis quelque temps.

En 1995, le plus important programme de construction de l'histoire suisse, approuvé une année auparavant, fut lancé et permit à la construction d'appartements de prendre son essor. C'est également là que nous situons le point de départ de la course au rattrapage du marché de la propriété de logement. Les corrections qui ont suivi le crash immobilier ont rendu accessible et supportable l'acquisition d'un logement. L'offre croissante de propriétés par étage disponibles sur le marché était à portée de main pour les baby-boomers. Or, c'est un orage salutaire, qui est à l'origine de ce boom. En octobre 1987, sous l'égide de l'ancien chef de la Fed, Alan Greenspan, des mesures de politiques monétaires ont résorbé le plus gros krach boursier de l'histoire. En même temps, les banques centrales du monde entier ont augmenté leur masse monétaire, donnant ainsi naissance au monétarisme réellement appliqué. Dès lors, les gardiens de la mon-

naie n'ont eu de cesse d'intervenir sur les marchés financiers, comme nous en faisons l'expérience aujourd'hui.

La conjoncture suisse de 1987 n'affichait pas une stagnation qui aurait pu justifier autant d'argent bon marché. L'introduction du Swiss Interbanking Clearing (SIC) avait davantage réduit la demande d'argent que ne l'avait prévu la Banque nationale suisse. La quantité d'argent s'est donc retrouvée massivement excédentaire – avec des conséquences dévastatrices. Les liquidités ont boosté les prix, l'inflation est devenue incontrôlable, les intérêts ont dû être relevés à toute vitesse, précipitant ainsi l'économie suisse dans la récession et démantelant le marché de l'immobilier. Le non à l'EEE du 6 décembre 1992 a fait germer des craintes supplémentaires et laissé entendre que la Suisse allait vivre des années de stagnation. Ce choc a donné un coup de fouet à l'économie et à la société qui visait absolument une revitalisation de l'économie suisse.

La Suisse a récolté ses premiers fruits, trois ans plus tard. Le marché de la construction cloisonné étant complètement décartellisé, les prix du bâtiment ont chuté massivement face à une concurrence pour la première fois très aiguë. Le terrain était à moitié prix par rapport à 1990, alors que les intérêts avaient déjà beaucoup baissé dans le cadre de la convergence mondiale du niveau des intérêts. Les baby-boomers n'attendaient que ce signal. Grâce à la situation particulière régnant au milieu des années 1990, le nombre de propriétaires potentiels a explosé, d'autant plus que les propriétés par étages étaient devenues entre-temps une forme d'habitat reconnue dans toute la Suisse.

Dans cette étude, nous aimerions contribuer à dépassionner le débat sur une bulle immobilière imaginaire. En effet, des voix s'élèvent depuis un certain temps pour nous prévenir qu'un crash se profile sur le marché de la propriété du logement, et ne se lassent pas de répéter ces alertes même si celles-ci n'ont été, jusqu'à présent, que de la poudre aux yeux. Or, malgré le degré de maturité élevé indéniable du marché de la propriété du logement, et les prix battant des records, un crash nous paraît très improbable. D'une part, nous arrivons en effet à la conclusion que la course au rattrapage que vit actuellement la propriété du logement en Suisse peut être expliquée de manière fondamentale. D'autre part, les explications portent un environnement des taux d'intérêts complètement déstructuré qui semble de plus en plus paradoxal, depuis la faillite de Lehman et la débâcle de l'euro. Avec deux conséquences importantes pour le marché immobilier: quiconque aujourd'hui cherche à réaliser des rendements ne peut passer à côté des opportunités qu'offre le marché de l'immobilier, en dépit de ses prix élevés. D'autre part, les personnes disposant de capacités financières suffisantes habitent dans leur propre logement au lieu d'en louer un. A l'opposé de la spéculation à la fin des années 80, le raisonnement d'aujourd'hui

d'hui repose sur une décision rationnelle sur le plan économique tout à fait justifiable, l'absence d'éléments spéculatifs expliquant pourquoi nous ne craignons pas de chute du marché. Les acteurs du marché immobilier sont des investisseurs ou des propriétaires de logements à usage propre objectifs, procédant à des calculs lucides, et non plus les spéculateurs fébriles de la fin des années 1980, qui se précipitaient sur le marché dotés d'une profusion de capitaux étrangers, malgré leur solvabilité douteuse.

D'après notre principal scénario et notre conclusion majeure, le marché devrait atterrir en douceur. Certains indicateurs montrent d'ailleurs que cet atterrissage est déjà en cours. Les prix dans le segment supérieur se consolident, et le nombre de nouvelles constructions comprend à nouveau depuis longtemps davantage d'appartements à louer qu'à vendre. A cela s'ajoute le fait que l'activité actuelle et à venir de la construction semble beaucoup trop faible pour entraîner une offre excessive et que l'économie du bâtiment ne peut, ou ne veut plus, étendre ses capacités.

Enfin, notre étude présente pour la première fois notre propre estimation des prix hédoniste. Et ce en tant qu'alternative aux fourchettes de prix usuelles sur le marché, qui présentent parfois même des signes différents. Grâce à la présence de Raiffeisen sur davantage de sites que d'autres établissements financiers, nous avons ainsi l'avantage de pouvoir recourir à un grand et unique pool de données. Sachant que les prix hédonistes ne sont que des estimations, tout en reposant sur des transactions effectives, nous ne prétendons pas à une exactitude pointilleuse, mais travaillons, au contraire, sur des intervalles de confiance. Vous en apprendrez plus à ce sujet dans les pages suivantes.

Nous vous souhaitons une agréable lecture.

## 1 Aperçu du boom de la propriété

*La crise du marché immobilier du début des années 1990 a précipité la Suisse dans une longue récession. Sommes-nous aujourd'hui à nouveau à l'aube d'un nouveau crash ou le marché immobilier opère-t-il un atterrissage en douceur? Pour répondre à cette question, qui constitue depuis un certain temps une préoccupation de la Suisse, il convient de revenir un peu en arrière, car en effet, l'axe du temps révèle des événements qui ont rendu l'environnement toujours plus attractif pour la propriété. Nous subdivisons cette évolution en cinq phases (voir tableau 1):*

### Phase I: Surchauffe (1985-1989)

Au milieu des années 1980, la Suisse jouissait d'une conjoncture favorable, l'introduction du régime obligatoire de la prévoyance professionnelle favorisant l'arrivée de nouveaux investisseurs puissants à fort pouvoir d'achat sur le marché. Tant les prix des actions que ceux de l'immobilier sont ainsi tirés vers le haut. A l'opposé du renouveau sur le marché de l'immobilier, l'incertitude face à la conjoncture globale s'accroît. La dévaluation massive du dollar US pèse sur les perspectives d'exportation. Le lundi 19 octobre 1987, la bourse de New York s'effondre. Le Dow Jones chute de 20% en une seule journée, renforçant les inquiétudes envers la conjoncture et incitant la BNS à baisser les taux d'intérêt. Cependant, l'économie se montre

plus résistante que prévu, et l'effondrement de la croissance, tant redouté après le krach boursier, ne se produit pas. Par le biais de taux d'intérêts faibles, le marché de l'immobilier, déjà florissant, obtient un coup de pouce supplémentaire – avec des conséquences énormes: les prix de la propriété du logement augmentent de plus de 10% par an, à la fin des années 1980; les transactions immobilières promettant des rendements rapides, les investisseurs se lancent dans la spéculation, conduisant finalement à une spirale des prix de plus en plus rapide. En parallèle, les banques accordent des crédits hypothécaires de manière extrêmement généreuse. Les écarts par rapport aux standards d'octroi de crédit font pratiquement partie des ordres du jour. Au regard de ces évolutions, il n'est pas étonnant que l'économie, en général, et le marché de l'immobilier, en particulier, aient subi une surchauffe. Dans un premier temps, les autorités monétaires agissent cependant avec hésitation et ne tirent la sonnette d'alarme que relativement tard. La BNS essaie de reprendre le contrôle de la situation, à la fin 1989, en augmentant les intérêts de manière drastique. Les conséquences ne se font pas attendre longtemps au niveau des financements immobiliers – les intérêts hypothécaires doublent entre 1988 et 1990 pour passer à presque 9%.

**Tableau 1: L'histoire du boom de la propriété du logement suisse**

Phases du boom de l'immobilier			Convergence des taux d'intérêts et des prix de l'immobilier	
			Niveau moyen des taux d'intérêts hypothécaires 5 ans, fixe (*)	Croissance annuelle moyenne Prix de l'immobilier (**) (minimal / maximal)
Le prélude	<b>Phase 1 Surchauffe 1985 – 1989</b>			
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Régime obligatoire des caisses de retraite (1985)</li> <li>• Boom conjoncturel (1985 – 1987)</li> <li>• Krach boursier «Lundi noir»(Oktober 1987)</li> <li>• Reprise rapide, nouveau boom (à partir de 1987)</li> </ul>		5.5%	+ 9.4% ↑ 5.7% (1986) / 13% (1988)
	<b>Phase 2 Crash et récession 1990 – 1994</b>			
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crash immobilier et crise bancaire régionale (1990)</li> <li>• Profonde récession (à partir de 1990)</li> </ul>		7.8%	- 2.6% ↓ -4.6% (1993) / 2.1% (1990)
<b>Coup d'envoi: le boom de la propriété du logement 1994 / 1995</b>				
Les 20 ans du boom de la propriété du logement	<b>Phase 3 Stabilisation et coup d'envoi 1995 – 2002</b>			
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Redressement différé de l'économie</li> <li>• Réformes structurelles: prix du bâtiment et de l'immobilier en baisse, boom des entreprises générales</li> <li>• Programme d'encouragement de la construction et à la propriété du logement (1994 / 1995)</li> <li>• Bulle Dotcom, 9/11, courte récession</li> <li>• Stabilisation de l'économie (à partir de 2003)</li> </ul>		4.7%	0.05 % ↑ -4.6 (1996) / 6.2% (2002)
	<b>Phase 4 Boom global 2003 – 2007</b>			
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Economie mondiale florissante</li> <li>• Hausse des prix de l'immobilier sur le plan international</li> <li>• Inondation de titres immobiliers titrisés en provenance des Etats-Unis, sur les marchés financiers</li> </ul>		3.5%	+ 2.1 % ↑ 1.7% (2005) / 4.7% (2003)
	<b>Phase 5 Crise financière et de l'euro 2008 – 2015</b>			
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crise des marchés financiers</li> <li>• Crise de l'euro (2011)</li> <li>• Crise de la Grèce (2015)</li> </ul>		2.3%	+ 4.2 % ↑ 1.8% (2014) / 5.8% (2009)

(\*) Taux d'intérêts hypothécaires des banques Raiffeisen (\*\*) Prix de l'offre, maison individuelle et propriété par étages en moyenne jusqu'à 2014

Sources: Wüest & Partner, Raiffeisen Research

En 1989, le Conseil fédéral décrète des mesures immédiates en matière de droit foncier, en plus du resserrement de la politique monétaire de la BNS, afin de continuer d'endiguer le boom. Désormais, un terrain nouvellement acquis n'a pas le droit d'être à nouveau aliéné pendant cinq ans. Une charge maximale en matière d'engagement pour les financements immobiliers ainsi que des limitations restrictives sur les investissements immobiliers sont introduites pour les investisseurs institutionnels. Avec ces nouvelles directives, ces derniers ne peuvent plus investir que 30% de leurs actifs immobilisés dans des biens immobiliers, dont 25% en Suisse tout au plus.

## Phase II: Crash et récession (1990-1994)

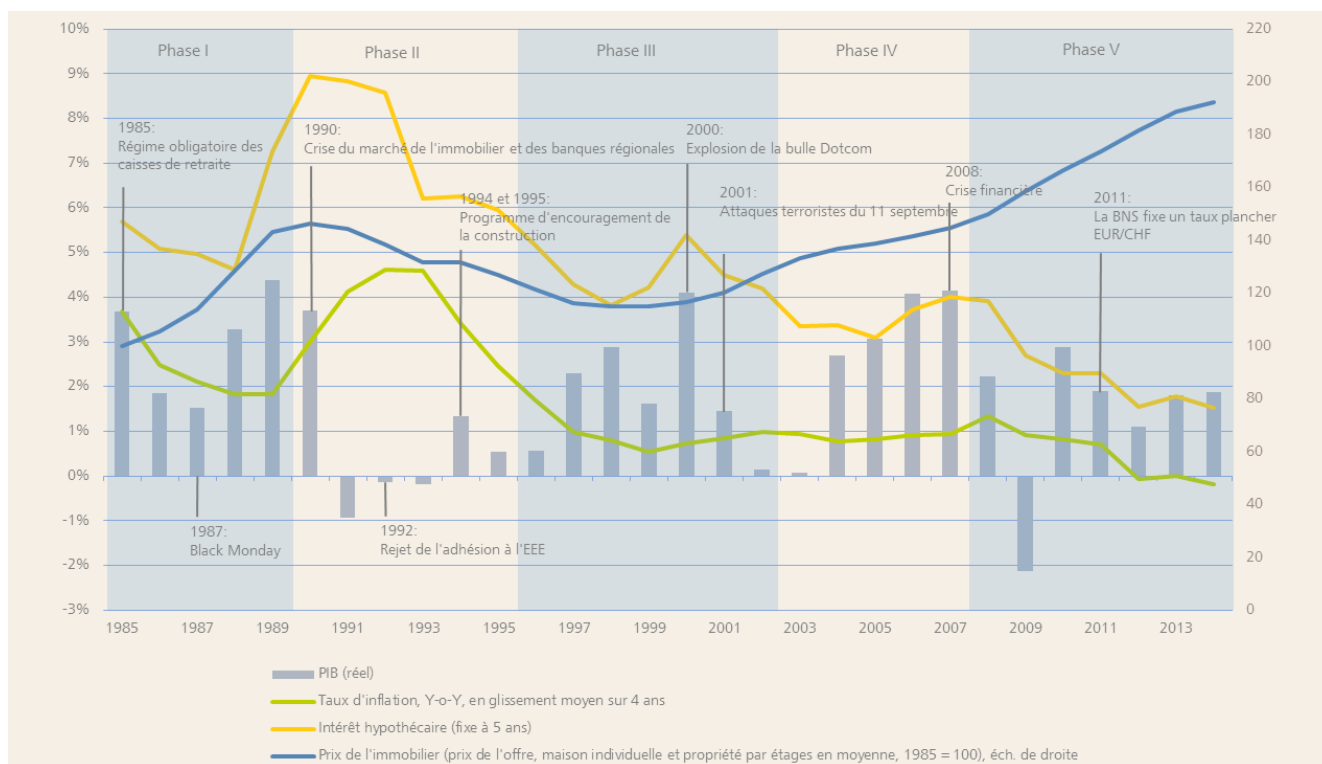
Les prix de l'immobilier et les taux d'intérêts affichent des niveaux extrêmement élevés en 1990. Le domaine de la construction ne cesse d'inonder le marché avec de nouveaux objets, malgré des prévisions de surcapacités. Pourtant, le repli de la conjoncture provoque l'effondrement du socle spéculatif du marché de l'immobilier au milieu des années 1990. Engagés dans une spirale dévastatrice vers le bas, les prix corrigent toujours davantage à la baisse, tandis que la demande de biens immobiliers se met à chuter.

