

Swiss Finance Institute Roundups

Perspectives actuelles sur le marché de l'immobilier avec un regard sur la Suisse

Éditorial



L'immobilier est touché par plusieurs grands changements importants: hausse de l'inflation et des taux d'intérêt, croissance des risques ESG. Dans le présent SFI Roundup, des experts du monde universitaire, du secteur immobilier et des autorités de régulation discutent des nouveaux et complexes arbitrages auxquels font désormais face les investisseurs et les ménages suisses. Les incertitudes macroéconomiques auront-elles un impact sur les prix de l'immobilier et sur le secteur financier? Quelle devrait être la part des actifs immobiliers dans le portefeuille d'un investisseur? Les propriétaires de logements doivent-ils repenser leurs solutions de financement? Et le resserrement des normes énergétiques se répercutera-t-il sur le marché?

Nous vous souhaitons une bonne lecture.



Prof. François Degeorge
Managing Director

Biographies

**Christoph Basten**

Christoph Basten est professeur assistant de banque à l'Université de Zurich. Il a auparavant travaillé en tant que gestionnaire de risques pour l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), en se spécialisant sur le marché hypothécaire suisse. Il est titulaire d'un doctorat en économie appliquée de l'European University Institute (EUI).

**Lorenz Küng**

Lorenz Küng est professeur associé d'économie à l'Università della Svizzera italiana. Auparavant, il a travaillé à la Northwestern University et a été économiste-chercheur à la Federal Reserve Bank de Chicago. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université de Californie, Berkeley.

**Roland Füss**

Roland Füss est professeur de finance de l'immobilier et membre du conseil du Swiss Institute of Banking and Finance et de la School of Finance de l'Université de Saint-Gall. Auparavant, il était membre du corps professoral de l'EBS Business School. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université de Fribourg en Brisgau.

**Daniel Salzmann**

Daniel Salzmann est directeur général de la Banque cantonale de Lucerne (LUKB) et membre des conseils d'administration de l'Union des Banques Cantonales Suisses (UBCS) et de l'Association suisse des banquiers (ASB). Avant de rejoindre la LUKB, il a travaillé chez UBS, Credit Suisse et à la Banque Coop. Il est titulaire d'un Executive MBA de la Haute Ecole de Lucerne.

**Petra S. Häfliger**

Petra S. Häfliger est responsable du centre de compétences sur le marché hypothécaire suisse au sein de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), où elle surveille le marché immobilier et analyse divers aspects du marché hypothécaire. Avant de rejoindre la FINMA, elle a travaillé à la Banque cantonale de Zurich en tant que Senior Quant Structurer. Elle est titulaire d'un doctorat en physique de l'ETH Zurich.

**Jörg Schläpfer**

Jörg Schläpfer est responsable macroéconomie chez Wüest Partner, où il analyse depuis 2015 l'environnement économique et réglementaire du marché immobilier. Il organise la Wüest Academy, un programme de formation continue sur les connaissances en matière d'immobilier et est conférencier invité dans diverses universités. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'ETH Zurich.

Quelques faits sur le marché de l'immobilier

Lorsque l'on compare l'immobilier à d'autres types d'actifs comme les actions ou les obligations, quelles sont les similitudes et les différences les plus frappantes ?

► **L. Küng:** À bien des égards, en tant que classe d'actifs, l'immobilier est diamétralement opposé aux actions de premier ordre. Il se caractérise en effet par une faible liquidité, des coûts de transaction élevés et une possibilité quasi nulle de vendre à découvert. En outre, dans le cas des logements en propriété, les ménages propriétaires sont à la fois des investisseurs et des consommateurs. En effet, la valeur de leur bien évolue dans le temps et c'est également un bien dont ils jouissent au quotidien. L'accession à la propriété augmente l'exposition globale au risque des ménages propriétaires, en les exposant à la fois aux cycles du marché du travail et à ceux du marché immobilier, qui sont d'ailleurs fortement corrélés.

► **D. Salzmann:** Pour un investisseur, un investissement direct dans l'immobilier, c'est-à-dire le fait d'acheter un bien spécifique, s'apparente à l'acquisition d'une petite ou moyenne entreprise (PME). Cet acte implique en effet une gestion active au quotidien, qui peut être confiée à un gestionnaire immobilier. Un investissement indirect, c'est-à-dire l'acquisition d'actions d'une société détenant des biens immobiliers, vous expose aux règles du jeu du marché financier. Cet acte nécessite que vous fassiez confiance à votre gestionnaire de fonds pour qu'il ou elle prenne les bonnes décisions.

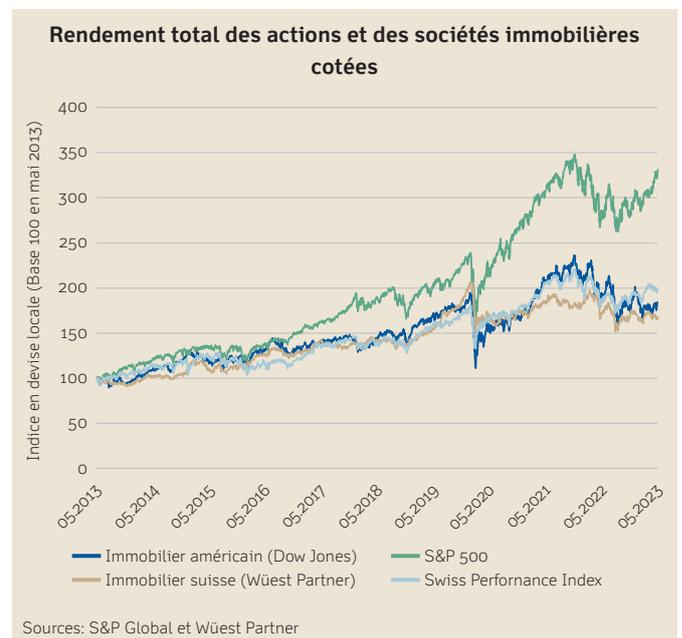
► **R. Füss:** L'horizon d'investissement joue également un rôle important. Les investissements directs suivent en général une approche sur le long terme, en raison de l'importante illiquidité et des coûts de transaction élevés qu'ils impliquent. Les investissements indirects présentent sur le court terme de nombreuses similitudes avec les actions et les obligations, avec des coûts de transaction moins élevés et un grand nombre de locataires potentiels. Sur le long terme, les investissements indirects permettent également de se protéger contre l'inflation et il est prouvé qu'ils sont faiblement corrélés aux actions et aux obligations ou à d'autres solutions d'investissement plus liquides.

