



Étude spéciale

Le rêve brisé d'avoir son propre chez soi



Editeur: Raiffeisen Suisse société coopérative

Raiffeisen Economic Research
Martin Neff
Chef économiste
The Circle 66
8058 Zurich-Aéroport



Auteurs

Michel Fleury
Francis Schwartz

economic-research@raiffeisen.ch



Autres publications de Raiffeisen

Vous pouvez vous abonner à la présente publication et à d'autres publications de Raiffeisen en cliquant ici:

[Lien direct vers le site Web](#)

Table des matières



Editorial

4



Le marché de la propriété depuis 1985

6



La bulle va-t-elle éclater?

12



Effets secondaires de la hausse des prix

19



Que nous réserve l'avenir?

26



Annexe

Types de communes et régions
Abréviations utilisées

28

29

Chères lectrices, chers lecteurs,

Six années se sont déjà écoulées depuis la publication de notre étude «20 ans de boom de la propriété du logement» qui avait suscité un grand écho. La plupart des prévisions que nous avons faites à l'époque se sont réalisées. Il est à présent grand temps de les mettre à jour car le marché immobilier a beaucoup changé au cours des dernières années. Outre les turbulences liées au Covid, nous avons en effet dû nous accommoder de l'impact de la politique monétaire durablement ultra-expansionniste menée par les banques centrales. Des coûts de financement historiquement bas pour les logements à usage propre et d'énormes entrées de capitaux de la part des investisseurs institutionnels ont radicalement transformé le marché immobilier. Cependant, beaucoup d'aspects sont restés inchangés depuis 2015. Par exemple, nous lisons pratiquement toutes les semaines des gros titres sur de nouveaux prix records pour les logements en propriété et sur la surchauffe du marché résidentiel. Comme il y a six ans, les médias, la Banque nationale suisse et les régulateurs ne se lassent pas de lancer des avertissements sur la fin de la hausse des prix et sur une correction imminente du marché. Nous osons toutefois faire le pronostic suivant: ces avertissements ne diminueront pas ces prochaines années.

20 années de hausse ininterrompue des prix

Comme on le sait, l'éclatement d'une bulle immobilière induite par la spéculation et des pratiques de financement laxistes a précipité la Suisse dans une longue et profonde récession au début des années 1990. Le marché immobilier, le secteur du bâtiment et les banques en ont beaucoup souffert. Mais après de douloureuses réformes structurelles nécessaires, la propriété du logement a commencé à connaître un véritable boom juste avant l'an 2000. Une croissance économique remarquable, une forte immigration et l'accessibilité du logement pour de grands pans de la population ont induit une hausse inégalée des prix immobiliers. Grâce à une économie publique relativement robuste, même les crises financières et économiques mondiales du début du nouveau millénaire n'ont pas eu d'incidence sur cette évolution des prix. Des coûts de financement historiquement bas et encore en déclin continuaient alors de soutenir la demande. Même les quelques durcissements réglementaires établis n'ont pas réussi à affaiblir la demande à ce jour. Cette hausse des prix persistante est favorisée par une offre de plus en plus limitée. Les prix immobiliers ont même fait preuve d'une parfaite résilience face aux bouleversements économiques et sociétaux exceptionnels liés à la pandémie de coronavirus.

Quand éclatera la bulle?

L'inflation du prix des biens induite par la politique monétaire ultra-expansionniste a également laissé des traces sur le marché suisse de l'immobilier. La course aux records sur le marché résidentiel, alors que les valeurs réelles sont déjà fortement surévaluées, constitue un motif récurrent dans les débats publics pour annoncer la fin imminente du boom immobilier. Mais ces avertissements, qui reposent sur l'analyse isolée de quelques indicateurs, ne sont jamais utiles pour évaluer la situation effective du marché immobilier. Par exemple, le niveau des prix absolus ne renseigne guère, à lui seul, sur l'état du marché et les risques qu'il recèle. La réalité se révèle, comme toujours, beaucoup plus complexe. De nombreux facteurs influencent l'évolution des prix et certaines interactions complexes avec d'autres marchés relativisent nettement la dynamique des dernières années sur certains points. Même si nous faisons actuellement face à une bulle immobilière, cela ne veut pas dire qu'elle va éclater. Les prix élevés et toujours croissants des logements à usage propre sont encore justifiables d'un point de vue fondamental et ne reposent pas sur la spéculation.

Les ménages aisés sont les gagnants, les citoyens moyens sont les perdants

Après 20 ans de croissance ininterrompue des prix, nous avons atteint un niveau où la propriété du logement n'est plus abordable pour de vastes pans de la population. Les obstacles au financement réglementaires, de plus en plus élevés à cause de cette hausse des prix, sont insurmontables pour la plupart des ménages suisses. Cela concerne surtout la capacité financière indicative qui n'autorise le financement d'un logement que pour les ménages les mieux rémunérés au niveau des prix actuels. Si l'on ne dispose pas de capitaux importants et que l'on ne peut pas en obtenir par héritage, on n'a aujourd'hui guère de chances de pouvoir acquérir son logement. Par conséquent, la structure des propriétaires évolue et on assiste à des effets d'évitement de plus en plus marqués. Les mesures de régulation purement axées sur la stabilité du marché financier ont donc été accompagnées d'effets secondaires sociétaux très problématiques. Les ménages relativement jeunes et peu aisés ne peuvent pas profiter des coûts de logement nettement plus bas de la propriété par rapport à la location et sont privés de l'accès à d'éventuelles plus-values immobilières. Alors que les propriétaires immobiliers existants et d'autres ménages aisés tirent fortement parti de l'évolution du marché de l'immobilier, la majeure partie de la société suisse est tout simplement exclue de ce marché. La réglementation du marché du logement en propriété contribue donc à renforcer le transfert des avoirs des personnes sans formation vers les personnes éduquées, des jeunes vers les vieux, et des ménages pauvres vers les riches.