La Suisse tombe alors dans une récession persistante, dont elle ne sortira que péniblement et uniquement grâce à des réformes structurelles radicales et douloureuses. Le chômage augmente et affiche provisoirement un taux de 6%. En même temps, la BNS se voit empêchée de procéder à l'assouplissement rapide de la politique monétaire, en raison de l'inflation tenace, à plus de 6,5%. Les fournisseurs d'hypothèques se

voient sous pression en raison de l'augmentation en flèche des défaillances de crédit dans les opérations hypothécaires, pression qui brise de nombreuses banques régionales. La faillite de la Caisse d'Epargne et de Prêt de Thoun le 3 octobre 1991 est le prélude à la fameuse crise des banques régionales. La conséquence de cet événement dramatique représente une phase de bouleversement dans le secteur bancaire suisse: les banques régionales sont rachetées par les grandes banques ou forcées à chercher leur salut dans les fusions d'entreprises. Mais le paysage des banques régionales n'est pas le seul à être violemment secoué. Les grands établissements ne peuvent pas se soustraire à la crise et se retrouvent en grande difficulté, en particulier la Banque populaire suisse, quatrième banque de Suisse à cette époque, qui ne peut être sauvée que par une reprise. De grandes banques cantonales comme la Banque cantonale bernoise, la Banque cantonale genevoise et la Banque cantonale vaudoise ne survivent que grâce à des subventions fiscales. Deux banques cantonales disparaissent complètement, la Banque cantonale d'Appenzell Rhodes-Extérieures et la Banque cantonale de Soleure.

Le paysage bancaire suisse change entre 1990 et 1995, le nombre des banques passant de 625 à 413, ce qui représente une baisse d'un tiers. Selon les estimations de la Commission fédérale des banques, les amortissements des crédits immobiliers frauduleux sont d'environ 42 milliards de francs, à savoir qu'ils représentent plus de 10% du produit intérieur brut (PIB) de l'époque. À l'opposé des immeubles de rapport et des terrains à bâtir, sur lesquels la baisse des prix et les défauts de paiement influent fortement, il

**Graphique 1: Le marché de l'immobilier suisse dans le sillage des évolutions mondiales**



Source: OFS, BNS, Wüest & Partner, UBS

existe très peu de procédures de réalisation forcée dans les biens immobiliers à usage propre – et ceci mérite d'être nettement souligné dans le contexte de cette étude. Dans la plupart des cas, les ménages privés sont en mesure de rembourser leurs hypothèques.

Cependant, la profonde crise que traverse la Suisse persiste. Les turbulences subies par le système monétaire européen dès la fin de 1992 ainsi que le dollar à nouveau faible entravent le redressement de l'économie suisse. En même temps, l'issue du référendum sur l'adhésion à l'EEE favorise la persistance de la faiblesse conjoncturelle. Et, bien que les intérêts baissent nettement et rapidement depuis mi-1992, l'effet attendu peine (toujours) à se mettre en place. En fin de compte, le niveau est toujours trop élevé au vu de la stagnation continue de la croissance de l'économie suisse.

On peut se demander, rétrospectivement, si la crise, aussi insupportablement persistante fût-elle, n'a pas eu un effet salutaire pour la Suisse, en permettant au moins de prendre des mesures résolues et de procéder aux adaptations nécessaires. Malgré le refus d'adhérer à l'EEE, les réformes structurelles négociées en amont ont largement été mises en œuvre. On procède à une révision des lois sur les cartels et le marché intérieur; l'impôt sur le chiffre d'affaires, devenu obsolète, est remplacé, quant à lui, par la taxe sur la valeur ajoutée: en tout, des réformes parfois douloureuses, en particulier pour le domaine de la construction, ouvert jusqu'à présent à la concertation. Tout compte fait, la mise en œuvre des réformes nécessaires se révèle être un terrain favorable en vue d'un redressement important.

### **Phase III: Le début du boom (1995 – 2002)**

Le moteur de la croissance toussote mais continue à avancer, au milieu des années 1990; la combinaison fatale d'un taux de croissance faible, accompagné d'un chômage élevé et d'un niveau des intérêts, en baisse mais encore élevé du point de vue actuel, persiste. Cette situation laisse des traces dans les finances publiques et privées. Les impôts en hausse ainsi que la progression des primes des caisses maladie et des assurances sociales sont autant de charges supplémentaires qui pèsent sur les ménages.

Sur le front de l'immobilier, la phase III est surtout marquée par la marche triomphale des entreprises générales rendue possible du fait de la mise en place de nouvelles structures à l'issue de la récession et des réformes. En parallèle, tant les prix de la construction, que ceux des terrains et des biens immobiliers continuent de chuter. C'est dans cette phase de prix et de coûts à la construction en baisse que la Confédération lance le programme d'encouragement à la propriété et de la construction le plus important en date dans l'histoire de la Suisse. L'allocation de 7,4 milliards de francs pour la construction d'appartements à bas prix, par le Conseil fédéral pour les années 1994 et 1995 marque le coup d'envoi du spectaculaire boom dans la propriété

### **Quel est le rapport entre la mondialisation et le boom dans l'immobilier suisse?**

L'année 1987 peut presque être caractérisée d'année de naissance du monétarisme pratique. Le fait que le krach boursier d'octobre 1987 n'ait pas eu de conséquences plus graves pour l'économie mondiale est communément attribué à l'intervention sans compromis de la politique monétaire américaine appliquée pendant l'ère d'Alan Greenspan. Depuis, il s'avère que les mesures politiques monétaires fines et précises ont davantage été capables de calmer les fluctuations conjoncturelles que les mesures de politique fiscale prises à la louche. Cette élimination des aléas conjoncturels est appelée «Great Moderation», un phénomène directement lié à la mondialisation qui s'est développée au début des années 1990.

Le résultat de cette nouvelle conception des banques centrales a finalement entraîné une convergence mondiale, c'est-à-dire un glissement jusque-là encore inconnu du niveau des intérêts mondial. Ceci s'est également accompagné d'un petit goût de plus en plus fréquent de crises sur les marchés financiers. Partant des Etats-Unis, les intérêts nominaux à long terme ont baissé depuis le début des années 1990. Pratiquement aucun Etat n'a pu se soustraire à cette tendance: ni les Etats européens qui ont incité à créer un espace économique et monétaire unique, ni les économies en développement du monde entier. Même la Suisse a été touchée par cette évolution.

La fin de la convergence est encore loin d'être envisageable. Au contraire. Avec la crise des marchés financiers en 2008, la crise de l'euro en 2011 ou la crise de la Grèce en 2015, la tendance à la baisse des intérêts à long terme s'est même renforcée. Les autorités monétaires tentent depuis sept ans de stabiliser les marchés financiers et la conjoncture par une politique monétaire souple et de tempérer les conséquences du «Deleveraging», c'est-à-dire le désendettement mondial.

La Suisse est particulièrement touchée par ce processus d'adaptation à long terme et douloureux dans la mesure où elle est utilisée comme pays refuge à la moindre défaillance de l'économie mondiale par les investisseurs du monde entier. Ce qui, en soi, est un signe de la stabilité du système politique et économique de notre pays, a pour effet de faire encore plus déraiser les intérêts des marchés des capitaux par rapport à l'étranger. L'expérience, depuis interrompue, qu'a fait la BNS sur le taux de change souligne à quel point la pression est forte sur notre pays. Entre-temps, les turbulences, dues au niveau des intérêts maintenus artificiellement bas, sont de plus en plus visibles. La courbe des intérêts a un rendement négatif sur pratiquement toutes les durées. C'est justement pour cette raison que les prix de l'immobilier atteignent des niveaux si élevés. En effet, lorsque les valeurs pécuniaires baissent, les immobilisations corporelles augmentent. La convergence pousse les prix.

té du logement. La combinaison de taux d'intérêts toujours plus souples, d'une économie (du bâtiment) plus productive, de prix de l'immobilier, des terrains et de la construction en baisse, des baby-boomers capables d'accéder à la propriété ainsi que d'une immigration en hausse sont la base stable d'une course au rattrapage sur le marché du logement en propriété. Alors que les propriétés par étage n'étaient répandues qu'en Valais, elles commencent à se généraliser partout en Suisse. Une nouvelle réglementation donnant des ailes à l'acquisition de propriétés du logement vient s'ajouter à cet environnement de toute façon propice au boom. A partir de 1995, il est possible de recourir aux ressources du 2<sup>e</sup> pilier pour l'achat de biens immobiliers à usage propre. La propriété du logement n'a donc jamais été aussi attractive dans l'histoire de la Confédération. Mais le secteur de l'immobilier n'est pas le seul à poursuivre une ascension jusque-là encore inconnue en Suisse. Toute l'économie suisse réussit enfin à s'extirper de ces années de baisse.

L'économie, devenue prospère entre-temps, perd un peu de sa cadence au début du nouveau millénaire, lorsqu'explose la bulle Dotcom. Par ailleurs, les attentats du 11 septembre 2001 aux Etats-Unis inquiètent également les marchés financiers. En raison de l'inflation à un niveau ne suscitant guère de crainte, la BNS maintient sa politique monétaire expansive. Contrairement à la dernière récession persistante en date, ces conditions favorisent la stabilisation rapide de l'économie suisse.

#### **Phase IV: Le boom mondial (2003-2007)**

Tant l'économie mondiale que l'économie suisse s'épanouissent après la récession de faible ampleur qui s'est produite lors du passage au nouveau millénaire, en 2002 et 2003. Avec la forte augmentation de la population et des revenus, la propriété du logement redevient un sujet d'actualité pour une grande part des habitants. Mais, grâce à la reprise, les prix de l'immobilier n'augmentent pas uniquement en Suisse. En Espagne, en Irlande ou aux Etats-Unis, ils s'envolent aussi visiblement. En raison de l'inflation, en légère hausse, les banques centrales réagissent beaucoup trop tard par une augmentation des taux d'intérêts. Une ambiance de chercheurs d'or règne sur le marché de l'immobilier américain. Le monde entier est envahi par les crédits immobiliers américains, sous la forme de titres immobiliers titrisés qui s'avèreront rapidement être hautement explosifs.

#### **Phase V: Crise financière et de l'euro (2008-2015)**

En 2007, le marché de l'immobilier américain finit par s'effondrer. Un nombre croissant de défauts de paiement dans le segment des subprimes (crédits hypothécaires octroyés à des ménages dont la solvabilité est faible) mettent le système financier global en difficulté. D'autres bulles de crédit ou immobilières explosent, comme en Irlande ou en Espagne, et plongent le monde dans une profonde récession après la débâcle de la banque Lehman. Les grandes banques suisses

enregistrent des pertes record. L'économie suisse, quant à elle, est rapidement en mesure d'absorber cet effondrement, par rapport aux autres pays, aucune correction des grandes distorsions sur le marché intérieur n'étant dès lors requise. La situation sur le marché de l'emploi reste stable grâce au chômage partiel. De manière générale, la crise n'entraîne pas de lourdes conséquences pour la Suisse la rendant ainsi plus attractive tant pour les personnes que pour le capital. La hausse sensible de l'immigration est une preuve évidente de cette capacité enviable à maîtriser la crise par rapport aux pays étrangers. L'autre aspect de notre économie comparativement florissante se trouve sur le marché de l'immobilier: les prix continuent à augmenter car les taux d'intérêt s'orientent vers de nouveaux minima historiques.

Suite principalement aux inquiétudes liées à la zone euro, le franc devient une valeur refuge, la pression sur la réévaluation s'accroît, situation obligeant la BNS à agir et à fixer, le 6 septembre 2011, le taux plancher EUR/CHF à 1,20, baissant auparavant le taux directeur à zéro pourcent. Les taux d'intérêt encore trop bas, une économie suisse robuste et l'évolution démographique stimulent la demande sur le marché de l'immobilier. De nombreux problèmes relatifs au système financier mondial encore non résolus repoussent un revirement des taux, susceptible de freiner le marché, à un avenir encore plus lointain. Les banques ainsi que les autorités de réglementation redeviennent actives après des années d'attentisme.