► **J. Schläpfer:** Les investissements indirects, tels que les fonds de placement immobilier (*Real Estate Investment Trusts*; REITS), constituent en effet un moyen efficace de s'exposer au marché de l'immobilier et de diversifier davantage un portefeuille financier. Mais les investisseurs doivent cependant être conscients qu'un fond donné se concentre généralement sur un certain type de bien immobilier, comme des bâtiments industriels ou des centres de données, au sein d'une certaine zone géographique et n'est donc pas représentatif de l'ensemble du marché immobilier.

Quelles sont les méthodes d'évaluation habituelles pour estimer le prix des biens immobiliers ?

► **P. S. Häfliger:** Le choix de la méthode dépend du type de bien que l'on cherche à estimer. Dans le cas des biens occupés par leur propriétaire, la méthode hédoniste constitue l'approche standard. Elle prend en compte les différentes caractéristiques d'un logement, y compris son emplacement, et s'appuie sur les prix de transactions récentes pour des biens comparables. Dans le cas des biens de rendement, c'est la méthode des flux de trésorerie actualisés qui est la plus pertinente. Dans ce cas, les flux dépendent des revenus locatifs et des frais d'entretien et d'investissement. Il convient de noter que le taux d'actualisation comprend une prime de risque basée sur l'état du bien et sur son emplacement, et que les biens commerciaux tendent à comporter une prime de risque plus importante que les biens résidentiels.

► **C. Basten:** Le modèle hédoniste fonctionne bien pour les propriétés résidentielles "classiques", sur lesquelles nous disposons d'un nombre suffisant d'observations de transactions antérieures portant sur des propriétés similaires. En revanche, lorsqu'il s'agit de fixer le prix de résidences plus "exotiques", une approche basée sur les coûts, qui inclut la valeur du terrain et les coûts de construction, et soustrait l'amortissement, est souvent plus appropriée.



Quelles sont les différentes méthodes permettant de financer des investissements immobiliers ?

► **R. Füss:** Les particuliers n'ont généralement pas d'autre choix que de s'endetter en ayant recours à un prêt hypothécaire. A l'inverse, les investisseurs institutionnels, qui sont soumis à davantage de contraintes réglementaires, ont tendance à acheter des biens immobiliers en ayant relativement peu recours à une aide financière externe. Au cours des quinze dernières années, une période de liquidités abondantes, les investisseurs institutionnels ont progressivement évincé les ménages propriétaires du marché de l'immobilier résidentiel, à cause des exigences de diversification et des possibilités d'investissement limitées sur les marchés des actions et des obligations. Un autre effet secondaire de l'excès de liquidités a été le rôle croissant des acteurs financiers, en particulier aux États-Unis, qui achètent un large éventail de maisons individuelles et les regroupent dans un portefeuille sur mesure, à destination soit du marché boursier, soit d'un investisseur institutionnel.

► **D. Salzmann:** Si un financement bancaire s'avère nécessaire, il n'y a pas de différence majeure entre un achat par un particulier ou par un investisseur. L'instrument sous-jacent reste dans les deux cas une hypothèque. Mais des nuances existent concernant les différentes exigences relatives aux ratios d'endettement, ainsi que dans les méthodes d'évaluation utilisées. Dans le cas d'investisseurs avertis, nous pouvons envisager une facilité de financement comprenant une base d'emprunt assortie de lignes de crédit.

Quelles sont les principales limites concernant les données sur les investissements immobiliers ?

► **L. Küng:** Le faible nombre de transactions est clairement le principal motif de préoccupation. Ajoutez à cela le fait que ces données ne sont généralement compilées que quelques fois par an, que quasiment tous les biens immobiliers sont différents, que leurs caractéristiques évoluent avec le temps (en raison de rénovations ou à contrario d'un manque d'entretien) et que le régime fiscal peut varier considérablement d'un endroit à l'autre : au final, on obtient une image très floue du marché. La collecte de données s'est améliorée dans de nombreux pays, dont la Suisse, mais il faudra encore de nombreuses années avant que nous puissions accéder aux données d'une manière comparable à ce qui se fait actuellement aux États-Unis.

► **J. Schläpfer:** Il ne fait aucun doute que les États-Unis disposent d'un avantage en matière de données. La Suisse étant un petit pays, le nombre absolu de transactions est remarquablement faible.

Seules quelques centaines de transactions sous la forme d'un investissement direct pour des biens de rendement ont lieu chaque année, ce qui fait de la création d'un indice des prix une tâche ardue, quoique fascinante. Une autre limite à laquelle nous sommes confrontés est que, bien que la collecte de données se soit considérablement améliorée au cours des vingt dernières années, le marché immobilier en Suisse a connu sur la même période une tendance à la hausse. Savoir comment calibrer un modèle pour un marché à la baisse et être capable d'isoler les valeurs insolites constitue un vrai défi. Il est intéressant de noter que les données alternatives, telles que les annonces en ligne, deviennent de plus en plus précieuses.

En quoi le marché immobilier suisse diffère-t-il de celui d'autres pays ?

► **L. Küng:** Le taux d'accession à la propriété est clairement l'indicateur qui distingue le plus la Suisse des autres marchés immobiliers, car il doit être l'un des plus bas parmi les pays de l'OCDE. Parmi les nombreux facteurs qui peuvent expliquer cette proportion, je pense que la forte protection des droits des locataires et une certaine liquidité sur le marché locatif, ainsi que l'imposition de la valeur locative pour les ménages propriétaires, jouent un rôle important. De surcroît, les réglementations suisses en matière de financement sont très strictes, ce qui peut expliquer pourquoi les changements de prix au cours des vingt dernières années ont été plus modérés que dans d'autres pays.

► **C. Basten:** En raison des incitations fiscales, le ratio de l'endettement des ménages par rapport au revenu disponible en Suisse est proche de 230 % – c'est l'un des plus élevés dans l'OCDE. Certes, ce chiffre reflète la dette brute et non la dette nette, et la dette des ménages peut inclure d'autres types de dettes que les hypothèques, mais ce chiffre serait considérablement plus élevé si le taux d'accession à la propriété n'était pas d'environ 40 %, comme c'est le cas actuellement en Suisse, mais plus proche de la moyenne de l'UE, qui est de 70 %. Du fait de la disponibilité limitée des données, nous ne savons pas comment les dettes et les actifs sont répartis. Nous n'avons donc qu'une connaissance limitée de la rapidité avec laquelle les actifs seraient disponibles en cas de besoin, par exemple pour assurer le service ou le remboursement d'une dette hypothécaire après une augmentation des taux hypothécaires.