Le boom de la propriété du logement touche à sa fin

En 2015, nous avons intitulé notre étude «20 ans de boom de la propriété du logement». Ce titre résumait très bien la situation du marché à l'époque. Les prix avaient augmenté pendant des années et le taux d'accession à la propriété progressait constamment. Des pans de plus en plus importants de la population suisse bénéficiaient de la propriété du logement. Mais cette tendance s'est inversée au milieu des années 2010. Les prix et les obstacles réglementaires élevés restreignent fortement le cercle des propriétaires potentiels. Par ailleurs, une pénurie d'objets disponibles fait rage et, à cause de la concurrence pour les terrains à bâtir rares que se disputent les particuliers, les promoteurs et même les investisseurs institutionnels, on construit très peu de nouveaux objets en propriété. Le rêve de propriété du ménage moyen est victime d'une politique monétaire ultra-expansionniste, d'un aménagement du territoire restrictif et d'un contexte réglementaire exclusivement axé sur la stabilité du marché financier. A l'heure actuelle, les prix sont encore en plein essor sur le marché immobilier.

Cette évolution ne changera pas de sitôt. Rien ne laisse présager un rééquilibrage entre l'offre et la demande dans un futur proche. Il faut donc fluidifier les terrains à bâtir de toute urgence. En effet, si les taux d'intérêt restent bas à l'avenir, les rares objets en propriété mis en vente continueront de faire l'objet d'une vive demande. Etant donné les effets secondaires sociétaux indésirables de cette évolution, un débat public ouvert et impartial sur l'avenir de la propriété du logement en Suisse s'impose. Sans impulsion politique marquée et sans reconnaissance des risques systémiques plus conséquents, les tendances actuelles se poursuivront. Mais comme la volonté d'effectuer de réels changements semble faire défaut à tous les acteurs pertinents à l'heure actuelle, la propriété du logement risque même de devenir un privilège encore plus exclusif à l'avenir.

Nous vous souhaitons une agréable lecture!

Votre équipe Raiffeisen Economic Research

Le marché de la propriété du logement s'accélère depuis 1985

L'histoire du marché de la propriété du logement peut être subdivisée en sept phases historiques depuis la moitié des années 80. Ce bref aperçu historique du marché permet de tirer des conclusions intéressantes et aide à comprendre la situation actuelle du marché.

La crise du marché immobilier du début des années 90 a plongé la Suisse dans une longue récession. Au vu de la hausse record et accélérée des prix des logements, alors même que nous traversons la plus grande crise sociale de l'histoire récente (coronavirus), la question de savoir si nous sommes à nouveau confrontés à une bulle immobilière fait l'objet d'un vif débat. Pendant ce temps, les effets de l'augmentation continue des prix des actifs et de l'immobilier, due à la faiblesse des taux d'intérêt, deviennent de plus en plus prononcés chaque année. Le rêve de propriété reste irréalisable pour de larges couches de la population, les prix élevés ayant mis un terme au boom de l'accession à la propriété qui a duré jusqu'à la moitié des années 2010. En effet, le taux de logements en propriété connaît un nouveau recul depuis quelques années, et seuls les groupes de population privilégiés peuvent profiter des taux hypothécaires extrêmement bas et donc des faibles coûts de logement occasionnés par les logements en propriété. Ce regard rétrospectif permet d'expliquer le niveau actuel des prix et de montrer pourquoi la propriété du logement devient toujours plus un privilège bien que l'encouragement à la propriété du logement soit ancré dans la Constitution. Pour ce faire, nous avons subdivisé les évolutions depuis la moitié des années 80 jusqu'à aujourd'hui en sept phases caractéristiques (cf. illustration à la page suivante).

Phase I: surchauffe (1985-1989)

A la moitié des années 80, la Suisse jouit d'une conjoncture favorable et, grâce à l'introduction de l'obligation de prévoyance professionnelle, de nouveaux investisseurs financièrement solides arrivent sur le marché, faisant grimper tant les prix des actions que de l'immobilier. Alors qu'il règne une atmosphère de renouveau sur le marché immobilier, l'incertitude concernant la conjoncture globale croît, et la dévaluation massive du dollar américain plombe les perspectives d'exportation. Le lundi 19 octobre 1987, un krach survient en outre à la Bourse de New York. Le Dow Jones baisse de plus de 20% en une journée, ce qui renforce encore les craintes conjoncturelles et induit la BNS à baisser les taux d'intérêt. L'économie se montre toutefois plus résiliente qu'attendu, et les craintes de voir la croissance chuter après le krach