Dans le cadre de mesures d'autorégulation, les banques décident, en juillet 2012, d'instaurer des exigences minimales plus strictes pour l'octroi des hypothèques. Ainsi, les futurs propriétaires de logement sont obligés, d'une part, de financer au moins 10% de la valeur de nantissement avec des capitaux propres durs. D'autre part, les banques introduisent pour la première fois une obligation d'amortissement ferme, insistant sur l'obligation des futurs propriétaires d'effectuer un amortissement à hauteur des 2/3 de la valeur de nantissement sur une période de 20 ans. Par ailleurs, en septembre 2013, le Conseil fédéral met en vigueur un volant anticyclique de fonds propres à la demande de la BNS. A partir de cette date, les banques sont obligées de couvrir 1% des actifs pondérés du risque par des capitaux propres. En juin 2014, le volant anticyclique de fonds propres passe à 2%. De même que son introduction, l'augmentation du volant anticyclique de fonds propres a des effets extrêmement modestes sur l'évolution du marché. Cet instrument, qui ne fait pas l'unanimité, n'est aucunement en mesure de compenser les dernières incitations à investir dans l'immobilier, favorisées par les taux d'intérêts en nouvelle baisse. Les banques restent donc au cœur de l'attention et sont tenues d'apaiser le marché hypothécaire. A partir de septembre 2014, l'obligation d'amortissement est à nouveau renforcée. Dorénavant, la valeur de nantissement devra être remboursée à hauteur de 2/3 de manière linéaire sur une période de 15, et non plus de 20 ans. D'autre part, on introduit le

principe de la valeur minimale pour les estimations. Pour un prix de vente supérieur au prix estimé par les banques, le preneur de crédit doit apporter davantage de fonds propres. Par ailleurs, les revenus du conjoint sont pris en compte pour le calcul de la capacité financière uniquement en cas de responsabilité solidaire.

### **Pourquoi les taux d'intérêt négatifs conduisent-ils à des intérêts hypothécaires élevés?**

Depuis l'introduction des taux d'intérêts négatifs en décembre 2014, les intérêts hypothécaires n'ont pas baissé. Au contraire, ils ont même légèrement augmenté.

Cela est dû au fait que les couvertures des taux d'intérêt deviennent plus chères pour les banques lorsque les taux d'intérêts sont négatifs. Etant donné que les crédits hypothécaires présentent en moyenne une rémunération plus longue que les dépôts utilisés pour leur financement, les banques s'assurent contre les risques de variation des taux d'intérêts en effectuant des opérations swap sur le marché des capitaux. Dans les opérations swap, les obligations de versement des intérêts sur différentes périodes sont échangées. Ceci permet de garantir qu'en cas de taux d'intérêts en forte hausse à court terme, le paiement des intérêts des dépôts d'épargne n'est pas plus élevé que les revenus des intérêts des crédits hypothécaires à long terme.

A cet effet, la banque paie un taux d'intérêt (taux de swap) sur une période définie et reçoit en contrepartie le taux d'intérêt variable qui fluctue en temps normal en plus ou en moins par rapport au taux d'épargne à verser. Mais lorsque les intérêts du marché sont négatifs comme depuis décembre 2014, les banques doivent également payer le taux négatif en plus du taux de swap fixe. Il en résulte des frais supplémentaires et donc une marge plus faible. Or les banques ne peuvent pas répercuter les pertes sur les clients d'épargne, c'est pourquoi la pression sur une hausse des intérêts hypothécaires augmente.

L'introduction des taux négatifs par la BNS en décembre 2014, et la nouvelle baisse de janvier 2015 déclenchent une nouvelle hausse légère des intérêts hypothécaires, qui restent toutefois toujours à un niveau très faible.

### **Le super cycle est mûr**

Depuis la dernière crise des années 1990, le marché de l'immobilier suisse n'affiche qu'une seule direction: à la hausse. Les prix n'ont cessé de grimper, et ce en raison du contexte économique global et des turbulences persistantes sur les marchés financiers, qui ont empêché, et empêchent, la BNS d'augmenter les taux d'intérêt. Cette évolution extrêmement rapide fait penser au dernier crash, et les cris d'alarme ne tarissent pas. Nous souhaitons donc savoir, si et dans quelle mesure ces cris d'alarme sont justifiés et nous demander si un crash immobilier menace effectivement le marché suisse de la propriété du logement.

## 2 Des avertissements incomplets

A la une des journaux, les principaux gros titres: «Les prix de l'immobilier s'envolent», «La croissance sur le marché hypothécaire inquiète l'autorité de surveillance», «5 millions de francs pour une surface de moins de 100 mètres carrés», «Des grues de chantier à perte de vue». Le point commun entre ces gros titres est qu'ils sont tous incomplets. Dans ce chapitre, nous démontrerons qu'une analyse isolée des valeurs du marché entraîne davantage de confusion que d'explications et de transparence et ne s'avère par conséquent pas efficace. Les produits de luxe – y compris dans les nombreux biens immobiliers visés par les titres mentionnés – sont incontestablement chers. La question est de savoir s'il y aura automatiquement une correction des prix. Non, car ce qui est déterminant, ça n'est pas le prix du bien en soi, mais c'est surtout le nombre de personnes qui peuvent et sont prêtes à acheter ce genre de biens. L'observation du niveau des prix ou de son évolution est dans ce cas tout au plus spectaculaire sur le plan médiatique, mais ne suffit guère pour tirer des conclusions au sujet de la stabilité ou la fragilité du marché.

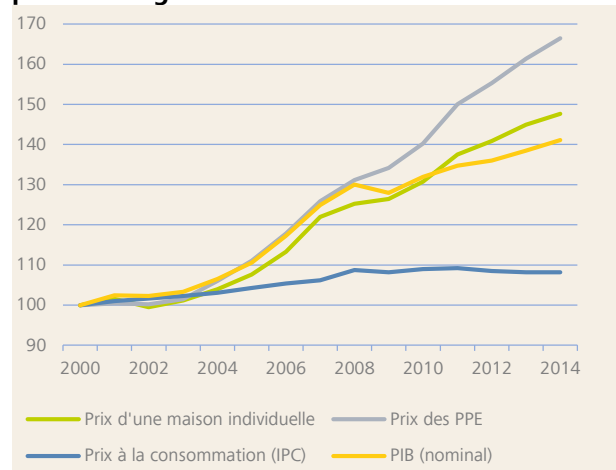
### 1<sup>er</sup> constat: les prix ont augmenté, mais pour des raisons compréhensibles

Nombreux sont ceux qui affirment que les prix se sont anormalement envolés. En effet, les prix de la propriété du logement ont fortement augmenté partout en Suisse depuis 2000. En comparaison avec les prix d'une maison individuelle, dont l'augmentation moyenne était de 48%, les prix des propriétés par étages ont progressé d'environ 66%. Les prix sont évidemment impressionnants. Cependant, il importe de déterminer à quel point l'évolution actuelle s'écarte de l'évolution historique (soit en moyenne), la durée de cet écart et s'il est possible d'expliquer de manière fondamentale ces derniers. A elles seules, les augmentations de prix sont peu significatives.

Les prix de l'immobilier ont effectivement augmenté de manière disproportionnée, par rapport au renchérissement économique général rapporté à l'IPC (voir graphique 2). Or, à elles seules, ces divergences ne signifient aucunement une évolution défavorable sur le marché de l'immobilier. En effet, les prix à la consommation sont faussés car l'inflation n'a plus été, et n'est plus, un sujet d'actualité, suite à la mondialisation et à la convergence mondiale des intérêts. Les intérêts en baisse conduisent à des distorsions entre l'évolution économique générale des prix et ceux de l'immobilier. En d'autres termes, un dérapage des intérêts entraîne une hausse des prix de l'immobilier dans son sillage, et en même temps une tendance à la baisse des taux d'inflation (par exemple, en raison des faibles hausses des prix des locations). Les biens immobiliers sont des biens d'investissement dont la valeur augmente automatiquement en cas de baisse des intérêts et des facteurs de capitalisation. L'écart qui se creuse entre le renchérissement et l'évolution des prix de l'immobilier est donc une conséquence logique, et non une surprise.

Les prix de l'immobilier se sont également envolés par rapport au produit intérieur brut (PIB) nominal, or ce découplage ne s'est produit que nettement plus tard. Le rythme de ces valeurs était plus ou moins le même, voire légèrement inférieur, similairement aux prix des maisons individuelles notamment, du moins jusqu'au moment où l'on a pu ressentir les conséquences de la crise financière, qui a fondamentalement modifié les conditions cadres macroéconomiques par la suite. Les taux d'intérêt ne cessent de baisser depuis, les prix de l'immobilier se découplant de l'évolution économique générale (voir graphique 2). Cette évolution ne surprend guère, compte tenu de l'influence des taux d'intérêt bas sur l'évaluation des biens immobiliers, par le biais du facteur de capitalisation. A cela s'ajoute le fait que les biens immobiliers sont devenus davantage attrayants pour les particuliers, en raison de la situation d'urgence provoquée par le contexte des intérêts nuls.

### Graphique 2: Forte croissance des prix de la propriété du logement



Sources: OFS, SECO, SRED, Raiffeisen Research

### 2<sup>e</sup> constat: les dettes hypothécaires par habitant sont élevées, or il en va de même pour le patrimoine.

De nombreux dangers menacent le marché hypothécaire également. Les mauvais augures sont préoccupés en raison du volume hypothécaire, qui a plus que doublé depuis le passage à l'an 2000 et qui présente l'une des dettes hypothécaires les plus fortes au monde par habitant en Suisse. Selon les statistiques, fin 2014, toute personne domiciliée en Suisse compte en moyenne 82'000 francs de dette hypothécaire, ce qui représente environ 184'000 francs par ménage. Ces chiffres ont effectivement l'air dangereux.

Il n'empêche que ces dettes sont garanties par des valeurs matérielles, comme des gages immobiliers, qui ne sont pas des crédits à la consommation à l'état pur. Par ailleurs, les ménages suisses disposent de fortunes considérables. Corrigée du patrimoine immobilier, la position nette de la fortune est positive dans l'ensemble. Les patrimoines financiers nets, comprenant également les créances privées des retraites et des assurances, dépassent les dettes hypothécaires par un facteur supérieur à quatre (voir graphique 3). Certes,

ces valeurs patrimoniales ne sont pas toujours disponibles à court terme pour couvrir les frais de financement, néanmoins elles relativisent nettement la situation d'endettement des ménages suisses.

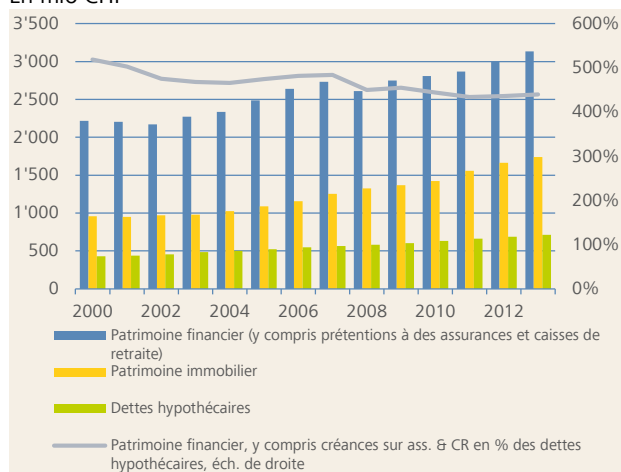
### 3<sup>e</sup> constat: la dette élevée s'explique par le manque d'incitation à l'amortissement

On entend également souvent que l'endettement hypothécaire des ménages privé rapporté au PIB est particulièrement élevé en Suisse et se situe à un niveau inquiétant. La valeur se situe aux alentours des 104% en 2014. Or, ce ne sont pas les investissements irréflectés dans l'immobilier qui en sont l'explication, mais bien le régime fiscal favorable souhaité pendant des années par les milieux politiques.

Certes, la valeur locative est ajoutée au revenu des propriétaires de logement pour déterminer leur revenu imposable, cette valeur locative ne représentant qu'un revenu fictif qui pourrait être atteint avec le bien immobilier en soi. En contrepartie, on peut déduire des impôts les intérêts hypothécaires dans leur intégralité. La conséquence en est (ou en était car, aujourd'hui, la majoration de la valeur locative est plus élevée que les possibilités de déduction des intérêts débiteurs) un système d'incitation qui favorise les capitaux tiers par rapport aux capitaux propres qui dissuade, ou dissuadait, les propriétaires de logement d'amortir leur hypothèque. En l'absence de pratique ciblée claire, et en raison de banques peu enclines à réclamer les amortissements, ce n'est qu'en 2012 que l'on a introduit des dispositions sur l'amortissement obligatoire, renforcées depuis en 2014.

### Graphique 3: Bilan patrimonial des ménages suisses

En mio CHF



Sources: BNS, Raiffeisen Research

La déduction forfaitaire pour les pendulaires représente une autre incitation à devenir propriétaire. En effet, ces personnes peuvent faire valoir cette situation sur le plan fiscal. Il est donc deux fois plus avantageux de déplacer son domicile et de le mettre en gage loin de son lieu de travail principal, tant impossible à financer qu'inabordable. Les conditions fiscales accroissent indirectement l'attractivité financière d'un déménagement

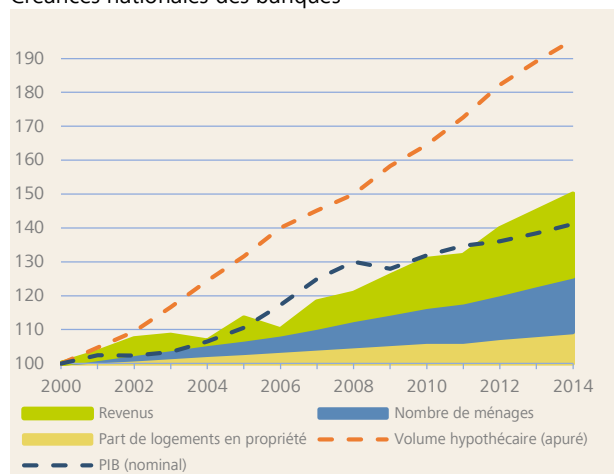
à la campagne. Le taux élevé de l'endettement hypothécaire en Suisse s'explique ainsi également du fait que davantage de ménages franchissent le pas vers la propriété du logement.