► **R. Füss:** Le marché locatif suisse est très réglementé, ce qui se traduit non seulement par de faibles taux d'accession à la propriété, mais aussi par une énorme hétérogénéité des prix de

location. Il n'est pas rare de voir de grands appartements, loués à la même famille depuis des décennies, être proposés à des prix nettement inférieurs à ceux d'appartements plus petits dont le taux de rotation des locataires est plus élevé. Il est intéressant de noter que les choses sont également différentes sur le terrain de la fiscalité. En Suisse, un logement occupé par son propriétaire est considéré comme un investissement dont les frais d'entretien sont déductibles de l'impôt, mais pour lequel les propriétaires supportent la valeur locative, qui vient se rajouter à leur revenu fiscal. En revanche, en Allemagne, c'est l'inverse qui se produit : les frais d'entretien ne sont pas déductibles et le concept de valeur locative n'existe pas. Au fil des années, ces différences ont créé des marchés très différents.

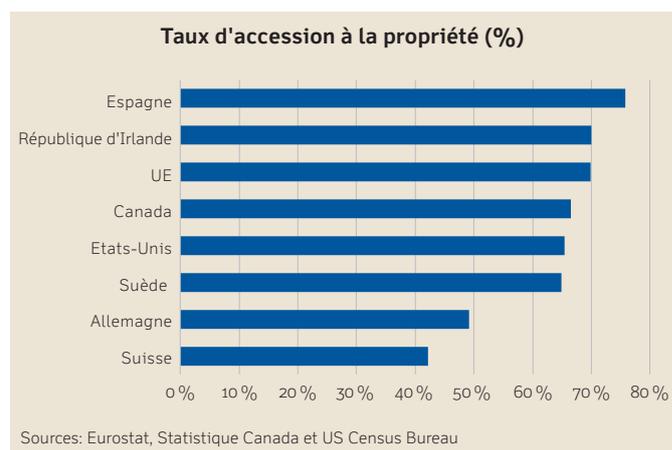
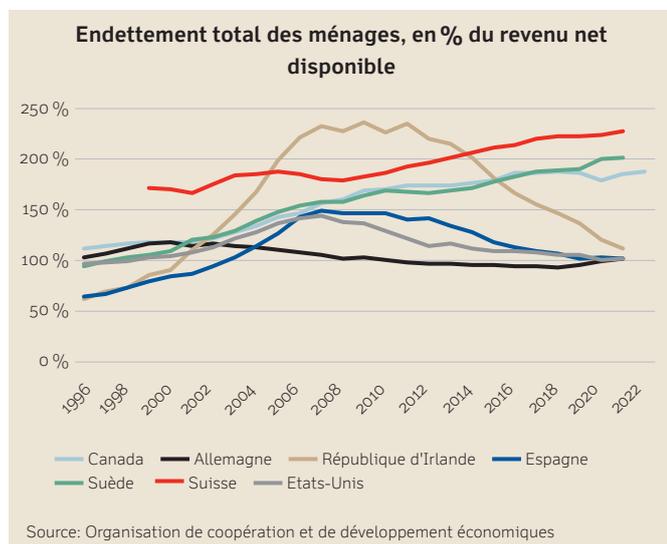
D'un point de vue macroéconomique, l'immobilier est-il le principal moteur de l'activité économique ?

► **J. Schlöpfer:** Mon modèle économique préféré montre que la demande de construction immobilière résulte d'une augmentation du prix des biens immobiliers existants, cette augmentation résultant elle-même d'une économie solide. Dans le cas de la Suisse, les effets sont ralentis, en raison du fait qu'il ne reste que peu de terrains constructibles mais encore non aménagés, et que, parmi ces terrains, seule une part limitée est réellement disponible pour être achetée et aménagée.

► **P. S. Häftiger:** Une autre manière de voir les choses est de se demander si la croissance économique constitue un moteur essentiel des prix de l'immobilier. Il est toutefois prouvé que les prix

de l'immobilier, qu'il s'agisse de biens occupés par leur propriétaire ou de biens de rendement, présentent un certain degré de corrélation avec la croissance économique. En Suisse, les prix de l'immobilier résidentiel augmentent régulièrement depuis plus de vingt ans, et le volume des hypothèques atteint aujourd'hui 1,5 fois le PIB du pays. Le secteur immobilier est donc au cœur des activités de surveillance de la FINMA. Les tests de résistance effectués sur certaines banques montrent qu'une grave crise immobilière se traduirait par des pertes considérables dans les portefeuilles hypothécaires des banques. En raison des risques de contagion, une telle situation provoquerait une énorme tourmente dans l'ensemble du système financier. A la FINMA, nous avons récemment appliqué des algorithmes d'apprentissage automatique, en utilisant un espace caractéristique multidimensionnel, et avons démontré que le PIB, ainsi que les taux d'intérêt réels, ont un fort impact sur le marché immobilier des biens occupés par leur propriétaire. Il est également probable que le patrimoine privé joue un rôle important, mais en raison d'une série chronologique trop courte, il n'est pas possible de fournir une réponse statistiquement robuste à cette question.

► **L. Küng:** La faible disponibilité des données et le fait que chaque cycle économique est unique rendent difficile de répondre de manière concluante, mais des études académiques montrent que l'effet de levier des ménages propriétaires est souvent le principal facteur en jeu. Si la Suisse souhaitait adopter une position plus prudente, les règles d'amortissement pourraient être modifiées afin de réduire davantage la relation entre l'activité économique globale et le marché immobilier.





Le récent passé et l'environnement actuel

Suite à la crise financière de 2008, les banques centrales du monde entier ont considérablement réduit leurs taux d'intérêt. Quel a été l'impact de ces politiques monétaires sur le marché de l'immobilier ?

► **C. Basten:** Selon les analyses effectuées dans différents pays depuis 2008, les taux d'intérêt historiquement bas semblent être le principal moteur de l'augmentation des prix de l'immobilier. Suite à la hausse des taux d'intérêt depuis le début de l'année 2022, ces augmentations de prix devraient ralentir ou s'inverser. Mais en raison des hypothèques à taux fixe à long terme et du faible nombre de transactions immobilières, il existe un décalage important avant que les changements de taux d'intérêt ne se répercutent sur les prix de l'immobilier.

► **L. Küng:** Si certaines recherches montrent que les taux d'intérêt diminuent depuis une centaine d'années, la nouveauté de ces quinze dernières années est l'apparition de taux directeurs fixés à 0%, voire en dessous de ce seuil. D'une manière générale, les taux d'intérêt restent inférieurs au taux d'inflation, malgré les récentes augmentations des taux directeurs. Je pense que le marché immobilier, tout comme le marché des actions, a connu une reprise remarquablement rapide après la crise financière de 2008, si l'on considère la gravité de cette crise économique et le temps qu'il a fallu au marché de l'emploi pour revenir à la normale. Il sera donc intéressant de voir comment le marché financier et l'économie réelle évolueront au cours des prochaines années.