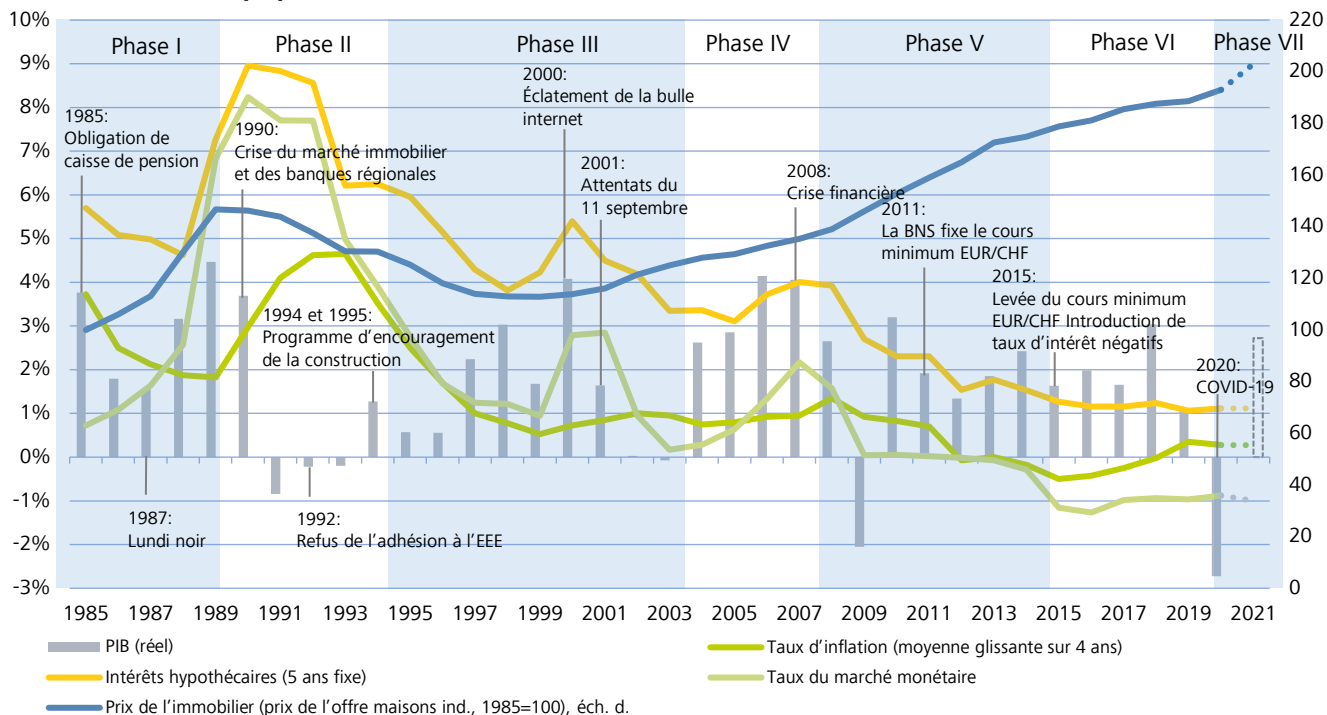
boursier ne se concrétisent pas. La faiblesse des taux d'intérêt apporte toutefois une impulsion supplémentaire au marché immobilier déjà florissant – avec des conséquences importantes: à la fin des années 80, les prix de la propriété du logement augmentent de plus de 10% par année. Les investisseurs spéculent sur des rendements rapides par l'intermédiaire de transactions immobilières, engendrant finalement une spirale des prix toujours plus rapide, alors que les banques octroient des crédits hypothécaires de manière extrêmement généreuse. Les écarts par rapport aux modalités d'octroi de crédits traditionnelles sont désormais la norme. Au regard de ces évolutions, il n'est donc pas étonnant que l'économie en général et le marché immobilier en particulier soient en surchauffe. Néanmoins, les responsables de la stabilité monétaire agissent tout d'abord avec hésitation et ne tirent la sonnette d'alarme que relativement tard: vers la fin de 1989, la BNS tente de reprendre le contrôle de la situation par des hausses drastiques des taux d'intérêt. Les effets sur le financement immobilier ne se font pas attendre longtemps – les intérêts hypothécaires doublent entre 1988 et 1990, atteignant près de 9%. Outre le resserrement de la politique monétaire de la BNS, en 1989, le Conseil fédéral adopte des mesures d'urgence concernant le droit foncier visant à ralentir davantage le boom. Ainsi, par exemple, un nouveau terrain à bâtir ne peut pas être cédé à nouveau durant une période de cinq ans. Par ailleurs, un plafond de nantissement est fixé pour les financements immobiliers et des restrictions plus strictes sont imposées aux investissements immobiliers réalisés par des investisseurs institutionnels. Avec ces nouvelles prescriptions, ces derniers n'ont désormais le droit d'investir que 30% au maximum de leurs actifs dans des biens immobiliers, dont 25% au maximum en Suisse.