### 4<sup>e</sup> constat: la croissance de l'hypothèque est le résultat d'un besoin de rattrapage structurel, et n'est donc pas trop élevé

La forte croissance des crédits hypothécaires est souvent stigmatisée comme source potentielle d'instabilité. Pourtant cette croissance est loin d'être malsaine, mais repose sur des explications fondamentales plausibles, dont la plus importante est que la forte croissance ne repose pas sur des motifs spéculatifs, mais s'explique, d'une part, par des facteurs d'influence fondamentalement sains, et notamment au besoin d'un rattrapage structurel accumulé, qui a réussi à se déclencher à partir du milieu des années 1990. A partir de ce moment, la génération des baby-boomers a commencé à se presser sur le marché de l'habitat et les propriétés par étage (PPE) sont devenues une forme d'habitation reconnue légalement dans toute la Suisse. Mais cette dernière exploite les sols de manière plus intensive que les maisons individuelles.

### Graphique 4: Facteur de la croissance hypothécaire

Créances nationales des banques



Sources: OFS, SECO, BNS, SRED, Raiffeisen Research

Les prix des terrains faisant pression sur les prix de l'immobilier, les PPE sont en moyenne plus avantageuses en raison de la faible part de terrain qu'elles occupent, et abordables pour une plus large part de la population. Par ailleurs, la population a augmenté en continu, avec une dynamique accrue ces derniers temps. En raison de la taille des ménages en baisse, le nombre de ménages augmente donc de manière supérieure à la moyenne. Le pouvoir d'achat s'accroît également, en raison des revenus bruts toujours en hausse. Ces facteurs fondamentaux à eux seuls expliquent plus de la moitié de l'énorme croissance hypothécaire (voir graphique 4).

La spéculation ne permet pas d'expliquer la croissance restante, comme on le laisse volontiers entendre. L'explication de cette dernière est plus à chercher dans

la forte dynamique du marché, suite à la politique des taux bas. Des possibilités de financement toujours plus avantageuses ont boosté (et ne cessent de booster) le marché de l'immobilier. Les prix grimpent, or, d'un autre côté, en l'absence d'alternatives, la propriété par étages reste à un niveau stable. En effet, le niveau actuel des prix est tel qu'il revient nettement plus cher de louer un appartement que d'en être propriétaire. Ceci explique pourquoi de nombreux ménages optent pour la propriété du logement puisque le marché est actuellement en phase de développement. D'autre part, cette décision est rationnelle sur le plan économique et loin d'être liée à toute idée de spéculation.

### 3 Accessibilité, capacité financière, prix régionaux

Dans le chapitre précédent, nous avons relativisé l'observation isolée des différentes valeurs du marché et souhaitons désormais aborder les deux valeurs qui nous semblent primordiales avec les affirmations les plus fréquentes sur l'analyse de la situation du marché du logement en propriété, à savoir l'accessibilité et la capacité financière. Ces deux indicateurs permettent d'examiner si un bien immobilier peut être acheté avec un revenu donné et entretenu financièrement.

Le marché de Gstaad n'ayant aucun point commun avec celui du quartier Klybeck à Bâle, il importe d'approfondir les marchés régionaux, que la plupart des analyses de marché très globales ne distinguent pas assez. Pour ce faire, nous présenterons de premières séries de prix régionales, pour en conclure qu'une analyse de la situation nationale n'est pas assez précise, en raison des écarts locaux parfois énormes.

#### Une accessibilité en baisse mais pas critique

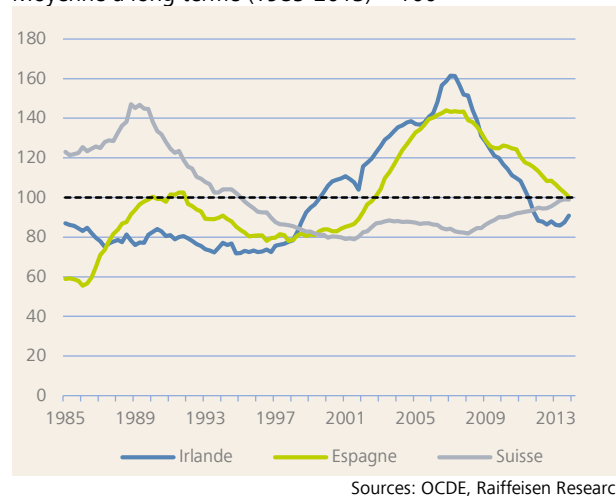
Comme déjà mentionné auparavant, une considération isolée des prix de l'immobilier n'a aucune valeur informative, car ce ne sont pas les fortes hausses de prix en soi qui posent problème. Il convient davantage de se servir de l'accessibilité, qui compare le rapport entre les prix des logements en propriété et les revenus, pour pouvoir évaluer l'évolution des prix. Une hausse plus importante que les revenus rend la propriété moins accessible.

L'accessibilité en Suisse, à son niveau actuel, a légèrement baissé, selon la progression de la courbe correspondante. Au cours des dernières années, l'acquisition d'un objet requerrait davantage de revenus. Or, il convient de préciser également que la spéculation n'a aucunement contribué à cette évolution du marché.

Au vu des expériences faites dans les années 1990 ainsi qu'en Irlande, Espagne, Suède ou aux Etats-Unis, il ressort clairement qu'en cas de bulle spéculative des prix de l'immobilier, l'accessibilité est susceptible d'atteindre des niveaux et vitesses inégalées en Suisse. A titre d'exemple, le rapport prix / revenus en Irlande était de 60% au-dessus de la moyenne à long terme, en 2007, au moment du krach. En Suisse, ce rapport est encore légèrement en dessous de la moyenne à long terme malgré la hausse des prix de l'immobilier (voir graphique 5).

#### Graphique 5: Accessibilité en comparaison internationale

Moyenne à long terme (1985-2013) = 100



#### Comment l'accessibilité et la capacité financière sont-elles mesurées?

L'accessibilité et la capacité financière sont mesurées à l'aide des Housing Affordability Indices (HAI). L'indice d'accessibilité (HAI 1) indique la part de revenus annuels qu'un ménage moyen doit fournir pour acquérir un bien immobilier d'une valeur moyenne et présente ce rapport prix/revenu pour chaque année.

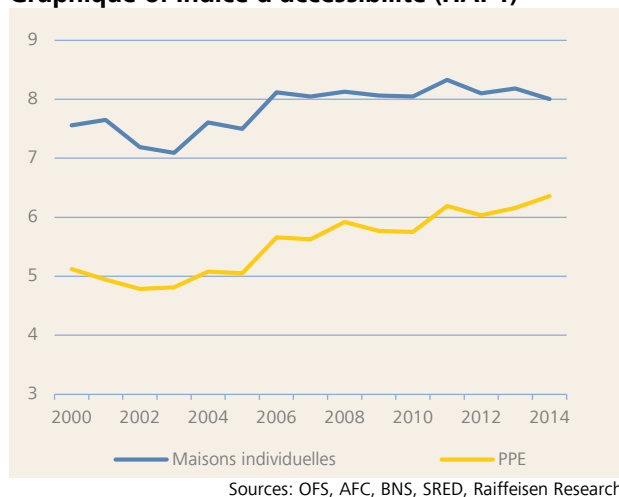
Selon nos estimations, le revenu des ménages brut moyen était d'environ 125'000 francs. Le prix de transaction d'une maison individuelle moyenne était de 1'000'000 de francs et chaque appartement dans une PPE de 800'000 francs. Le HAI 1 indique donc une valeur de 8 pour une maison individuelle et de 6,4 pour les PPE (voir graphique 6).

L'indice de capacité financière (HAI 2) mesure la part de revenu qui doit être fournie pour financer le logement en propriété. Cette part comprend trois éléments. Le premier est l'intérêt hypothécaire à verser. Nous partons d'une avance de 80%. Deuxièmement, l'hypothèque doit être amortie, et ce dans les 15 ans de manière linéaire pour 2/3 de la valeur de nantissement. Nous supposons dans notre calcul que la valeur de nantissement est la même que le prix de la transaction. Et, troisièmement, les frais d'entretien sont compris dans le montant des 1% du prix de la transaction.

Le HAI 2 mesure donc chaque année la part de revenu qui doit être fournie en moyenne pour financer le logement en propriété dans le contexte des prix actuels de l'immobilier, des revenus des ménages et des intérêts hypothécaires. En 2014, ceci représente environ 27% pour une maison individuelle et 21% pour un appartement dans une PPE (voir graphique 7). En général, on considère qu'un objet peut être financé tant que la charge financière reste en dessous de 33% du revenu. Si elle est supérieure, la règle d'or du financement est enfreinte.

Néanmoins, on peut observer une tendance à la baisse depuis l'an 2000, manifeste par la hausse de l'indice d'accessibilité (HAI 1) tant pour les maisons individuelles, que les PPE (voir graphique 6). A l'heure actuelle, il se situe à un niveau légèrement supérieur à 8 pour les maisons individuelles, et tout juste à 6,4 pour le PPE; autrement dit, une maison individuelle représente environ 8 revenus annuels pour un ménage moyen suisse, contre 6,4 pour un appartement PPE.

**Graphique 6: Indice d'accessibilité (HAI 1)**



### Revenus des ménages et prix de l'immobilier en Suisse

Afin de pouvoir calculer le HAI 1, on se sert des ménages moyens et des biens immobiliers de taille moyenne, à titre comparatif et pour disposer d'un aperçu de la situation actuelle du marché. Or, les valeurs moyennes n'illustrent qu'une partie de la réalité, en raison des revenus très différents des ménages et des prix de l'immobilier affichant de fortes variations.

Ci-après, nous étudierons donc l'accessibilité pour les différentes classes de revenus et les différents objets, en subdivisant les revenus des ménages et les prix de l'immobilier par seuils de dix de taille identique, que l'on appelle des déciles (voir tableau 2).

**Tableau 2: Répartition des revenus des ménages et des prix de l'immobilier**

Décile	Revenus	Prix
10%	48'000	360'000
20%	67'000	480'000
30%	83'000	565'000
40%	97'000	650'000
50%	112'000	740'000
60%	127'000	835'000
70%	146'000	940'000
80%	174'000	1'140'000
90%	219'000	1'440'000

Sources: OFS, SRED, Raiffeisen Research

En guise d'illustration, nous allons choisir le décile de 30% avec un revenu correspondant de CHF 83'000,00 et un prix de l'immobilier de CHF 565'000,00. Les ménages ont ainsi payé moins de CHF 565'000,00 pour 30% des biens immobiliers négociés en 2014, et

davantage dans 70% des cas. Les revenus se répartissent de la manière suivante: 30% des ménages gagnaient moins de CHF 83'000,00 par an, tandis que 70% touchaient un montant supérieur. La base de données des prix de l'immobilier se fonde sur le nombre de maisons individuelles et d'appartements PPE négociés en 2014 enregistrés dans le Swiss Real Estate Datapool (SRED) ainsi que dans le pool de données des Banques Raiffeisen. D'autre part, l'Office fédéral de la statistique (OFS) a fourni les données relatives au revenu brut des ménages, qui proviennent de son enquête sur le budget des ménages.

### Chaque ménage peut acheter

Le niveau d'accessibilité affiche une très grande diversification, si l'on met en parallèle la répartition des revenus des ménages et des prix de l'immobilier: d'une part, il est très haut pour les ménages disposant d'un revenu relativement élevé, indépendamment du prix de l'immobilier, ce qui se traduit par un niveau d'indice bas et des cellules en majorité de couleur verte dans le tableau 3. A l'inverse, les ménages avec un revenu faible ont un faible niveau d'accessibilité, se traduisant, en correspondance par un niveau d'indice élevé et des cellules représentées en zone rouge.

**Tableau 3: Tableau croisé sur l'accessibilité, 2014**

		Revenus								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Prix	10%	7.5	5.4	4.3	3.7	3.2	2.8	2.5	2.1	1.6
	20%	10.0	7.2	5.8	4.9	4.3	3.8	3.3	2.8	2.2
	30%	11.8	8.4	6.8	5.8	5.0	4.4	3.9	3.2	2.6
	40%	13.5	9.7	7.8	6.7	5.8	5.1	4.5	3.7	3.0
	50%	15.4	11.0	8.9	7.6	6.6	5.8	5.1	4.3	3.4
	60%	17.4	12.5	10.1	8.6	7.5	6.6	5.7	4.8	3.8
	70%	19.6	14.0	11.3	9.7	8.4	7.4	6.4	5.4	4.3
	80%	23.8	17.0	13.7	11.8	10.2	9.0	7.8	6.6	5.2
	90%	30.0	21.5	17.3	14.8	12.9	11.3	9.9	8.3	6.6

Sources: OFS, AFC, BNS, SRED, Raiffeisen Research

Dès lors, un ménage disposant d'un revenu de CHF 112'000,00 (médian ou décile de 50%) devrait dépenser environ 6 revenus annuels pour un bien immobilier à un prix de CHF 740'000,00 (50%). Cette valeur se rapproche de celle du HAI 1 en 2014, qui reflète l'accessibilité moyenne. Comme on peut le constater sur le graphique 5, il n'y a pas eu de fossé qui se serait creusé entre les prix de l'immobilier et le revenu, que ce soit historiquement, et en comparaison internationale. L'accessibilité moyenne se situe au niveau d'une moyenne à long terme.

Penchons-nous à présent sur les extrémités de la répartition des revenus. Un ménage disposant d'un revenu de CHF 48'000 ne pourra pas se permettre d'acheter un appartement de deux pièces, pour CHF 360'000,00, car il aura probablement besoin de davantage d'espace. Une personne aisée ne se contenterait pas plus d'un bien de ce type. Le HAI 1 n'est donc pas une référence très pertinente pour les extrémités de la répartition des revenus.