► **P. S. Häfliger:** Le principal problème est que la récente période de taux d'intérêt négatifs en Suisse a conduit à une prise de risque accrue et à des règles d'octroi de prêt moins strictes, ce qui a augmenté l'exposition globale au risque à la fois des ménages propriétaires et du marché financier. Les coûts de financement historiquement bas ont renforcé la demande de biens occupés par leurs propriétaires, ainsi que de biens de rendement, en raison de l'absence de solutions alternatives produisant des taux de rendement positifs. Cette demande excédentaire a entraîné une augmentation de la croissance des prix sur le marché suisse de l'immobilier résidentiel.

► **D. Salzmann:** Il ne fait aucun doute que les politiques monétaires, telles que l'assouplissement quantitatif, ont provoqué une augmentation massive des prix de l'immobilier. Si les conséquences de cette tendance sont nombreuses, la plus évidente est qu'au fil des ans, les immeubles résidentiels de rendement sont devenus une solution d'investissement de plus en plus attractive pour les investisseurs privés comme pour les investisseurs institutionnels.

La population mondiale a augmenté de plus de 30 % – soit de près de deux milliards de personnes – depuis le début du siècle, et aujourd'hui près de 60 % de la population vit dans une zone urbaine, contre 47 % en 2000. Quelles sont les conséquences les plus évidentes de ces évolutions ?

► **C. Basten:** La démographie joue évidemment un rôle dans l'évolution des prix de l'immobilier. Avec l'augmentation du nombre de personnes souhaitant vivre dans les villes et une offre limitée de bâtiments, les prix de l'immobilier dans les zones urbaines sont naturellement voués à augmenter. J'estime certes que la tendance à l'urbanisation va se poursuivre, cependant nous pourrions également assister à des tendances inverses dans les années à venir, comme une hausse du télétravail ou une utilisation accrue de voitures autonomes.

Que savons-nous de l'impact de la pandémie sur le marché immobilier ?

► **L. Küng:** La pandémie a clairement ébranlé le marché de l'immobilier résidentiel, avec une augmentation de la demande pour des propriétés plus grandes avec de l'espace supplémentaire pour une pièce de travail et un jardin. Mais les gens reviennent dans les centres-villes, car ils en apprécient les aménagements. Si l'on examine les flux démographiques parallèlement aux prix de l'immobilier et aux loyers, on constate que, dans le monde entier, les biens immobiliers situés dans les grandes villes sont toujours très convoités.

Quelles ont été les principales mesures réglementaires qui ont affecté le marché de l'immobilier au cours des deux dernières décennies ?

► **R. Füss:** La loi "Stop Wall Street Landlords Act" de 2022 est un cas intéressant dans lequel les régulateurs ont cherché à limiter la présence des investisseurs institutionnels sur le marché des maisons individuelles. Les données relatives au marché immobilier américain montrent que, au sein d'un marché immobilier résidentiel donné, les ménages propriétaires, les investisseurs privés, les investisseurs institutionnels à court terme et les investisseurs institutionnels à long terme se comportent tous de manière très différente, en fonction de leur profil de prise de risque. D'autres résultats montrent que les investisseurs institutionnels à court terme ont affiché des performances supérieures à celles des autres acteurs, en rachetant par exemple des biens immobiliers en situation financière précaire et en profitant d'un marché globalement orienté à la hausse. Mais ce faisant, ils ont évincé les ménages propriétaires. La loi de 2022 est donc utile pour garantir que l'accès à la propriété reste possible pour le plus grand nombre.

► **P. S. Häftiger:** L'essentiel de la réglementation internationale en matière de crédit est ancré dans les normes de Bâle, auxquelles chaque pays apporte ses propres compléments et ajouts, tel que le fameux "Swiss finish". Il y a eu de nombreux changements entre Bâle I et Bâle II, et nous nous approchons désormais de la mise en œuvre de Bâle III. Au niveau suisse, nous disposons également d'autorégulations qui sont reconnues et appliquées comme normes minimales par la FINMA. Le marché hypothécaire compte deux pans d'autorégulations: un qui couvre les normes minimales lors de l'émission d'une hypothèque (comme les ratios d'endettement et les exigences d'amortissement), et un autre qui couvre les exigences structurelles (comme les ratios d'accessibilité financière) et surveille l'ensemble du portefeuille de prêts, y compris les "Exceptions to Policies", ainsi que les règles d'évaluation. En 2013, la décision d'autorégulation consistant à exiger explicitement un acompte de 10% de "fonds propres" pour financer des biens immobiliers a eu un effet modérateur sur la croissance des prix de l'immobilier résidentiel. En 2020, les lignes directrices ont été resserrées afin de limiter à 75% le ratio d'endettement des immeubles résidentiels de rendement et d'introduire des exigences plus strictes en matière d'amortissement. Dans l'ensemble, ces restrictions ont considérablement réduit le nombre d'acheteurs et d'investisseurs potentiels disposant d'un capital limité. Je tiens à souligner que l'objectif de ces mesures n'était pas de contrôler la dynamique du marché immobilier, mais de réduire la vulnérabilité du système financier en limitant les pertes potentielles dues à des critères trop laxistes en matière de ratio d'endettement.

► **D. Salzmann:** En ce qui concerne les limitations et les exigences en matière de financement, chaque décennie s'accompagne de son lot de contraintes. Outre les mesures d'autorégulation décrites ci-dessus, le Conseil fédéral a la possibilité d'activer des volants anticycliques de fonds propres sur la base des recommandations de la Banque nationale suisse. Cet instrument a été activé pour la première fois en 2013 pour le secteur de l'immobilier résidentiel, et exige des banques qu'elles détiennent davantage de fonds propres lorsqu'elles financent des immeubles résidentiels; son taux se situe actuellement au niveau le plus élevé possible autorisé par la loi.

► **J. Schlöpfer:** Je considère la mise à jour de 2014 de la Loi fédérale sur l'aménagement du territoire (LAT) comme la mesure réglementaire la plus importante de ces dix dernières années en Suisse, car elle restreint de manière significative la construction dans les nouvelles zones. L'offre de terrains constructibles, qui était déjà rare, va se raréfier encore davantage.

► **C. Basten:** Les lois sur le zonage ont en effet tendance à être sous-estimées dans le débat sur le rôle et l'importance des mesures réglementaires. Elles ont, bien sûr, une solide raison d'être, car elles garantissent que les constructions sont réalisées dans un but réel et non à des fins spéculatives. Mais si elles sont utilisées de manière trop restrictive, ces lois peuvent entraver la construction de logements plus denses, même si ceux-ci peuvent être beaucoup plus efficaces et, peut-être de manière contre-intuitive, plus écologiques que les logements qui augmentent les trajets des pendulaires entre le domicile et le lieu de travail. En ce qui concerne les volants anticycliques de fonds propres, j'aimerais souligner le fait que la Suisse a été le premier pays à appliquer un tel instrument. Mes recherches démontrent que cette mesure a réduit le risque systémique sur le marché hypothécaire, mais qu'elle n'a pas eu d'effet significatif sur les prix de l'immobilier.