Phase II: krach et récession (1990-1994)

En 1990, bien que les prix de l'immobilier et les taux d'intérêt soient extrêmement élevés, le secteur de la construction inonde le marché de nouveaux objets, malgré le fait que les surcapacités soient prévisibles et que les investisseurs craignent de subir des dépréciations pour des projets dans lesquels ils ont déjà investi des capitaux. Toutefois, avec l'affaiblissement de la conjoncture à la moitié des années 90,

Le marché de la propriété depuis 1985

Illustration 1: les sept phases du boom immobilier



Phases du boom immobilier			Convergence taux d'int. et prix immobilier	
			Int. hypoth. moyens Raiffeisen	Croissance annuelle moyenne des prix des maisons individuelles (minimum/maximum)
Le début	Phase I	Surchauffe	1985-1989	
	<ul style="list-style-type: none"> Obligation de caisse de pension (1985) Boom conjoncturel (1985-1987) Krachs boursiers «lundi noir» (octobre 1987) Reprise rapide, nouveau boom (à partir de 1987) 		5,5%	+ 10,0% ↑ 6,0% (1986) / 15% (1988)
Housse du taux de logements en propriété	Phase II	Krachs et récession	1990-1994	
	<ul style="list-style-type: none"> Krachs immobilier et crise des banques régionales (1990) Récession profonde (à partir de 1990) 		7,8%	- 2,3% ↓ -4,2% (1993) / 0,0% (1994)
Augmentation des prix des logements en propriété	Boom de la propriété du logement à partir de 1994/1995			
	Phase III	Stabilisation et feu vert	1995-2002	
Recul du taux de logements en propriété	<ul style="list-style-type: none"> Reprise économique retardée Réformes structurelles: chute prix constr. et immobilier, boom entreprises générales Progr. d'encouragement constr. logements et à l'accession à la propriété (1994/1995) Bulle internet, 11 Septembre, brève récession Stabilisation de l'économie (à partir de 2003) 		4,5%	0,0% → -5,7% (1996) / 4,6% (2002)
	Phase IV	Boom global	2003-2007	
<ul style="list-style-type: none"> économie mondiale florissante Prix de l'immobilier croissants sur le plan international Inondation marchés fin. avec crédits immob. USA (titres de créance immobiliers sécurisés) 		3,6%	+ 2,0% ↑ 1,1% (2005) / 2,5% (2003)	
Phase V	Régulation: remède à la crise	2008-2014		
<ul style="list-style-type: none"> Crise des marchés financiers (2008), crise européenne (2011), crise grecque (2015) Exigences accrues octroi d'hypothèques, introduction oblig. amort. (2012) Introduction d'un volant anticyclique de fonds propres (2013), augmentation (2014) Renforc. oblig. amort. et exigences endettement, principe de la valeur minimale (2014) 		3,7%	+ 3,7% ↑ 1,3% (2014) / 5,0% (2009)	
Effets collatéraux indésirables				
Phase VI	Taux d'int. nég. et effets collatéraux	2015-2019		
<ul style="list-style-type: none"> Introduction de taux d'intérêt négatifs et levée du cours minimum EUR/CHF (fin 2014) L'exubérant boom des logements locatifs exige un renforcement des régulations (2019). La propriété du logement n'est plus supportable pour la vaste population. 		1,2%	+ 1,5% ↑ 0,5% (2019) / 2,4% (2017)	
Phase VII	Stabilité: crise du coronavirus	2020- ?		
<ul style="list-style-type: none"> Marché immob. traverse la crise sans dommages, augm. dde logements en propriété Levée du volant de capital anticyclique Changements comport. durables en raison de la pandémie (télétravail, achats en ligne, etc.)? 		1,1%	+ 3,7% ↑	

les fondements spéculatifs du marché immobilier s'effondrent. Dans une spirale descendante dévastatrice, les prix corrigent toujours davantage vers le bas, tandis que l'on assiste à une évaporation de la demande immobilière. Ainsi, au début des années 90, la Suisse tombe dans une récession de longue durée dont elle ne sortira que péniblement en mettant en œuvre des réformes structurelles à la fois décisives et douloureuses. Le chômage croît même temporairement à 6% et, parallèlement, la persistance de l'inflation, avec des taux annuels supérieurs à 6,5%, empêche la BNS d'assouplir rapidement sa politique monétaire. Les défaillances de crédit dans le secteur hypothécaire se multiplient, mettant rapidement les établissements financiers sous pression, avec pour conséquence la disparition de nombreuses banques régionales. Le début de ce qu'on appelle la crise des banques régionales est la faillite de la Caisse d'épargne et de prêt de Thoun le 3 octobre 1991, qui donnera ensuite naissance à une phase de changements profonds au sein du secteur bancaire suisse: les banques régionales sont reprises par de grandes banques ou se voient contraintes de chercher leur salut dans des fusions d'entreprises. Le paysage des banques régionales n'est pas le seul à être secoué de fond en comble, des établissements plus importants ne parviennent pas non plus à rattrapper à la crise et se retrouvent dans une situation critique, parmi ceux-ci la Banque populaire suisse. Celle qui, à l'époque, était la quatrième banque de Suisse n'évite la fermeture que grâce à sa reprise. Les banques cantonales plus importantes telles que la Banque cantonale bernoise, la Banque cantonale de Genève et la Banque cantonale vaudoise survivent seulement grâce à des subventions fiscales, quant aux banques cantonales d'Appenzell Rhodes-Extérieures et de Soleure, elles disparaissent complètement du paysage. En tout, le nombre de banques en Suisse baisse d'un tiers, passant de 625 à 413 entre 1990 et 1995. Selon des estimations de la Commission fédérale des banques, les amortissements de crédits immobiliers pourris s'élèvent à environ 42 mia de CHF, soit plus de 10% du produit intérieur brut (PIB) de l'époque. L'effondrement des prix et les défaillances de paiement des immeubles de placement et des terrains à bâtir pèsent lourd dans le budget, quant aux immeubles occupés par leur propriétaire, ils font l'objet de relativement peu de saisies, les ménages privés étant la plupart du temps en mesure de rembourser leurs hypothèques. Cependant, la crise