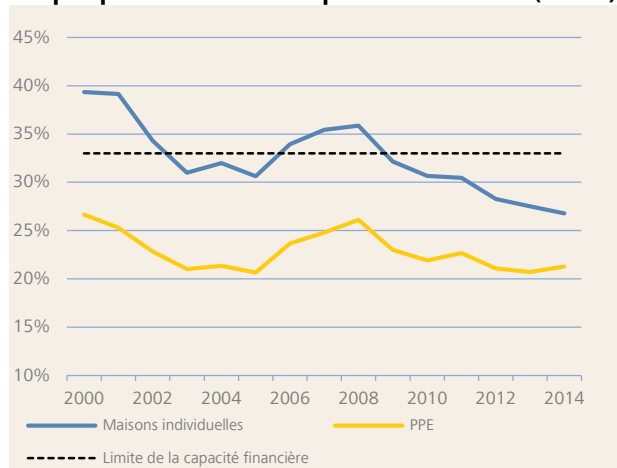
Or il existe une relation fondamentale entre le prix d'achat et le revenu pour de nombreux ménages de la

classe moyenne. Comme on peut le constater dans le tableau 3, les valeurs du HAI 1 en diagonale du tableau 3 oscillent entre 6,4 et 7,5, autrement dit, des ordres de grandeur relativement modérés dont on peut déduire qu'il existe, généralement parlant, des objets accessibles pour tous les ménages, indépendamment de leurs catégories de revenus.

### Les faibles taux d'intérêt garantissent une capacité financière suffisante

L'accessibilité pour des ménages de différentes catégories de revenus ne garantit pas pour autant une capacité financière suffisante pour accéder à la propriété du logement. Pour rappel: nous définissons la capacité financière comme la charge financière annuelle que représente l'acquisition d'un logement en propriété par rapport au revenu, exprimée à l'aide de l'indice de capacité financière (HAI 2), tout en tenant compte des prix de l'immobilier, des revenus et des taux d'intérêts hypothécaires actuels.

Graphique 7: Indice de capacité financière (HAI 2)



Sources: OFS, AFC, BNS, SRED, Raiffeisen Research

Malgré une forte croissance des prix, le HAI2 enregistre une tendance à la baisse depuis 2007, selon le graphique 7, et ne représente aucune menace. La capacité financière est suffisante en moyenne, un ménage disposant d'un revenu moyen pouvant donc acquérir un objet moyen sans enfreindre la «règle d'or» du financement.

### Chaque ménage serait en mesure de financer la propriété du logement

Une étude croisée du HAI 2 2014 des différents revenus et des prix de l'immobilier permet de dresser un tableau surprenant (voir tableau 4). Les ménages suisses seraient en moyenne en mesure de financer une grande partie des objets d'habitation, selon la zone de couleur jaune-vert qui couvre environ 3/4 du tableau.

Le faible niveau des taux d'intérêts donne aux ménages ne disposant que de revenus relativement faibles une capacité financière suffisante pour accéder à la propriété du logement – si ce n'est dans un cadre limité. Par exemple, une famille avec un revenu faible

(10%) serait toutefois en mesure de financer 20% des objets. Un couple avec deux salaires d'un niveau correct est pratiquement en mesure de financer n'importe lequel des objets que propose le marché.

Tableau 4: Tableau croisé sur la capacité financière, 2014

		Revenus								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Prix	10%	0.25	0.18	0.15	0.12	0.11	0.09	0.08	0.07	0.06
	20%	0.33	0.24	0.19	0.17	0.14	0.13	0.11	0.09	0.07
	30%	0.39	0.28	0.23	0.19	0.17	0.15	0.13	0.11	0.09
	40%	0.45	0.32	0.26	0.22	0.19	0.17	0.15	0.13	0.10
	50%	0.52	0.37	0.30	0.26	0.22	0.20	0.17	0.14	0.11
	60%	0.58	0.42	0.34	0.29	0.25	0.22	0.19	0.16	0.13
	70%	0.66	0.47	0.38	0.32	0.28	0.25	0.22	0.18	0.14
	80%	0.79	0.57	0.46	0.39	0.34	0.30	0.26	0.22	0.17
	90%	1.00	0.72	0.58	0.50	0.43	0.38	0.33	0.28	0.22

Sources: OFS, AFC, SRED, Raiffeisen Research

### Contrôle strict de la capacité financière

Or ce n'est malheureusement pas si simple, car le taux d'intérêt indicatif, qui sert de base pour le calcul de la capacité financière, est de 5%, ce qui change totalement la donne. Dans cette situation, la partie en rouge augmente (voir tableau 5). Les ménages suisses ne peuvent alors accéder qu'à environ 40% des objets et même les catégories de revenus les plus élevées n'ont plus la capacité financière suffisante pour accéder à tous les objets d'habitation. La situation change radicalement pour la classe moyenne. De nombreux ménages de la classe moyenne, pourtant en mesure d'accéder à la propriété, ne réussissent plus à satisfaire au calcul de la capacité financière. La sévérité du calcul de la capacité financière détruit ainsi le rêve de pouvoir financer son propre chez-soi, bien que la propriété du logement, compte tenu du niveau actuel des taux d'intérêt, reste financièrement accessible à nombreux ménages. Ne seront en mesure d'accéder au marché hypothécaire que les ménages disposant de réserves de revenus nécessaires pour être en mesure d'absorber une hausse soudaine du taux d'intérêt à 5%.

Tableau 5: Tableau croisé de la capacité financière avec un taux d'intérêt indicatif (5%), 2014

		Revenus								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Prix	10%	0.43	0.31	0.25	0.21	0.18	0.16	0.14	0.12	0.09
	20%	0.57	0.41	0.33	0.28	0.25	0.22	0.19	0.16	0.13
	30%	0.68	0.48	0.39	0.33	0.29	0.26	0.22	0.19	0.15
	40%	0.78	0.56	0.45	0.39	0.33	0.29	0.26	0.21	0.17
	50%	0.89	0.63	0.51	0.44	0.38	0.33	0.29	0.24	0.19
	60%	1.00	0.72	0.58	0.49	0.43	0.38	0.33	0.28	0.22
	70%	1.13	0.81	0.65	0.56	0.48	0.43	0.37	0.31	0.25
	80%	1.36	0.98	0.79	0.68	0.58	0.52	0.45	0.38	0.30
	90%	1.72	1.24	1.00	0.85	0.74	0.65	0.57	0.48	0.38

Sources: OFS, AFC, SRED, Raiffeisen Research

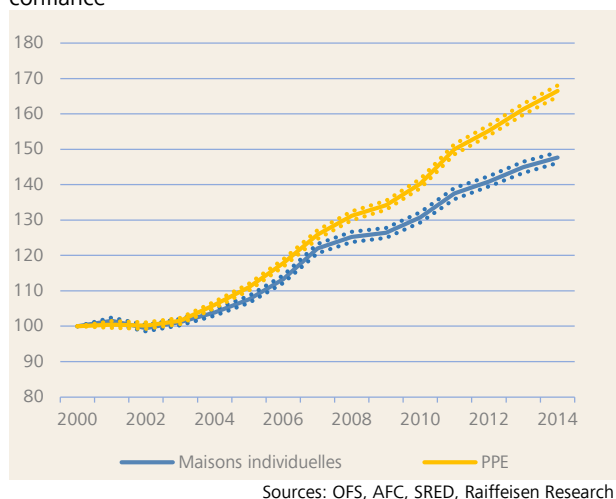
Tant l'utilisation du taux d'intérêt indicatif, que les dispositions relatives à l'amortissement et les exigences minimales en matière de capitaux propres réduisent encore davantage le potentiel de demande, qui, à son niveau actuel, risque de poursuivre sa décélération, ce qui conforterait notre principal scénario d'un atterrissage en douceur. Le financement ne devrait donc émettre aucun autre facteur de stimulation, à l'exception du niveau des taux d'intérêt toujours au plus bas.

### Forte évolution des prix à partir de 2003

Le niveau élevé des prix entrave davantage la capacité à financer la propriété du logement, malgré les faibles taux d'intérêt. Depuis l'an 2000, les prix des transactions affichent une augmentation dans tous les segments du marché, selon nos estimations. Ainsi, les maisons individuelles ont renchéri de 48%, les prix des PPE ont, quant à eux, atteint 66% (voir graphique 8).

### Graphique 8: Evolution des prix en Suisse

Prix des transactions. Lignes pointillées: 95% – intervalle de confiance



Suite à une stagnation des prix entre 2000 et 2003, ces derniers ont commencé à grimper, au cours de la période de haute conjoncture, ne ralentissant que brièvement pendant la crise financière de 2007 – une évolution globale impressionnante, toutefois. Nous avons également réussi à montrer, par le biais des HAI 1 et 2, qu'il importe de toujours considérer les prix par rapport aux revenus, aux taux d'intérêts hypothécaires et aux réglementations.

Par ailleurs, l'évolution globale des prix au niveau national est composée de différentes variables régionales. Certaines régions affichent une hausse des prix relativement faible, dans d'autres, en revanche, elle a été beaucoup plus forte. Afin de mieux pouvoir identifier ces évolutions, nous terminons par une rapide vue d'ensemble des niveaux et de l'évolution des prix sur un plan régional.

### Niveau des prix: de grandes disparités régionales

Les cartes 1 et 2 donnent une vue d'ensemble des niveaux de prix dans dix grandes régions. Elles rensei-

### Comment calcule-t-on les prix de l'immobilier?

Cette étude se base sur l'estimation desdits indices de prix hédonistes, s'appuyant sur un modèle statistique qui vise à calculer au mieux le prix d'un bien immobilier à partir de ses caractéristiques spécifiques (par ex. situation, taille, qualité et état etc.). Cette méthode permet ainsi d'estimer le prix d'un bien immobilier à un endroit et à une date précise, et de le comparer avec d'autres biens immobiliers. Enfin, on intègre le modèle hédoniste à un indice des prix, pour calculer l'évolution du prix.

Comme base pour nos estimations, nous nous servons des données des transactions immobilières du Swiss Real Estate Datapool (SRED) et des Banques Raiffeisen, qui, de par leur fort ancrage au niveau régional, nous donnent accès à une source de données de taille considérable.

Tous les indices de prix immobiliers reposant uniquement sur des estimations ou des observations, et ne prétendant pas donner une image précise de la situation, nous utilisons la représentation d'intervalles de confiance de 95%, qui indique la fourchette au sein de laquelle la probabilité de trouver la valeur de l'indice est de 95%. Plus l'intervalle est réduit, plus l'estimation est exacte. Tant le nombre d'observation, que les variations des données influent sur l'exactitude. Disposant de nombreuses observations, les intervalles de confiance en Suisse sont ainsi très réduits. Dans des régions où les transactions sont peu nombreuses, ceux-ci sont beaucoup plus larges.

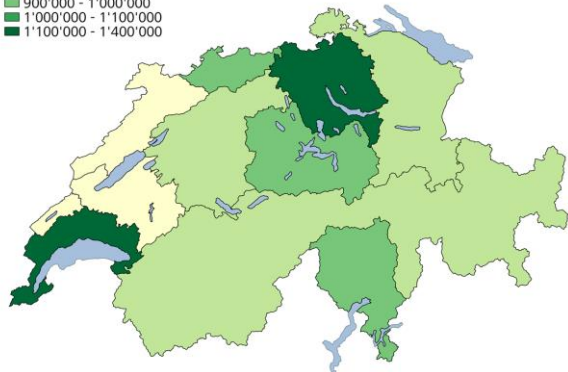
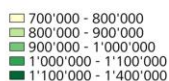
gnent également au sujet des prix moyens des transactions pour une maison individuelle classique ou un appartement de type PPE. Il s'agit de deux objets de cinq ans, de bonne qualité, en bon état et bien situés.

Les grandes régions décrites présentent une grande diversité globale, regroupent à la fois des centres urbains, des agglomérations, des zones rurales et des sites touristiques majeurs. En raison de caractéristiques différentes entre les communes, les écarts de prix peuvent également être importants d'une commune à l'autre, au sein d'une même région.

La comparaison établie sur les cartes 1 et 2 illustre bien que les prix de l'immobilier sont les plus élevés autour du lac Léman, avec Zurich arrivant en deuxième position. Autrement dit, il s'agit de deux régions très urbanisées, avec un lac comme point d'attrait, disposant d'un important centre économique et d'un marché du travail extrêmement intéressant suscitant une attention notable bien au-delà des frontières régionales. En troisième position, le Tessin, lui aussi centre économique important, avec la ville de Lugano, d'une notoriété considérable en matière de tourisme.

### Carte 1: Prix d'une maison individuelle en CHF, 2014

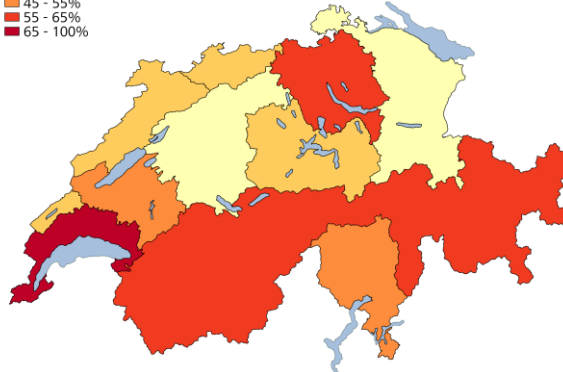
Prix des transactions. Maison individuelle de 5 pièces avec superficie de terrain de 650 m<sup>2</sup>



Sources: OFS, AFC, Geostat, SRED, Raiffeisen Research

### Carte 3: Evolution des prix pour les maisons individuelles, 2000-2014

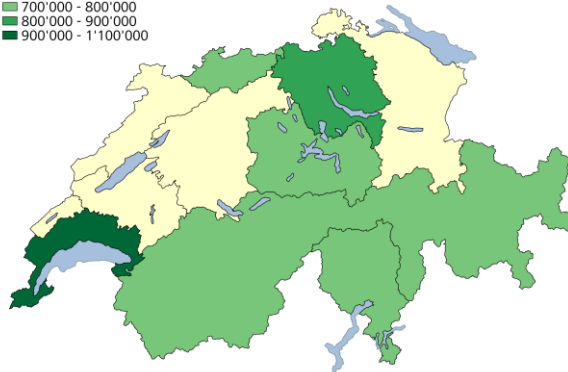
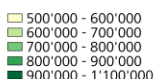
Prix des transactions



Sources: OFS, AFC, Geostat, SRED, Raiffeisen Research

### Carte 2: Prix d'un appartement en PPE en CHF, 2014

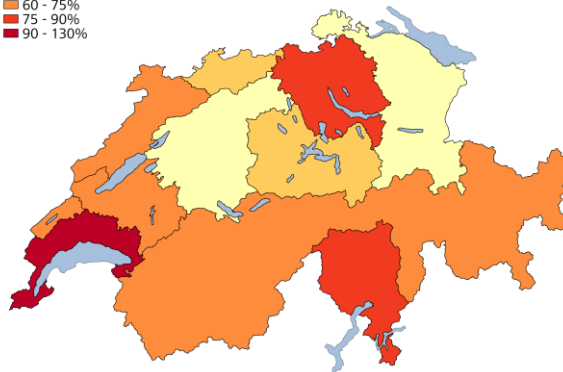
Prix des transactions. Appartement en PPE de 4 pièces avec superficie habitable de 110 m<sup>2</sup>



Sources: OFS, AFC, Geostat, SRED, Raiffeisen Research

### Carte 4: Evolution des prix des PPE, 2000-2014

Prix des transactions



Sources: OFS, AFC, Geostat, SRED, Raiffeisen Research

L'arc alpin, la Suisse centrale et la Suisse du Nord-Ouest sont dans la moyenne. Certaines destinations touristiques et exclusives dans la région alpine font grimper les prix de l'immobilier, notamment St-Moritz ou Gstaad, présentent des niveaux de prix extrêmement élevés. Cependant, la région alpine renferme également de nombreuses zones isolées et difficilement accessibles, dans lesquelles les transactions sont rares et où les prix sont extrêmement bas. Quant à la Suisse centrale et du Nord-Ouest, les prix de l'immobilier se voient influencer par deux facteurs majeurs: d'une part, la proximité au centre du pays, d'autre part la charge fiscale. Ainsi la faible charge fiscale et la proximité avec Zurich (dans une faible mesure avec Bâle et Lucerne) font grimper les prix de l'immobilier dans les cantons de Schwyz, Zoug, Nidwald et Obwald.