L'environnement inflationniste actuel a provoqué une vague de réactions de resserrement de la part des banques centrales. Comment le marché de l'immobilier a-t-il réagi à cette situation ?

► **L. Küng:** Les hausses de taux d'intérêt ont soit ralenti la hausse des prix de l'immobilier, soit poussé les prix à la baisse, selon les régions. Cependant il faut reconnaître que les taux d'intérêt restent bas, en particulier en termes réels. Les investisseurs doivent également réfléchir aux alternatives qui se présentent à eux dans le contexte inflationniste actuel.

► **J. Schlöpfer:** La hausse des taux d'intérêt a clairement modifié le comportement des investisseurs. Pendant de nombreuses années, une demande excédentaire s'est traduite par une hausse des prix et un nombre important de transactions immobilières. Aujourd'hui, il ne se passe plus grand-chose sur le marché suisse. De nombreux investisseurs en Suisse ont opté pour une stratégie attentiste. Dans l'ensemble, les prix ont relativement peu évolué, ce qui peut s'expliquer par la couverture contre l'inflation que l'immobilier est en mesure d'offrir.

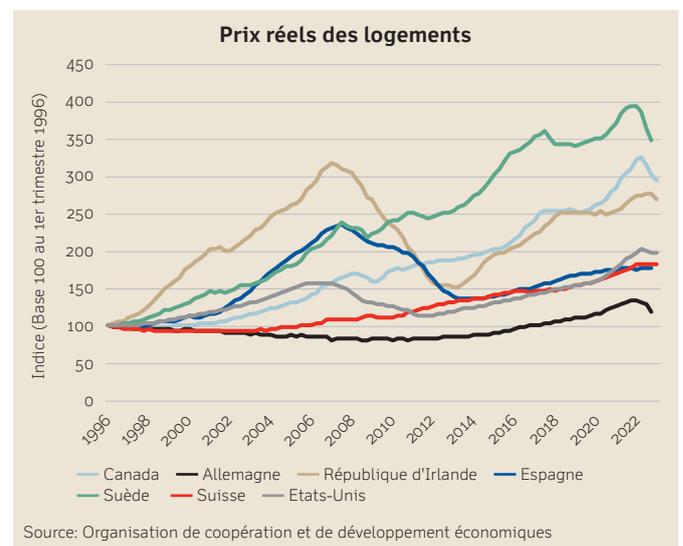
Peut-on dire que la bulle immobilière est – enfin – en train d'éclater ?

► **J. Schlöpfer:** Des corrections sont clairement en cours dans certains pays, comme l'Allemagne, le Canada et la Suède. En Suisse, je ne m'attends pas à l'éclatement d'une bulle, tout simplement parce que les investisseurs et les propriétaires ont acheté leur bien pour l'utiliser – soit en le louant soit en l'occupant eux-mêmes – et non en vue de le revendre. Une telle approche limite clairement la spéculation.

► **D. Salzmann:** La réponse dépend du " marché " auquel on s'intéresse, car il n'existe pas vraiment de marché immobilier unique, mais plutôt une constellation de sous-marchés. Il est évident que la chute d'un sous-marché peut affecter d'autres sous-marchés. En Suisse, les perspectives économiques restent bonnes et je ne prévois donc pas de changements spectaculaires.

► **P. S. Häftiger:** Récemment, le marché suisse de l'immobilier résidentiel de rendement a été caractérisé par des déséquilibres. Ces déséquilibres, entre d'un côté une augmentation du taux de logements vacants et une diminution des loyers offerts et, de l'autre, une augmentation des prix immobiliers, ont été déclenchés par les taux d'intérêt négatifs, les investisseurs cherchant désespérément de nouvelles solutions d'investissement. Avec la hausse des taux d'intérêt, ces déséquilibres ont été réduits. Cela ne signifie pas qu'une bulle s'est formée, et encore moins qu'elle a éclaté. Mais il est clair que les prix de l'immobilier sont très élevés en Suisse et que la vulnérabilité du marché hypothécaire suisse s'est accrue. De nouvelles hausses des taux d'intérêt pourraient déclencher d'éventuelles corrections du marché. La FINMA continuera donc à surveiller de très près le secteur immobilier.

► **R. Füss:** En comparaison internationale, l'augmentation des prix de l'immobilier en Suisse a été relativement modérée au cours des quinze dernières années. Je ne pense donc pas qu'il existe une véritable bulle immobilière en Suisse. En l'absence de changement radical au niveau des taux d'intérêt, de la démographie ou d'autres facteurs fondamentaux, nous n'assisterons pas à une baisse significative des prix de l'immobilier. En revanche, ce qui pourrait faire évoluer le marché concerne plutôt une modification du système fiscal, telle qu'elle est actuellement débattue par le Parlement. Il est question de supprimer non seulement la déductibilité des intérêts de la dette hypothécaire et des frais d'entretien, mais aussi l'imposition sur la valeur locative.





Quelques prévisions au sujet de l'avenir du marché immobilier mondial

Quels acteurs seront les plus touchés par la hausse des taux hypothécaires ?

► **L. Küng:** Cela dépend de la persistance de l'inflation et de la manière dont les banques centrales évalueront la situation. Si l'inflation reste temporaire, ce qui semble être le scénario actuellement envisagé, les taux hypothécaires devraient se stabiliser. Les attentes du marché, ainsi que les décisions des banques centrales étrangères, comme la Fed et la Banque centrale européenne, pourraient cependant nous réserver quelques surprises.

► **D. Salzmann:** Cette question touche à plusieurs aspects. Il est clair que les nouveaux acheteurs seront les plus touchés par une hausse des taux hypothécaires. Néanmoins, les propriétaires de plus longue date seront eux aussi affectés lorsque leurs hypothèques à taux fixe arriveront à échéance et qu'ils devront se refinancer à des taux plus élevés. Enfin, les investisseurs privés qui achètent des biens immobiliers à des fins locatives pourraient également être impactés, selon leur capacité à ajuster les loyers pour refléter l'évolution de l'inflation et des taux d'intérêt.

En raison de la hausse des taux hypothécaires, de plus en plus de propriétaires choisissent des hypothèques de courte durée. Quels sont les risques associés à un tel choix ?