profonde dans laquelle la Suisse est plongée persiste car, notamment, les turbulences qui surviennent à partir de fin 1992 dans le système monétaire européen ainsi qu'une nouvelle faiblesse du dollar américain font obstacle à une reprise de l'économie helvétique. En même temps, les résultats de la votation populaire sur l'adhésion à l'EEE favorisent, du moins dans un premier temps, la persistance de la faiblesse conjoncturelle. Et bien que les taux d'intérêt connaissent une baisse nette et rapide depuis la mi-juin 1992, l'effet désiré ne veut pas (encore) se faire sentir car, au bout du compte, le niveau des taux d'intérêt est toujours trop élevé au vu de la persistante stagnation de la croissance économique du pays. Rétrospectivement, on peut se demander si cette crise d'une durée insupportablement longue n'aura, finalement, pas été une expérience salutaire qui a au moins favorisé la prise de mesures déterminées et la mise en œuvre d'adaptations nécessaires. Le fait est que, malgré le refus de l'adhésion à l'EEE, les réformes structurelles négociées au préalable trouvent, dans une large mesure, leur application. Les lois sur les cartels et sur le marché intérieur sont révisées, et la taxe sur la valeur ajoutée remplace l'ancien impôt sur le chiffre d'affaires. Ces réformes sont parfois difficiles, en particulier pour le secteur de la construction, jusqu'ici ouvert à la concertation, qui doit faire des concessions douloureuses. Au bout du compte, la mise en œuvre des réformes nécessaires s'avérera être par la suite un terrain propice à un essor considérable.

Phase III: début du boom de la propriété du logement (1995-2002)

Au milieu des années 1990, le moteur économique continue de tousser tandis que perdure la combinaison fatale d'un faible taux de croissance, d'un taux de chômage élevé et de taux d'intérêt en baisse mais toujours élevés par rapport au niveau actuel. Une situation qui laisse des traces tant dans les finances publiques que privées. La hausse des impôts ainsi que l'augmentation des primes de caisse-maladie et d'assurances sociales engendrent de fortes dépenses supplémentaires pour les ménages. Sur le front de l'immobilier, la phase III est surtout marquée par la montée en puissance des entreprises générales, facilitée par le démantèlement des structures suite à la récession et aux réformes, alors que les prix de la construction continuent de chuter jusqu'au tournant du millénaire, tout comme ceux des terrains et des immeubles.

Le marché de la propriété depuis 1985

Durant cette phase de prix et de coûts de la construction en baisse, la Confédération lance le programme d'encouragement à la construction de logements et à l'accession à la propriété le plus important réalisé jusque-là dans l'histoire suisse. En 1994 et 1995, le gouvernement suisse alloue 7,4 milliards de francs à la construction de logements à loyer modéré, marquant ainsi le véritable coup d'envoi du spectaculaire boom de l'accession à la propriété. La combinaison comprenant des taux d'intérêt plus souples, une économie (de la construction) plus productive, des prix des immeubles, des terrains et de la construction en baisse, des baby-boomers qui ont les moyens d'être propriétaires ainsi qu'une immigration croissante pose de solides bases permettant au marché immobilier résidentiel de rattraper son retard. A cette même période, la propriété par étages devient pour la première fois monnaie courante dans toute la Suisse, alors qu'auparavant, cette forme de logement n'était répandue qu'en Valais. Outre un environnement propice, une nouvelle réglementation stimulant davantage l'acquisition de logements en propriété voit le jour. Dès 1995, il est possible d'employer des fonds du 2^e pilier pour l'achat d'un logement en propriété. Bien que la propriété du logement soit à présent attrayante sur le plan financier comme jamais auparavant dans l'histoire de la Confédération, le secteur immobilier n'est pas le seul à connaître une envolée jusque-là inconnue. L'ensemble de l'économie suisse parvient enfin à s'extraire de cette longue crise. Au début du nouveau millénaire, l'économie, à nouveau prospère, connaît de brefs ratés lorsque la bulle internet éclate et, le 11 septembre 2001, les marchés financiers sont encore davantage ébranlés par les attentats terroristes survenus aux Etats-Unis. Dans ce contexte, la BNS maintient sa politique monétaire expansive du fait que l'inflation se situe également à un niveau acceptable. A l'inverse de la longue récession précédente, l'économie helvétique se stabilise plutôt rapidement malgré ces circonstances.