C'est en Suisse orientale et en Romandie, le long de l'arc jurassien et du Plateau bernois, respectivement des régions à fort ancrage rural, sans aucun centre économique important, que l'on trouve les prix de l'immobilier les plus bas. Par ailleurs, la charge fiscale très élevée dans le Jura, à Berne et en Romandie a une incidence défavorable sur les prix.

#### Evolution des prix: Genève en tête de peloton

Comme on peut le constater sur les cartes 3 et 4, les prix de l'immobilier ont évolué de manière disproportionnée dans des régions dont le niveau de prix est aujourd'hui relativement élevé, hormis quelques exceptions.

C'est dans la région lémanique que l'évolution des prix a été la plus forte, les prix des maisons individuelles et des appartements en PPE ayant quasiment doublé depuis l'an 2000. La Ville de Genève, où d'importantes réglementations aggravent davantage la pénurie existante, est considérée comme le vecteur principal de cette évolution. Or, en raison de l'explosion des prix le

long des rives du Léman également, les ménages choisissent de déménager dans les régions voisines, où le niveau des prix, bien que nettement plus avantageux, commence, lui aussi à augmenter. Les régions de Zurich, du Tessin et des Alpes affichent également des prix en hausse relative, mais raisonnable par rapport aux proportions atteintes dans la région lémanique.

L'évolution des prix est moyenne en Suisse centrale et du Nord-Ouest ainsi que dans le Jura, avec d'un côté Bâle comme principal facteur d'impulsion en Suisse du Nord-Ouest, et de l'autre, la faible charge fiscale en Suisse centrale. Malgré l'absence de grand centre économique ou de faible imposition dans le Jura, les prix ont néanmoins fortement augmenté - signe de généralisation de la croissance des prix qui ne se cantonne plus aux lieux périphériques.

Enfin, tant les régions de Berne et de Suisse orientale, marquées par un fort ancrage rural, ont affiché la plus faible croissance en matière des prix. Dans les centres – Berne, Saint-Gall et Coire – la croissance des prix a été plus modérée que dans les villes de Zurich ou de Genève.

#### Pas de surchauffe à l'échelle nationale

En conséquence, il est exagéré de parler d'une surchauffe générale du marché suisse de l'immobilier, les niveaux et évolutions étant trop différents d'une région à l'autre pour pouvoir formuler des affirmations générales (voir tableau 6)

**Tableau 6: Evolutions et niveaux relatifs des prix**

Maisons individuelles & PPE

Niveau des prix (2014)	Evolution des prix (2000-2014)		
	forte	moyenne	faible
	élevé	Lac Léman Zurich Tessin	
	moyen	Alpes	Suisse du Nord-Ouest Suisse centrale
faible		Suisse romande	Jura
			Berne Suisse orientale

Sources: Raiffeisen Research

Dans les régions à forte croissance des prix, on ne peut exclure que certaines évolutions ne s'expliquent pas de manière fondamentale. Cela est particulièrement vrai pour Genève, où les prix ont déjà entamé leur revirement à la baisse dans quelques segments, et qui est généralement considérée comme un indicateur de la tendance pour le marché suisse. Or la question est de savoir si cette affirmation demeure valable. Quant à l'agglomération de Zurich et aux autres sites touristiques majeurs, l'évolution des prix a atteint un niveau qui exige une correction. Tant que l'offre totalement excessive ne cessera de trouver des acheteurs, l'on ne pourra s'attendre à aucune correction des prix. Dans certains cas, on pourrait presque parler d'effet de snobisme.

## 4 Les raisons d'un atterrissage en douceur

Tous les éléments évoqués ci-dessus présentent de nombreuses raisons qui expliquent pourquoi le boom de l'accès à la propriété au cours des 20 dernières années a été rationnel et n'est guère préoccupant de ce point de vue. De ce tableau est absent ce qui a provoqué le krach au début des années 90, à savoir l'élément spéculatif associé à la cupidité généralisée des acteurs. Les acheteurs d'aujourd'hui sont des ménages, des familles ou de jeunes couples vivant dans les appartements qu'ils achètent et non pas des investisseurs ou de simples spéculateurs espérant réaliser de rapides profits. Ce chapitre est consacré à notre principal scénario pour l'évolution du marché du logement en propriété au cours des prochains trois à cinq ans, à savoir son atterrissage en douceur.

Ce scénario s'appuie sur trois raisons, bien que les taux d'intérêt extrêmement bas soient encore à même de soutenir le cycle immobilier actuel:

Premièrement, beaucoup de ménages seront susceptibles de ressentir le niveau élevé des prix. Les mesures d'autorégulation des banques entraînent des exigences financières pour l'acquisition d'une propriété du logement trop importantes pour de nombreux ménages, comme l'illustrent, de manière irréfutable, nos calculs sur la capacité financière. En effet, de moins en moins de ménages sont en mesure de remplir les directives en matière de capacité financière des banques, principalement en raison des obligations d'amortissement qui ne cessent de se renforcer. Le règlement obligeant l'acheteur à apporter 10% de capitaux propres durs a également entraîné un durcissement du point de vue du patrimoine.

En conséquence, de moins en moins de ménages sont en mesure soit d'apporter les fonds propres nécessaires, soit de remplir les conditions de la capacité financière.

La deuxième raison est liée à l'évolution démographique, qui affiche une saturation de la demande. La génération des baby-boomers, ayant largement contribué à ces 20 années de boom permanent de la propriété du logement, commence à vieillir. Les nouvelles générations de personnes âgées ainsi que la migration devraient permettre de soutenir la demande, sans que l'on puisse compter, pour autant sur une stimulation de celle-ci. En effet, la demande en maisons individuelles en particulier a atteint son zénith; du côté des PPE, une consolidation se dessine. L'influence socio-démographique perd ainsi de son importance dans son rôle de catalyseur de la demande.

La troisième raison, enfin, concerne l'offre et la demande, qui ne sont pas en déséquilibre total dans le segment de la propriété du logement. Compte tenu d'une demande montrant des signes de faiblesse, on peut observer un déplacement de l'offre du segment des appartements en propriété vers celui des appartements en location. Le nombre de nouveaux logements

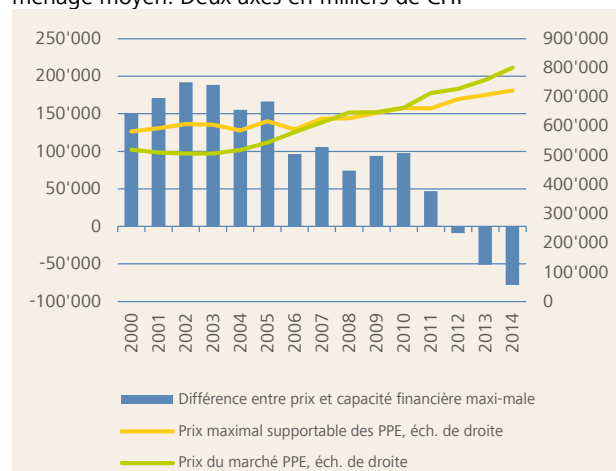
reste toutefois constant au cours des dernières années. Le secteur de la construction n'est pas en mesure d'augmenter la production, pour des raisons de capacité. L'absorption des nouveaux logements ne pose donc aucun problème. Ainsi, nous ne risquons pas non plus de nous retrouver avec des locaux vacants ou avec une suroffre.

### Entre saturation et réglementation

Un simple calcul permet de comprendre le resserrement du potentiel de la demande. En 2002, un ménage moyen pouvait s'offrir davantage qu'un appartement PPE de taille moyenne. En effet il était en mesure d'investir plus de CHF 200'000,00 «en plus» dans un objet plus grand ou plus luxueux sans enfreindre les directives en matière de capacité financière. Ses charges d'intérêts indicatives représentaient 27% de son revenu brut, dans le cas de l'objet moyen susmentionné. Or, les prix en hausse requièrent dorénavant un revenu supérieur. Par ailleurs, de nouvelles exigences minimales en matière de financement des hypothèques pèsent sur le calcul de la capacité financière.

### Graphique 9: Le niveau des prix et la réglementation réduisent le potentiel des propriétaires

Différence entre le prix et la capacité financière maximale pour un appartement en PPE moyen du point de vue d'un ménage moyen. Deux axes en milliers de CHF



Sources: OFS, BNS, SRED, Raiffeisen Research

En effectuant cette combinaison, on peut constater qu'un ménage ne dispose plus, en 2012, d'une capacité financière suffisante pour acquérir un appartement moyen en PPE, le prix étant de CHF 80'000,00 plus élevé en 2014 pour répondre aux directives en matière de capacité financière en vigueur (voir graphique). Les charges atteignant environ 37% du revenu brut, le ménage moyen se voit contraint de se tourner vers un objet moins coûteux. Par conséquent, les anciens propriétaires potentiels restent principalement tournés vers le marché des appartements en location.

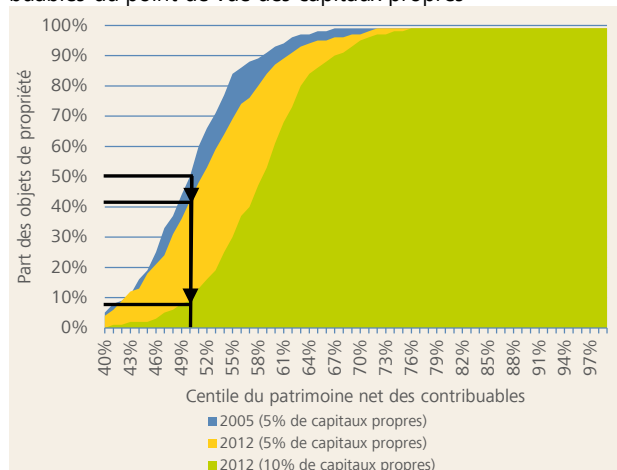
Le fait que de moins en moins de ménages sont en mesure d'apporter les capitaux propres nécessaires à l'acquisition de la propriété du logement freine également la demande. Selon les données patrimoniales du

canton de Lucerne, on obtient ainsi un aperçu sur l'influence majeure de la hausse des prix et des exigences accrues en matière de capitaux propres sur le potentiel des propriétaires. Dans l'hypothèse d'apporter les 10% de capitaux propres nécessaires, la moitié des contribuables (percentile 50%) disposait, en 2005, des capitaux propres suffisants pour pouvoir accéder à 50% des objets en vente. Ce pourcentage est descendu à 42% en 2012. Cette diminution s'explique par le seul fait de l'augmentation du niveau des prix (voir graphique 10).

Dans le cadre des mesures d'autorégulation des banques depuis mi-2012, les acheteurs doivent désormais apporter au minimum 10% de la valeur de nantissement sous forme de capitaux propres durs. Depuis 2014, le deuxième revenu ne peut être pris en compte dans le calcul de la capacité financière que si les deux preneurs d'hypothèques sont unis par une responsabilité solidaire. La pratique en cours, et utilisée de manière courante, permettait jusqu'à présent de recourir aux capitaux de prévoyance pour couvrir la totalité des besoins en capitaux propres de 20% du prix d'achat. En raison d'un renforcement des prescriptions en matière de fonds propres à 10% désormais, la part des objets en vente accessibles diminue dans notre exemple pour atteindre 9% (voir graphique 10). Autrement dit: 91% des objets ne sont pas (plus) finançables pour la moitié des contribuables.

### Graphique 10: Le niveau des prix et les exigences en matière de capitaux propres réduisent le potentiel des propriétaires

Part des objets en vente qui sont accessibles aux contribuables du point de vue des capitaux propres



Sources: SRED, statistiques du canton de Lucerne, Raiffeisen Research

Un tout autre principe s'inscrit également dans le cadre de l'autorégulation des banques depuis septembre 2014, à savoir celui de la valeur minimale. En conséquence, la valeur de nantissement est désormais estimée à partir de la valeur la plus basse du prix du bien immobilier estimé par la banque, et du prix d'achat effectivement payé. Une différence éventuelle entre ces deux valeurs doit être comblée par les capitaux propres. Les immeubles qui affichent un prix ex-

cessif, ou les objectifs immobiliers spéculatifs, perdent ainsi de leur attrait, cette mesure permettant ainsi de lutter contre des hausses de prix irrationnelles.