► **L. Küng:** La souscription d'un prêt hypothécaire de courte durée accroît le risque de refinancement. Dans le domaine de la finance, les rabais ont toujours un coût. Vu que les ménages propriétaires sont une population très hétérogène, j'hésite à prodiguer trop de conseils. Mais les propriétaires doivent vraiment comprendre ce à quoi ils s'engagent lorsqu'ils décident de passer d'un prêt hypothécaire fixe à long terme à un contrat variable à court terme. Il se peut que, tôt ou tard, certains propriétaires doivent puiser dans leur épargne pour amortir une partie de leur dette hypothécaire.

► **P. S. Häfliger:** On assiste sur le marché hypothécaire suisse à une véritable ruée vers les taux hypothécaires à court terme. Cela crée une situation risquée tant pour les propriétaires que pour les investisseurs, car les taux hypothécaires à court terme (tels que le SARON – Swiss Average Rate Overnight) affichent une plus grande volatilité. Cette évolution se répercute également sur l'ensemble du secteur, car l'exposition au risque de taux hypothécaire augmente la probabilité de défaillance et donc les pertes potentielles, ce qui, en fin de compte, accroît la vulnérabilité du système financier dans son ensemble. La situation actuelle est toutefois différente de celle que nous avons connue dans le passé, par exemple dans les années 1990. Aujourd'hui, l'exposition au risque de taux hypothécaire ne résulte pas seulement d'un recours aux contrats variables à court

terme, mais aussi des contrats fixes à long terme. Une autre différence essentielle par rapport à la situation des années 1990 concerne la réduction des ratios d'endettement, qui limite les pertes potentielles et représente un progrès considérable en termes de gestion des risques.

► **J. Schlöpfer:** Une hausse des taux hypothécaires, de 1 à 3 %, comme celle observée récemment en Suisse pour un emprunt à dix ans, représente une énorme augmentation en termes relatifs. Nous constatons que de nombreuses personnes ne sont pas prêtes à accepter cette hausse et préfèrent prendre des risques supplémentaires pour limiter leurs coûts immédiats.

► **D. Salzmann:** Miser sur les taux hypothécaires à court terme augmente l'exposition globale au risque des propriétaires dont le budget est serré. Mais en Suisse nous utilisons cependant un taux hypothécaire théorique de 5 % pour estimer le ratio d'accessibilité financière. Ce qui laisse envisager d'autres augmentations possibles des taux hypothécaires. Avec le temps, certains propriétaires devront repenser leur budget.

► **R. Füss:** La sagesse économique suggère qu'il est judicieux de parier sur des taux flexibles si l'on anticipe une baisse des taux. Or, il est clair que les taux ne sont pas près de baisser. Malgré toutes les mises en garde susmentionnées, de nombreux propriétaires disposent actuellement d'une épargne importante. Il faudra peut-être attendre quelques années avant d'observer les pleins effets de la hausse actuelle des taux d'intérêt.

L'endettement des ménages a augmenté en même temps que les taux d'intérêt baissaient, mais le désendettement, dans le cas de l'immobilier résidentiel, est un processus lent et difficile. Quel est le meilleur plan d'action aujourd'hui pour les ménages propriétaires ?

► **C. Basten:** Il est difficile de se prononcer de manière définitive sur cette question. D'un côté, dans le contexte actuel de hausse des taux d'intérêt, il serait logique de vendre des actions et des obligations et de rembourser une dette hypothécaire. D'un autre côté, comme les hypothèques sont émises en termes nominaux, il pourrait être plus judicieux de laisser l'inflation s'installer et de rembourser la dette plus tard. En fait, il serait peut-être plus judicieux pour les banques de réduire les pénalités de remboursement anticipé et de profiter de diminuer leur exposition globale au marché immobilier, ce qui leur permettrait de réinvestir leur capital à des taux plus élevés.

► **D. Salzmann:** Les propriétaires doivent effectuer leurs propres calculs et choisir la solution qui correspond le mieux à leur capacité financière et à leur propension à prendre des risques. Etablir un budget personnel et planifier ses dépenses représente une stratégie payante, mais seulement si l'on fait preuve de discipline. Une augmentation de l'épargne et de l'amortissement des dettes implique une réduction des dépenses sur d'autres postes budgétaires comme ses courses alimentaires, ses vacances, ou encore ses véhicules.

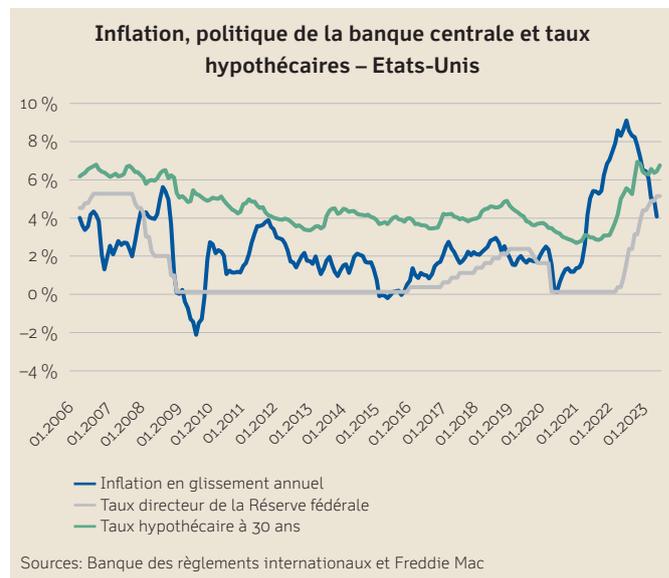
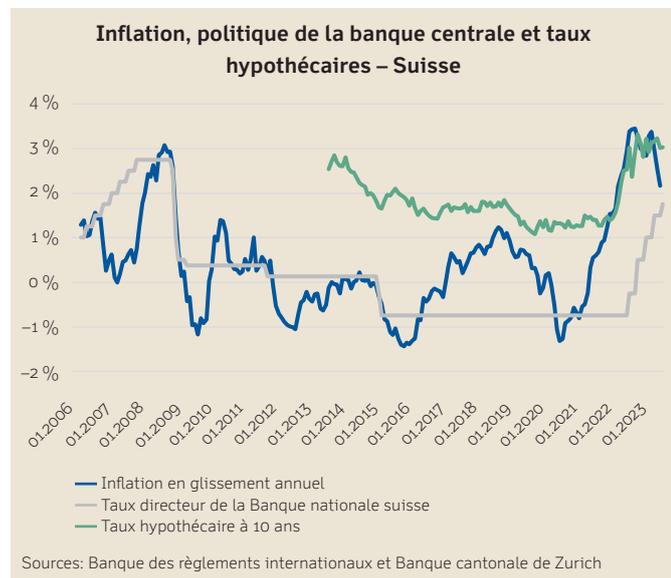
Le scénario de l'année 2008 va-t-il se reproduire ?