Phase IV: boom global (2003-2007)

Tant l'économie mondiale que suisse fleurissent littéralement après la courte et légère récession au tournant de l'année 2002/2003. La population et les revenus croissent fortement, en conséquence de quoi la propriété du logement est à nouveau intéressante pour le grand public. Avec la relance, les prix de l'immobilier augmentent, mais pas uniquement en Suisse, ils décollent aussi rapidement en Espagne, en Irlande ou aux Etats-Unis. Toutefois, en raison d'une hausse modérée de l'inflation, les banques

centrales réagissent beaucoup trop tard par des hausses des taux d'intérêt. Ainsi, une atmosphère de ruée vers l'or règne sur le marché immobilier américain, et le monde entier est inondé de crédits immobiliers américains sous forme de titres de créance immobiliers sécurisés, qui s'avèreront bientôt être de véritables bombes à retardement.

Phase V: la régulation comme remède à la crise (2008-2014)

En 2007, le marché immobilier est définitivement au plus bas aux Etats-Unis. Une forte augmentation des défaillances de paiement dans le segment des subprime (crédits hypothécaires octroyés à des ménages ayant une solvabilité basse) met en effet la finance mondiale dans une situation critique. D'autres bulles des crédits ou des crédits immobiliers éclatent – notamment en Irlande ou en Espagne – et plongent le monde dans une profonde récession après la débâcle de Lehman Brothers. Les grandes banques suisses subissent des pertes colossales et doivent parfois même être sauvées par l'Etat. L'économie locale est toutefois en mesure de digérer relativement vite l'effondrement car, globalement, aucun excès ne doit être corrigé dans le secteur immobilier ni dans l'économie interne – notamment en raison des processus d'adaptation déjà initiés après la crise immobilière des années 90. La situation sur le marché du travail reste également intacte grâce au chômage partiel. Dans l'ensemble, la Suisse a relativement peu souffert de la crise, ce qui la rend encore plus attrayante tant pour le capital que les personnes. Au bout du compte, la sensible augmentation de l'immigration est une preuve tangible qu'elle a su maîtriser la crise de manière très enviable comparé à l'étranger. Les prix du marché immobilier augmentent, étant donné que les taux d'intérêt se situent toujours à des niveaux bas record. Particulièrement à la suite des préoccupations liées à la zone euro, le franc devient la valeur refuge par excellence, augmentant la pression sur son appréciation. De fait, la BNS introduit le cours minimum EUR/CHF de 1.20 le 6 septembre 2011, le taux directeur ayant auparavant déjà été baissé à zéro. Les taux d'intérêt à présent encore plus bas, une économie robuste et l'évolution démographique continuent de stimuler la demande sur le marché immobilier mais, en raison des nombreux problèmes encore irrésolus dans la finance globale, aucun revirement des taux d'intérêt susceptible de freiner le marché n'est prévu. A présent, après de longues tergiversations, les banques et les régulateurs s'activent et serrent la bride. En juillet 2012, afin d'empêcher une

intervention de l'Autorité de surveillance des marchés financiers, les banques décident, dans le cadre de mesures d'autorégulation, d'adopter des exigences minimales plus strictes pour l'octroi d'hypothèques. Ainsi, les futurs propriétaires fonciers doivent financer au moins 10% de la valeur de nantissement avec des fonds propres de base. En outre, elles introduisent pour la première fois une obligation d'amortissement qui prévoit que les hypothèques soient amorties à hauteur des deux tiers de la valeur de nantissement dans un délai de 20 ans. Pour ce faire, suite à la demande de la FINMA et de la BNS en septembre 2013, le Conseil fédéral met en vigueur un volant anticyclique de fonds propres qui exige désormais des banques qu'elles couvrent 1% des actifs pondérés en fonction des risques au moyen de fonds propres. En juin 2014, le volant de fonds propres est augmenté à 2%. Comme son introduction, cette augmentation n'a, à son tour, qu'un effet extrêmement faible sur les agissements du marché. En effet, cet instrument assez controversé ne parvient pas à compenser les incitations à investir dans l'immobilier, qui ont encore augmenté en raison de la nouvelle baisse des taux d'intérêt. Les banques restent donc en point de mire et sont astreintes à refroidir le marché hypothécaire. A partir de septembre 2014, l'obligation d'amortissement est renforcée davantage: les hypothèques doivent désormais être amorties à hauteur des deux tiers de la valeur de nantissement dans un délai de 15 ans au lieu de 20, et ce, de manière linéaire. De plus, le principe de la valeur la plus basse est introduit pour les estimations: si le prix de vente s'avère plus élevé que celui estimé par les banques, le preneur de crédit doit apporter plus de fonds propres. En outre, les deuxièmes revenus ne peuvent être utilisés pour le calcul de la capacité financière qu'en cas de responsabilité solidaire.