En 2013, on a activé le volant anticyclique de fonds propres à 1%. Les banques doivent mettre de côté 1% des positions à risques pondérées sous forme de fonds propres. Concrètement, les postes du bilan des banques sont multipliés par une pondération du risque, qui s'élève en règle générale à 35% pour les hypothèques. Si une banque accorde une hypothèque pour un montant supérieur à 1 million de francs, elle doit en contrepartie mettre de côté sous forme de fonds propres supplémentaires 1% de 35%, soit CHF 3'500,00. Les hypothèques avec un taux de nantissement de plus de 80% sont multipliées par une pondération du risque de 100%. Dans ce cas, la banque doit donc tripler ses fonds propres, soit mettre de côté CHF 10'500,00.

En 2014, une augmentation à 2% est entrée en vigueur. Pour les exemples susmentionnés, les banques devront désormais verser CHF 7'000,00 ou CHF 21'000,00 de fonds propres supplémentaires. L'octroi de crédits coûte globalement plus cher aux banques. Compte tenu du nouvel effondrement général des taux d'intérêt, ces coûts pouvaient être en grande partie répercutés sur les clients

### Tableau 6: Réglementations sur le marché immobilier, 2012-2014

Introduction	Mesure	Evaluation
Juillet 2012	<b>Nouvelles exigences minimales en matière de financement des hypothèques:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>obligation d'amortissement à hauteur des 2/3 de la valeur de nantissement sur une durée de 20 ans</li> <li>introduction des CP durs de 10%</li> </ul>	++ +++
Septembre 2013	<b>Activation du volant anticyclique de fonds propres à 1%</b>	+
Juin 2014	<b>Augmentation du volant anticyclique de fonds propres à 2%</b>	+
Septembre 2014	<b>Renforcement des exigences minimales en matière de financement des hypothèques:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>obligation d'amortissement à hauteur des 2/3 de la valeur de nantissement sur une durée linéaire de 15 ans</li> <li>introduction du principe de la valeur minimale</li> <li>possibilité de prendre en compte le revenu du conjoint uniquement en cas d'union avec une responsabilité solidaire</li> </ul>	+++ + +
+ impact minime ++ impact moyen +++ impact important		

Sources: Raiffeisen Research

### Les évolutions démographiques renforcent la saturation de la demande

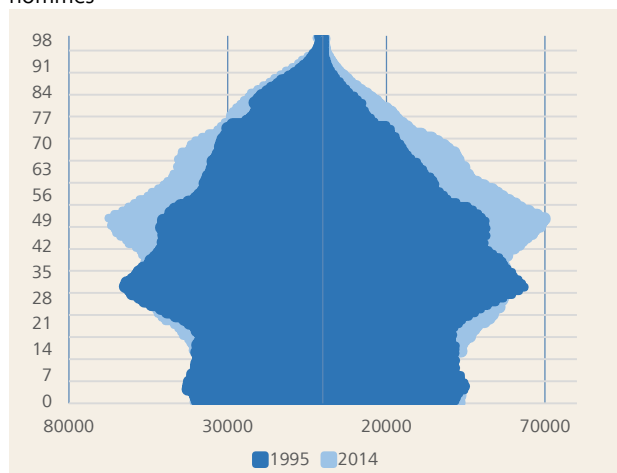
Alors que les mesures réglementaires ont un effet immédiat, les évolutions démographiques participent à long terme, à une saturation de la demande.

La génération des baby-boomers étaient en âge d'accéder à la propriété, au tout début du boom de la propriété du logement, au milieu des années 1990, à l'époque où le potentiel de demande était immense. Or ce dernier commence à s'épuiser. Au cours des prochaines années, la mégatendance du vieillissement démographique aura davantage de répercussions dans tous les secteurs économiques, et ne sera pas sans incidence sur le marché de l'immobilier également.

Ce tournant s'explique clairement par la pyramide des âges, qui ressemble davantage à un champignon depuis longtemps. Le nombre de personnes d'un âge avancé augmente de manière disproportionnée. Le groupe des plus de 55 ans représentera, en 2024, le groupe d'âge le plus important. Or, ce n'est pas celui-ci qui déclenchera une dynamique sur le marché de la propriété du logement, bien au contraire (voir graphiques 11 et 12).

### Graphique 11: Pyramide des âges en Suisse

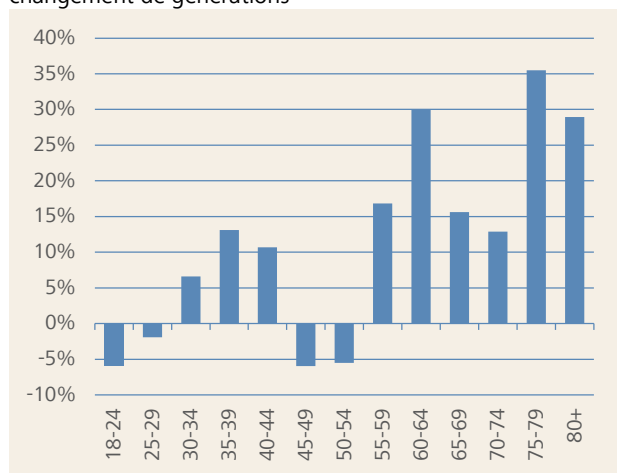
Age en années (axe des ordonnées); nombre de personnes (axe des abscisses) à gauche les femmes, à droite les hommes



Sources: OFS, Raiffeisen Research

### Graphique 12: Tendances de l'évolution de la population, 2015-2024

changement de générations



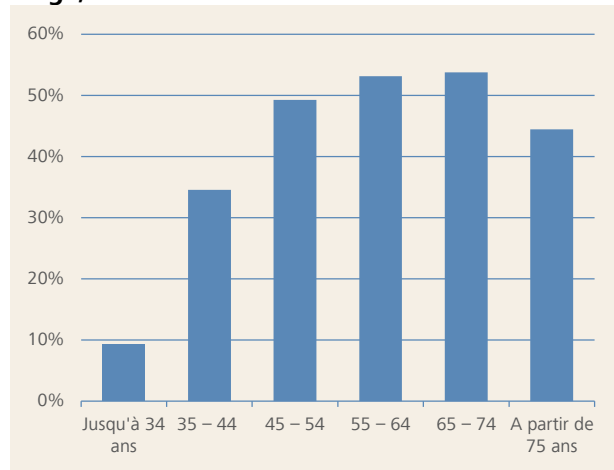
Sources: OFS, Raiffeisen Research

L'acquisition de la propriété du logement, intervenant généralement entre 35 et 55 ans, est étroitement liée à deux données qui varient beaucoup au fil d'une vie, à savoir les besoins en matière de logement qui évoluent selon la période de la vie, et la situation en matière de revenus et de patrimoine. La part des propriétaires pour les plus de 55 ans est en augmentation minime, cette hausse résultant principalement de l'acquisition de PPE. En revanche, la part des propriétaires

pour les plus de 75 ans diminue progressivement (voir graphique 13).

Dans ce contexte, la demande en maisons individuelles a atteint son zénith. La tendance à la «réurbanisation» toujours en cours influe également sur les jeunes qui, lorsqu'ils envisagent de fonder une famille, préfèrent davantage les appartements en location ou les appartements en PPE à la maison individuelle. Jusqu'en 2024, en raison de mouvements au niveau de la structure des âges, la baisse de demande se voit confrontée, selon les estimations, à près de 80'000 maisons individuelles, souvent de construction ancienne et désuète, et à une situation sans aucun attrait. Du fait de la densification des constructions mais aussi de l'évolution démographique, la balance penche en faveur des PPE. Mais là aussi, la consolidation démographique fait défaut.

### Graphique 13: Part des propriétaires par classe d'âge, 2009-2011



Sources: OFS, Raiffeisen Research

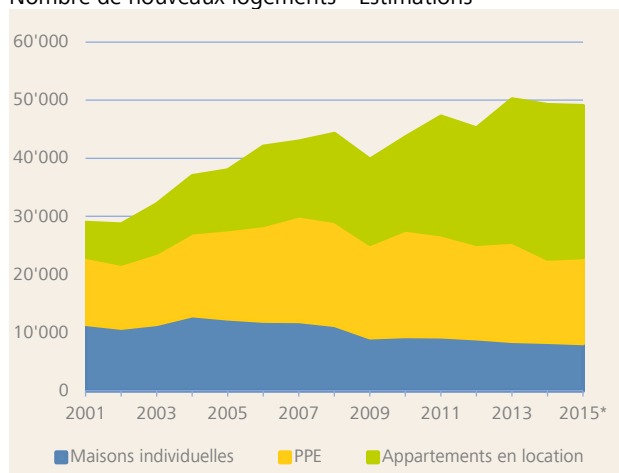
### La flexibilité du marché a un effet stabilisateur

Par ailleurs, le marché montre sa capacité à s'adapter à l'évolution de la demande. Il s'agit d'un aspect décisif sans lequel les évolutions du comportement de la demande entraîneraient des mouvements importants au niveau des prix de l'immobilier. Suivant la diminution de l'excédent de la demande, l'on a pu observer, depuis quelques années, un mouvement du segment des appartements en propriété vers celui des appartements en location. En effet, le nombre annuel de nouvelles constructions de maisons individuelles est en baisse constante depuis 2004, tout comme celui des PPE, avec une légère hausse importante en 2012, suite à l'acceptation de l'initiative sur les résidences secondaires. Pour l'année en cours, nous tablons sur la construction d'environ 14'000 appartements en PPE et d'environ 7'500 maisons individuelles, soit le niveau le plus bas depuis le passage au nouveau millénaire pour le segment de la propriété du logement. Entre 2001 et 2013, nous sommes passés d'environ 23% d'appartements en location parmi les nouveaux logements à environ 54% (voir graphique 14). Cette évolution devrait se poursuivre, d'après les données concernant les

demandes de permis et les autorisations de construire, et contribue à un alignement croissant de l'offre et de la demande dans le segment de la propriété du logement. Dès lors, on ne saurait parler de risque de suroffre, d'autant plus que la population est en forte croissance continue.

#### Graphique 14: Mouvement de la production dans le segment des appartements en location

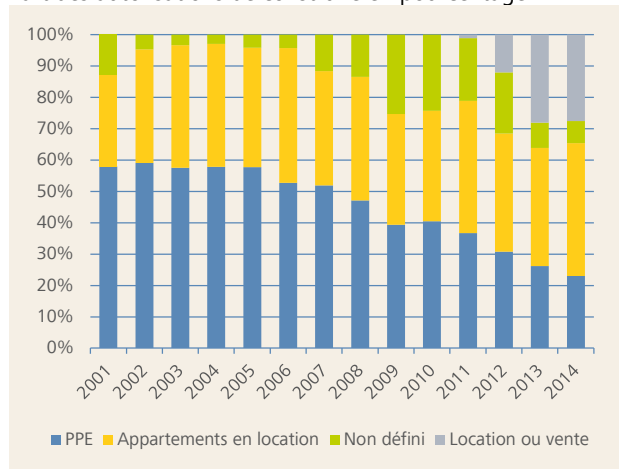
Nombre de nouveaux logements \* Estimations



Grâce à la saturation du marché dans la propriété, les investisseurs immobiliers font preuve d'une flexibilité accrue, réussissant à appréhender le risque de difficulté de vente des projets en PPE par le biais d'une stratégie de diversification. Ce n'est qu'ensuite qu'ils décident s'ils souhaitent faire construire de nouveaux objets en location et en PPE, ainsi que leur nombre.

#### Graphique 15: Flexibilité accrue des investisseurs dans les projets d'immeubles locatifs

Part des autorisations de construire en pourcentage

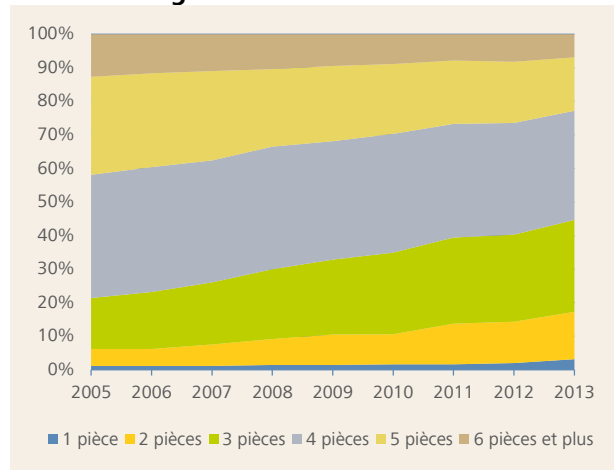


Ainsi, la part des appartements prévus pour les projets d'immeubles locatifs à usage inconnu s'élevait à 34% en 2014 et a progressivement augmenté au fil des années (voir graphique 15). En cas de difficulté de

vente, il reste toujours la possibilité de proposer les appartements en PPE à la location, permettant ainsi de réduire le risque d'augmentation du nombre de locaux vacants dans le segment de la propriété du logement.

Par ailleurs, on peut également observer une évolution progressive de la demande dans le segment des appartements en location. Tant la pluralisation – plus uniquement propre à la Suisse – que l'individualisation des styles de vie, associées au vieillissement démographique, entraînent une demande accrue en appartements de petite taille. De ce point de vue, les appartements de 2 ou 3 pièces sont particulièrement convoités. Entre 2005 et 2013, on est passé d'environ 21% d'appartements d'1 à 3 pièce(s) sur l'ensemble des constructions, à pratiquement 45%, part augmentant principalement au détriment des appartements de 5 à 6 pièces (voir graphique 17).