► **D. Salzmann:** Il est peu probable que l'on assiste à un bis repetita de ce qui s'était passé en 2008. La gestion des risques au sein des banques s'est considérablement améliorée depuis 2008, grâce aux nouvelles normes de Bâle. Ces normes ont conduit à

l'augmentation des ratios de fonds propres, par exemple, et ont également permis de revoir et d'actualiser les exigences en matière de volant anticyclique de fonds propres.

► **R. Füss:** Je n'anticipe pas de changements spectaculaires au niveau international, mais les banques régionales situées dans des zones marquées par l'exode rural devraient toutefois se montrer prudentes.

► **L. Küng:** Les propriétaires disposent aujourd'hui d'une épargne nettement plus importante qu'en 2008. Nous devrions tous nous trouver dans une situation plus favorable qu'à l'époque. Mais je reste néanmoins prudent.



Quelques prévisions supplémentaires concernant le marché immobilier suisse

Des études récentes suggèrent qu'en Suisse, le fait d'être un locataire est financièrement plus attractif que le fait d'être un ménage propriétaire. Pourquoi en est-il ainsi et cette situation va-t-elle perdurer ?

► **C. Basten:** La question de savoir si un choix est "plus avantageux" que l'autre évolue naturellement avec le temps, car tout décalage entre ces deux solutions tend à encourager des comportements qui les ramène à l'équilibre. Lorsqu'une personne envisage d'acheter ou de louer un bien immobilier, je l'invite à inclure dans le coût de la propriété non seulement les intérêts dus, mais également le coût d'opportunité du capital. Rappelons de surcroît que la propriété expose davantage aux risques liés aux variations des prix de l'immobilier et des taux hypothécaires, et qu'il convient par ailleurs de tenir compte de l'augmentation des coûts et des complications liés à un déménagement.

► **J. Schläpfer:** Nous sommes tous conscients qu'il est très complexe de faire des prévisions sur les loyers et les valorisations à dix ans. L'achat d'un bien immobilier comporte de nombreux risques et contraintes, qui doivent être récompensés dans le temps.

De nombreux investisseurs institutionnels suisses ont des quotas fixes de classes d'actifs dans leurs portefeuilles. Avec la récente chute des prix des actions et des obligations, la part de l'immobilier qu'ils détiennent dans leurs portefeuilles a mécaniquement augmenté. Quelles sont les conséquences de ce changement pour le marché de l'immobilier ? Est-ce une opportunité pour les particuliers désireux d'acquérir un bien immobilier ?

► **J. Schläpfer:** De manière générale, on assiste à un ralentissement du marché vu que certains investisseurs institutionnels ont atteint ou dépassé leur quota d'investissements immobiliers. De manière anecdotique, j'ai pu observer quelques ventes dues à ces dépassements de quotas. Mais je ne pense pas que les effets de ces ventes se répercuteront jusqu'aux ménages.

► **P. S. Häfliger:** Il est en effet possible que, du fait de ces quotas fixes, certains investisseurs aient été contraints de vendre des parts de fonds immobiliers dans des conditions de marché volatiles, ce qui pourrait expliquer les récentes performances négatives de certains fonds immobiliers. D'autres ont peut-être procédé à la vente de biens immobiliers simplement pour assainir et rééquilibrer leurs portefeuilles. Les médias font, en effet, mention de telles transactions, mais les indices statistiques montrent que les prix de ces biens demeurent stables. Il n'y a pas encore eu de phénomène de ventes

forcées, ou du moins il n'a pas eu d'effet sur le marché. Notons également que ces transactions concernent principalement les immeubles collectifs et les immeubles commerciaux et présentent donc peu d'intérêt pour les ménages qui recherchent un bien dans lequel s'installer.

Quel sera l'impact sur le marché de l'immobilier de réglementations énergétiques de plus en plus restrictives ?

► **D. Salzmann:** La question de l'efficacité énergétique a segmenté le marché immobilier. D'un côté, les ménages propriétaires ne sont généralement pas contraints de prendre des mesures radicales. Le plus souvent, ils s'alignent sur les exigences légales minimales, ce qui pourrait éventuellement se retourner contre eux et conduire à une décote significative de la valeur future de leurs biens. De l'autre côté, un nombre croissant d'investisseurs institutionnels sont désormais tenus de communiquer sur ces mesures, ce qui les pousse à investir systématiquement dans des solutions efficaces pour réduire leur empreinte carbone.

► **R. Füss:** L'efficacité énergétique est un sujet de plus en plus brûlant et aura un impact considérable tant au niveau des loyers que des taux de capitalisation. On peut imaginer un marché sur lequel certains biens immobiliers perdraient l'intégralité de leur valeur en raison du coût excessif de leur mise en conformité avec les normes d'efficacité énergétique. Les investisseurs institutionnels (et les régulateurs) devraient observer de manière de plus en plus critique la composition de leurs portefeuilles immobiliers. Je regrette en revanche que l'accent soit actuellement mis sur l'efficacité des nouveaux bâtiments. À mon avis, on devrait aussi se concentrer sur les bâtiments existants et sur la recherche de mesures incitatives appropriées pour les améliorer, car ils représentent la majeure partie du marché immobilier et des émissions de CO₂.

► **J. Schläpfer:** Il est intéressant d'observer comment le marché a déterminé le prix de l'efficacité énergétique au fil des décennies. Il y a une vingtaine d'années, les bâtiments dotés d'un label de construction durable, comme la certification Minergie, étaient nettement majorés, ce qui en faisait des biens à part. Dans les années à venir, les logements durables deviendront la norme et ne se targueront plus d'un bonus, tandis que les bâtiments inefficaces sur le plan énergétique se verront infligé un malus.

Le ratio d'endettement pour les propriétaires de logement suisses se situe généralement entre 80 % et 65 %, alors que dans de nombreux autres pays, comme les États-Unis, la fourchette peut se situer entre 100 % et 0 %. Comment expliquer cette différence ? Quels sont les avantages et les inconvénients de chaque système ?

► **C. Basten:** La comparaison des ratios d'endettement entre différents pays peut parfois prêter à confusion si, par exemple, les pays actualisent la valeur des biens à des intervalles différents. En règle générale, il est très avantageux d'avoir un plafond maximal pour le ratio d'endettement, comme c'est le cas en Suisse. Ainsi, même si le marché chute, les propriétaires devraient toujours détenir davantage d'actifs que de dettes. Un autre élément qui plaide en faveur du système suisse est que les banques disposent d'une panoplie complète de recours contre les emprunteurs en cas de défaut de paiement. Cela permet d'éviter les défaillances stratégiques telles que celles que l'on a pu observer aux États-Unis pendant la crise des *subprimes*. Néanmoins, une des limites du système suisse concerne la déductibilité fiscale des intérêts hypothécaires, qui donne aux gens l'impression que détenir des dettes est une bonne chose, sans tenir compte des risques que cet endettement implique.