Phase VI: les taux d'intérêt négatifs et leurs effets collatéraux (2015-2019)

Les grandes banques centrales continuent d'inonder les marchés d'argent bon marché afin de garantir la stabilité du secteur financier et d'empêcher une propagation de la crise à l'économie réelle. Une inflation globale et durable des prix s'ensuit, causant un renchérissement tant des immeubles que de pratiquement tous les actifs. A la suite de l'introduction par la BNS de taux d'intérêt négatifs en décembre 2014 et à leur nouvelle réduction en janvier 2015, les taux hypothécaires plongent à nouveau nettement après une hausse qui n'était que temporaire. Malgré ces taux bas, les banques doivent maintenir des taux d'intérêt

indicatifs de 4,5 à 5%. Alors que les salaires n'augmentent que modérément, la demande sur le marché de l'immobilier s'en trouve radicalement limitée, malgré des conditions de financement attrayantes et les avantages financiers qui en découlent. La pénurie de placements des investisseurs institutionnels, due à la faiblesse des taux d'intérêt, et la limitation de la demande potentielle de logements en propriété en raison des exigences en matière de capacité financière provoquent un transfert accru de l'activité de construction vers le marché des immeubles de placement. La construction de logements locatifs supprime ainsi de plus en plus celle de logements à usage propre, le premier marché, contrairement au second, n'étant jusque-là soumis à aucune entrave réglementaire à l'évolution des prix. Et aussi parce que les très nombreux investisseurs investissent sans capitaux empruntés. Compte tenu du profil de rendement proportionnellement attractif des logements locatifs, pratiquement tous les projets trouvent des acheteurs. Face aux rendements négatifs des placements à taux fixe, les caisses de pension et les assurances, en particulier, se tournent vers d'autres sources de rendement en investissant davantage dans l'or en béton. Les taux de vacance augmentent continuellement, atteignant des niveaux record en chiffres absolus, alors que les rendements des investissements immobiliers baissent fortement à un niveau auparavant inimaginable en raison de l'explosion des prix, des risques croissants de taux de vacance et de la pression accrue sur les loyers initiaux. En conséquence, l'attention du régulateur se reporte du marché immobilier résidentiel sur celui des immeubles de placement, où sont désormais reconnus les principaux risques pour le système, et y applique un tour de vis. Parmi les observateurs du marché de la propriété du logement à usage propre, il semble en revanche régner un consensus selon lequel les hausses de prix sont fondamentalement justifiées, les risques d'éclatement d'une bulle étant généralement estimés faibles du fait de la réglementation extrêmement restrictive et de l'absence d'un élément spéculatif. L'activité de construction, en recul sur le marché immobilier résidentiel, ainsi que l'important attrait financier de la propriété du logement par rapport à la location maintiennent toutefois la demande sur le marché supérieure à l'offre. Ce qui engendre une poursuite de la hausse des prix, même si nettement moins dynamique. A partir de 2015, le boom du segment de la propriété immobilière ne se poursuit qu'au niveau des prix. En revanche, le taux de logements en propriété, qui avait augmenté pendant des décennies, recule en raison des exigences de plus en plus strictes en matière de capacité financière.

Phase VII: stabilité durant la crise du coronavirus (2020 - ??)

La pandémie de coronavirus qui sévit au début de 2020 cause un effondrement économique historique. Les cours des actions chutent et, en quelques semaines, le marché suisse des actions perd un quart de sa valeur. A l'inverse, le marché de la propriété du logement à usage propre se montre totalement indifférent aux turbulences, au contraire, la dynamique des prix, qui s'était récemment affaiblie, reprend nettement de la vigueur. Les marchés des actions se remettent eux aussi rapidement de leur choc. Les stabilisateurs automatiques (mot-clé: indemnité en cas de réduction de l'horaire de travail) et l'intervention résolue de l'Etat (crédits COVID, allocation pour perte de gain COVID, paiements pour cas de rigueur COVID) en combinaison avec l'ouverture des vannes financières empêchent le pire. Et permettent aux propriétaires immobiliers d'espérer que l'environnement de taux bas se prolonge encore plus longtemps. En outre, à la demande de la BNS et de la FINMA, le Conseil fédéral a rapidement ordonné la levée du volant

anticyclique de fonds propres afin de maintenir l'octroi de crédits des banques même durant la crise. Le législateur a manifestement estimé que les risques liés à la pandémie étaient soudain devenus dramatiques et qu'ils étaient plus importants que ceux liés au marché immobilier lui-même. Parallèlement, l'augmentation du temps passé à la maison pendant la pandémie entraîne une prise de conscience accrue de sa propre situation de logement et éveille de nouvelles aspirations. Le télétravail et les achats en ligne rendent les grandes villes moins attrayantes. La demande de logements se déplace vers les zones périphériques, où les propriétaires sont plus nombreux. Par conséquent, une fin de l'environnement de taux d'intérêt bas n'est pas non plus prévue en 2021. Même si l'on a récemment discuté, surtout aux Etats-Unis, de la possibilité d'abandonner la politique monétaire expansive en raison de l'augmentation des taux d'inflation suite à la réouverture de l'économie, personne ne s'attend à un retour à des taux élevés pour les années à venir. La pression à la hausse sur les prix des actifs, et donc sur les prix de l'immobilier, reste donc élevée.

La bulle va-t-elle éclater?

Dettes publiques, cours des actions, prix immobiliers et volumes hypothécaires, vacances – la politique monétaire ultra-expansive des banques centrales a alimenté diverses bulles spéculatives ces dernières années. Or, même si nous faisons aujourd’hui face à une bulle immobilière, elle n’éclatera pas. En effet, il y a des causes fondamentales aux prix élevés de l’immobilier à usage personnel qui ne sont pas liées à la spéculation.