#### Graphique 16: Adaptation de la construction aux besoins de logements

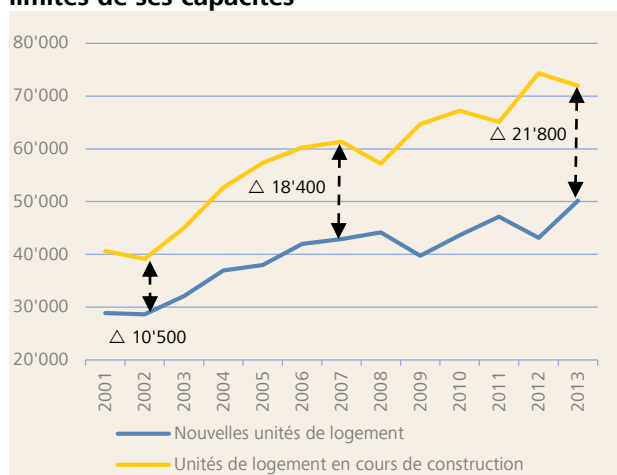


Tant l'évolution, que l'élargissement de l'offre, soutiennent par ailleurs notre scénario d'un atterrissage en douceur. Bien qu'il soit souvent question d'un véritable boom dans la construction, l'activité de constructions nouvelles est actuellement à un niveau modéré au vu de la forte croissance de la population et du faible nombre de locaux vacants. Le nombre de nouveaux logements depuis 2006 oscille entre 40'000 et 47'000. Une augmentation importante n'est pas possible, le secteur de la construction produisant aux limites de ses capacités depuis de nombreuses années. Malgré des carnets de commandes pleins, le secteur n'est pas en mesure, ou n'a pas la volonté, de fortement augmenter la production. On le constate à la différence sans cesse croissante depuis plusieurs années entre les nouveaux logements, d'une part, et ceux en construction, d'autre part (graphique 17).

Cet engorgement permet à la construction de logements de rester à un niveau élevé jusqu'en 2016. Pour l'année 2015, nous tablons sur une construction globale de 49'000 nouveaux logements (voir graphiques 14 et 17). En raison des taux d'intérêt négatifs qui

entraînent une pression élevée sur les placements, les appartements en location sont notamment une classe d'actifs particulièrement en forte demande. Des projets supplémentaires pourraient donc voir le jour. Les limites en matière de capacités ne permettent pas de s'attendre à une augmentation majeure du nombre de logements arrivant sur le marché chaque année, à l'avenir.

**Graphique 17: Secteur de la construction aux limites de ses capacités**



Sources: OFS, Raiffeisen Research

Un élargissement annuel de l'offre de cet ordre de grandeur peut être absorbé par le marché en plusieurs années. Sur la base des perspectives en matière de croissance absolue de la population, associées à la diminution de la taille moyenne des ménages, entre 43'000 et 48'000 logements disposeraient de la capacité annuelle d'absorption. Preuve qu'en termes de chiffres absolus, il ne peut être question d'un décalage important entre l'offre et la demande.

Au niveau de la Suisse toute entière, la situation actuelle et les perspectives en matière de constructions nouvelles n'entraîneront aucune suroffre, ce qui soutient encore davantage notre scénario d'un atterrissage en douceur. Or, on ne saurait exclure des déséquilibres locaux du marché à moyen terme. A l'heure actuelle, l'activité de construction est parfois intense dans des régions se caractérisant par un potentiel de demande limité, et pour lesquels il faut s'attendre à des difficultés d'absorption croissantes, susceptibles d'entraîner de petites corrections de prix au niveau local. Compte tenu de l'ampleur limitée de ces corrections et du poids restreint de ces régions, ces évolutions locales ne devraient pas faire vaciller le marché suisse de l'immobilier.

## 5 Conclusion

*Il est indéniable que la propriété du logement a été marquée par un boom d'une dimension historique, qui explique beaucoup de choses. La convergence globale des taux d'intérêt, le grand programme suisse d'encouragement à la construction de logements, la crise financière et les taux d'intérêt encore plus bas qui en ont découlé lui ont ouvert la voie. Or, des signes de saturation se font ressentir – certes, sur un plan sociodémographique, uniquement – et les nouvelles réglementations adoptées mettront un frein supplémentaire au marché. Cette situation ne sera perceptible qu'au fil du temps. Les taux d'intérêt restent l'appât numéro un sur le marché. En l'absence d'un consensus général sur le refroidissement du marché, les prédicateurs du krach continueront de faire la Une.*

Nous souhaitons ici à nouveau rappeler quelques éléments essentiels. Dans cette étude, nous parlons exclusivement du marché de la propriété du logement à usage propre, à savoir des maisons individuelles et des appartements en propriété habités par les débiteurs hypothécaires eux-mêmes et non du marché des immeubles de rendement, en pleine ébullition. Si l'on part d'une estimation prudente, au sens large, selon laquelle la capacité financière des ménages suisses jusqu'à un niveau de 4% ne représenterait aucun problème, les inquiétudes par rapport à un krach sont susceptibles de disparaître. Ceux évoquant un krach ne peuvent par conséquent lui trouver que deux causes possibles. Premièrement, une hausse excessive et extrêmement rapide des taux d'intérêt de trois ou quatre points, ou, deuxièmement, des propriétaires qui vivent au-dessus de leurs moyens et disposent éventuellement de financements externes en proportion excessive.

### Fable du choc des taux isolé

Ceux qui crient au loup ne cessent d'avancer que l'évolution des prix ou un possible choc des taux est susceptible d'entraîner un krach. Nous nous sommes exprimés en détail sur les lacunes d'une prise en compte isolée des prix. Une hausse significative des taux d'intérêt fait toujours craindre une correction des prix, et le risque d'un nombre important de défaillances de crédit se voit estimé à un niveau dangereusement élevé. En y regardant de plus près, un tel point de vue est difficile à comprendre. Pour qu'un krach immobilier se produise, il faudrait que les taux d'intérêt augmentent considérablement sur une période très courte, ce qui est impossible, compte tenu des nombreux problèmes, structurels et conjoncturels, toujours irrésolus à l'échelle mondiale. Le monde entier – puisqu'il ne s'agit pas uniquement de la Suisse, car elle ne peut pas, à elle seule, ajuster ses taux d'intérêt sans tenir compte de l'environnement mondial – ne saurait jamais plus supporter un tel choc des taux. Avant que la Suisse n'entame des procédures d'exécution forcée de grande ampleur, sur les propriétés à usage propre, il faudrait probablement commencer par consolider l'un ou l'autre des budgets publics. Dans ce contexte,

le seuil de capacité financière, fixé à 5%, est une excellente garantie offrant une marge très élevée.

Si dans un avenir proche, les taux d'intérêt en Suisse devaient atteindre à nouveau les quatre ou cinq pour cent, ce ne serait nullement un phénomène propre à la Suisse. A ce moment-là, il faudrait que la conjoncture soit à nouveau favorable, que le marché du travail ait retrouvé le plein-emploi, et que l'inflation ne soit plus sous contrôle. Un scénario aussi impensable que le choc des taux.

### Méfiance

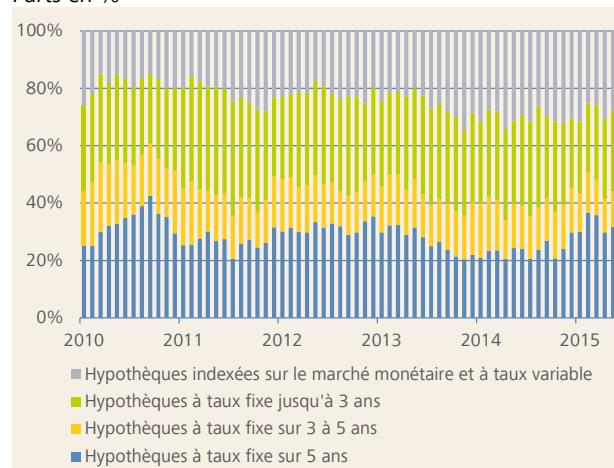
La BNS et l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) ne cessent de nous mettre en garde sur les risques du marché hypothécaire suisse en permanence. Il en découle indirectement une certaine méfiance vis-à-vis des acteurs qui y participent – à savoir les banques et les preneurs de crédit – ou vis-à-vis du marché en général.

Une méfiance dirigée vers les banques laisserait penser que les analyses de crédit ne sont pas effectuées avec le soin nécessaire, que les limites de nantissement maximales ne sont pas respectées et que les évaluations faites lors du nantissement des objets sont trop élevées – et ce, à grande échelle et de façon systématique. Or, il n'est pas question qu'une analyse de crédit soit défailante. C'est en particulier la part des nouvelles hypothèques octroyées, dont le taux nantissement est supérieur à 80%, qui est en constante baisse.

Une méfiance dirigée contre les preneurs de crédit leur enlève toute action responsable et l'évaluation réaliste de leurs propres moyens financiers ou les accuse de motivations spéculatives. Pourtant, chaque ménage sait que la capacité financière est calculée à partir du taux d'intérêt indicatif de 5%. Et tant que l'hypothèque peut être accordée – éventuellement sous réserve d'un engagement plus important – les pertes de valeur du bien immobilier n'ont aucun rôle décisif pour le propriétaire.

### Graphique 18: Nouvelles conclusions selon le type d'hypothèque et la durée

Parts en %



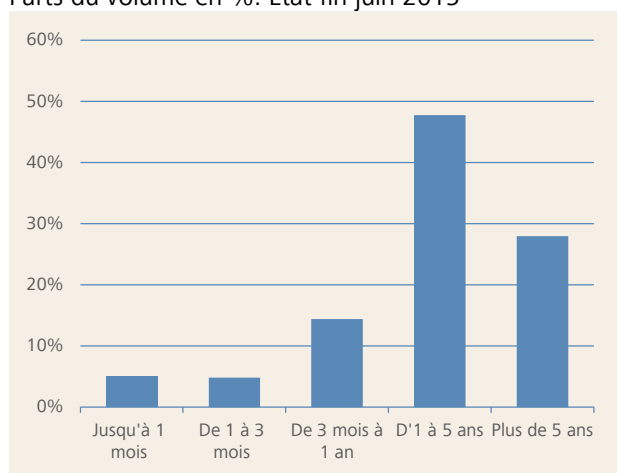
Sources: BNS, Raiffeisen Research

### Scepticisme injustifié

Les taux plus élevés n'auront jamais d'impact général et immédiat sur les budgets de tous les débiteurs, beaucoup étant refinancés à l'aide d'hypothèques à taux fixe. La répartition des nouvelles conclusions selon le type d'hypothèque en est un indicateur clair. En dépit d'une légère hausse des hypothèques indexées sur le marché monétaire au cours des dernières années, les hypothèques à taux fixe continuent de dominer le mix hypothécaire. La part des hypothèques à taux fixe, d'une durée de plus de 5 ans au moment de la conclusion, se situe à un niveau moyen d'environ 30% depuis 2010 (voir graphique 18). Et plus important encore: plus de 70% des nouvelles hypothèques sont conclues sur une durée fixe.

### Graphique 19: Durées résiduelles de créances hypothécaires à recouvrer

Parts du volume en %. Etat fin juin 2015



Sources: BNS, Raiffeisen Research

En raison des durées résiduelles différentes des créances hypothécaires à recouvrer, dans le portefeuille hypothécaire, les conséquences négatives de taux plus élevés sont réparties sur différents horizons dans le cadre du refinancement. Ainsi, environ 14% du volume hypothécaire (état fin juin 2015) doivent être refinancés, au cours des 3 à 12 prochains mois. Ce refinancement n'intervient que dans 1 à 5 an(s) dans environ 47% des cas (voir graphique 19). Cette diversification du portefeuille hypothécaire sur diverses durées représente sans doute une marge de sécurité – non seulement pour contrer un choc des taux, mais davantage pour faire face à un rythme «normal» d'une hausse des taux d'intérêt dans un environnement économique global prospère, dans lequel, notons-le bien, les revenus privés augmentent.

**EDITEUR**

Raiffeisen Suisse, Economic Research  
Chef économiste Martin Neff  
Brandschenkestrasse 110d, CH-8002 Zürich  
Tél.: 044 226 74 58  
E-Mail: [economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)

**TEAM**

Michael Kunz  
Économiste  
Tél.: 044 226 74 15  
E-Mail: [michael.kunz@raiffeisen.ch](mailto:michael.kunz@raiffeisen.ch)

Christoph Vonwiller  
Économiste  
Tél.: 044 226 74 17  
E-Mail: [christoph.vonwiller@raiffeisen.ch](mailto:christoph.vonwiller@raiffeisen.ch)

Dr. Lukas Seger  
Économiste  
Tél.: 044 226 74 16  
E-Mail: [lukas.seger@raiffeisen.ch](mailto:lukas.seger@raiffeisen.ch)

**Mentions légales importantes****Pas d'offre**

Les contenus publiés dans le présent document sont mis à disposition uniquement à titre d'information. Par conséquent, ils ne constituent ni une offre au sens juridique du terme, ni une incitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'instruments de placement. La présente publication ne constitue ni une annonce de cotation ni un prospectus d'émission au sens des articles 652a et 1156 CO. 516961. Seul le prospectus de cotation présente les conditions intégrales déterminantes et le détail des risques inhérents à ces produits. En raison de restrictions légales en vigueur dans certains Etats, les présentes informations ne sont pas destinées aux ressortissants ou aux résidents d'un Etat dans lequel la distribution des produits décrits dans la présente publication est limitée.

Cette publication n'est pas destinée à fournir au lecteur un conseil en placement ni à l'aider à prendre ses décisions de placement. Des investissements dans les placements décrits ici ne devraient avoir lieu que suite à un conseil approprié à la clientèle et/ou à l'examen minutieux des prospectus de vente contraignants. Toute décision prise sur la base de la présente publication l'est au seul risque de l'investisseur.

**Exclusion de responsabilité**

Raiffeisen Suisse société coopérative fait tout ce qui est en son pouvoir pour garantir la fiabilité des données présentées. Cependant, Raiffeisen Suisse société coopérative ne garantit pas l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations divulguées dans la présente publication.

Raiffeisen Suisse société coopérative décline toute responsabilité pour les pertes ou dommages éventuels (directs, indirects et consécutifs) qui seraient causés par la diffusion de cette publication ou de son contenu, ou liés à cette diffusion. Elle ne peut notamment être tenue pour responsable des pertes résultant des risques inhérents aux marchés financiers.

**Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière**

Cette publication n'est pas le résultat d'une analyse financière. Par conséquent, les «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB) ne s'appliquent pas à cette publication