► **J. Schläpfer:** Les modèles suisse et américain présentent tous deux des avantages et des inconvénients et il serait à présent

difficile de modifier ces exigences. Mais j'ai tout de même une critique à formuler à l'égard du système suisse car il ne tient généralement pas compte du fait que le revenu d'un individu puisse évoluer au cours de son cycle de vie. En effet, il est largement probable qu'une personne de 20 ans voie son revenu augmenter au fil des ans, ce qui n'est pas le cas d'une personne qui s'approche de la soixantaine.

Dans quelle mesure les banques suisses sont-elles prêtes à absorber une forte correction du marché, à l'instar des corrections de 15 % que l'on observe actuellement en Allemagne, au Canada et en Suède ?

► **C. Basten:** Compte tenu des plafonds réglementaires imposés aux ratios d'endettement et d'accessibilité financière, ainsi que des incitations du système permettant aux banques d'avoir un plein droit de recours contre les emprunteurs, la plupart des banques devrait pouvoir supporter une correction de 15 %. L'analyse des données historiques suggère que les marchés peuvent même subir des corrections encore plus importantes. Mais si la croissance économique et l'emploi demeurent à des niveaux satisfaisants, comme c'est le cas depuis le début des augmentations des taux d'intérêt, le risque d'une correction plus marquée semble limité.

► **R. Füss:** Les mesures d'autorégulation que nous appliquons en Suisse, concernant à la fois les acomptes exigés et les critères



d'accession à la propriété, sont très prudentes. De mon point de vue, les banques seront donc en mesure de faire face à une forte correction du marché, si elle venait à se produire. Certains récents acquéreurs pourraient devoir amortir une partie de leur dette plus rapidement que prévu, notamment en retirant (de nouveau) une partie de leurs avoirs du 2^{ème} pilier. Il est évident qu'une telle décision aurait des conséquences sur le long terme, au-delà de l'âge de la retraite.

► **D. Salzmann:** Les différents ratios et mesures que nous utilisons lors de l'octroi de prêts bancaires en Suisse sont très prudents. En ce qui concerne le ratio d'accessibilité financière, l'utilisation d'un taux hypothécaire théorique de 5% en est un excellent exemple. Par exemple, à la Banque cantonale de Lucerne, le ratio moyen entre l'hypothèque et la valeur vénale estimée par le créancier (une mesure nettement plus conservatrice que le ratio entre l'hypothèque et la valeur de marché) se situe légèrement au-dessus de 50%. Cela suggère qu'il existe une marge de manœuvre suffisante pour une correction du marché. Les lignes directrices d'amortissement plus strictes ont clairement contribué à renforcer le secteur bancaire suisse. N'oublions pas non plus que, contrairement aux entreprises, les propriétaires privés ne sont pas contraints de restructurer leur bilan. Ils ont donc le temps de retomber sur leurs pieds, tant qu'ils sont en mesure de régler leurs coûts de financement.

Pour conclure, quelles seraient vos mises en garde concernant le marché immobilier suisse ?

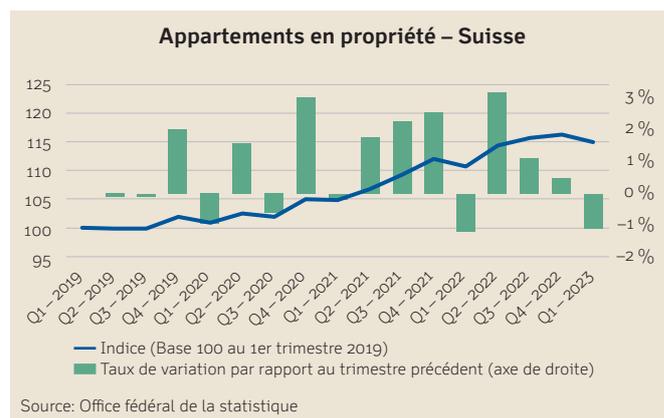
► **P. S. Häfziger:** Les ménages propriétaires et les investisseurs privés doivent adopter une perspective de long terme et accepter le fait que les taux d'intérêt pourraient continuer à augmenter au cours des prochaines années. Pendant les périodes prolongées de faibles taux d'intérêt, les acteurs du marché, qu'il s'agisse d'acheteurs

de logements ou de banquiers, ont tendance à oublier jusqu'à l'existence même des taux d'intérêt élevés. Si l'on compare l'évolution actuelle des taux hypothécaires à celle du taux hypothécaire théorique utilisé dans le cadre du calcul du ratio d'accessibilité financière, l'on voit que la réalité de marché se rapproche progressivement de la théorie. Les propriétaires doivent également être conscients que leurs revenus diminueront probablement lorsqu'ils atteindront l'âge de la retraite et qu'il leur sera alors plus difficile de rembourser leur prêt hypothécaire.

► **C. Basten:** Investir dans l'immobilier présente de nombreux atouts. Devenir propriétaire est un investissement tangible qui procure de nombreux avantages. Mais cet investissement s'accompagne aussi d'un risque de concentration important, qui est souvent sous-estimé.

► **R. Füss:** L'évolution des taux d'intérêt au cours des prochains mois sera déterminante vu que la répercussion des politiques monétaires sur les taux hypothécaires peut s'effectuer de manière non linéaire. Personnellement, je n'anticipe pas de scénario catastrophe. Mais il est cependant ardu de se prêter au jeu des prédictions, car l'évolution de l'inflation et des politiques monétaires reste difficile à évaluer.

► **D. Salzmann:** L'achat d'un bien immobilier ne représente pas seulement un investissement financier, mais c'est aussi une décision qui s'accompagne de responsabilités. Les propriétaires doivent être conscients de ce à quoi ils s'engagent. L'achat d'un logement nécessite une stricte discipline budgétaire et une bonne connaissance de sa propre propension aux risques. C'est seulement à ces conditions que chacun pourra, en toute connaissance de cause, structurer les montants et les durées de son prêt hypothécaire.



Swiss Finance Institute

Avec le soutien de ses fondateurs – le secteur bancaire suisse, la Confédération et les principales universités suisses – le Swiss Finance Institute (SFI) assure une promotion active d'une recherche et d'un enseignement de classe mondiale dans les domaines de la banque et de la finance en Suisse. En combinant excellence académique et expérience pratique, le SFI contribue au renforcement de la place financière suisse.

Editeur et contact

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Education
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