Les prix records sans cesse battus par les propriétés sont un sujet de discussion très populaire tant dans la sphère privée que publique. Tous les jours, un autre média se penche sur les prix du marché immobilier. L’Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et la Banque nationale suisse (BNS) observent la dynamique des prix depuis des années avec des yeux d’Argus et à chaque nouveau record, mettent en garde face aux dangers des prix élevés. En règle générale, le terme de «bulle» tombe très vite et les rapports et avertissements attisent la peur d’un éclatement prochain. La plupart de ces mises en garde observent l’évolution des prix sur le marché de la propriété privée de manière totalement isolée. Cette approche fournit aux médias en mal de sensations une histoire compréhensible et racoleuse, qui garantit toujours beaucoup d’attention. Les législateurs suivent également cette logique de l’alarmisme pour se faire entendre avec des messages très simples. Les autres indicateurs du marché immobilier bénéficient du même traitement peu sérieux et irresponsable, puisqu’ils font l’objet d’une interprétation isolée et sortie du contexte. Or, ces rapports et avertissements exagérés qui reposent sur l’observation isolée d’indicateurs du marché, ne sont d’aucune utilité pour avoir une image fidèle de la situation sur le marché immobilier. Le montant absolu des prix pour la propriété à usage personnel ne dit absolument rien quant à l’état du marché et donc aux dangers potentiels. Comme toujours, la

situation est compliquée. Divers facteurs impactent l’évolution des prix et il y a des interactions complexes avec d’autres marchés, qui relativisent en partie nettement la dynamique des dernières années. Contrairement aux mises en garde lacunaires, l’image différenciée du marché, qui résulte d’une observation approfondie des interactions, ne se prête guère à la rédaction rapide de gros titres. Nous souhaitons néanmoins mettre en évidence ces liens et contribuer ainsi à objectiver le débat. Sommes-nous en présence d’une bulle et si c’est le cas, va-t-elle bientôt éclater? La liste des 13 constats suivants nous aide à y voir plus clair.

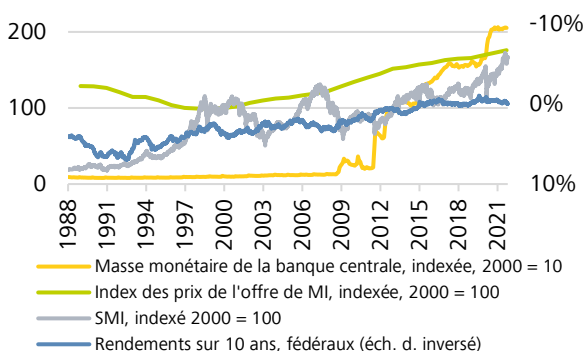
Constat 1:

Les taux bas comme principal moteur de la hausse des prix

La politique monétaire ultra-expansive des banques centrales est le facteur dominant de l’évolution des prix des deux dernières décennies. Le niveau des taux à travers le monde qui a continuellement baissé a conduit à l’inflation des prix des actifs à échelle mondiale, gonflant les valeurs de la plupart des actifs. Il ne s’agit donc pas d’un phénomène immobilier spécifique, mais d’une hausse à large échelle des valeurs réelles. Ainsi, les grandes banques centrales sont les principales responsables de l’évolution dynamique des prix contre laquelle elles mettent constamment en garde. Les évolutions sur les marchés des actifs deviennent pour ainsi dire des dommages collatéraux d’une politique monétaire



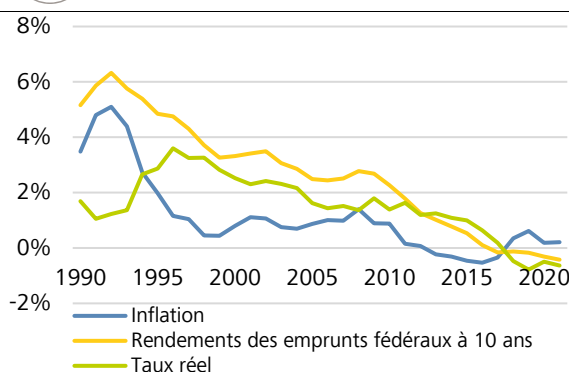
Taux, masse monétaire et prix en valeur réelle



Sources: BNS, Wüest Partner, SIX, Raiffeisen Economic Research



Baisse du taux réel



Sources: BNS, Raiffeisen Economic Research

La bulle va-t-elle éclater?

unilatéralement orientée vers l'évolution des taux de changes et des prix à la consommation. Tout abandon futur de la politique monétaire expansive devra être initié avec une extrême lenteur et prudence par les banquiers centraux qui ne veulent et ne peuvent pas se permettre que les nombreuses bulles (dettes publiques, prix des actifs, etc.), qu'ils ont eux-mêmes gonflées, n'éclatent. Les répercussions sur l'économie globale seraient trop importantes. En parallèle à la politique monétaire, ces deux dernières décennies, des mégatendances telles que la numérisation, la globalisation et le vieillissement des principales économies ont entraîné une baisse des taux réels. Dans ce contexte, plus personne ne s'attend à une forte hausse des taux voire même au retour aux niveaux d'antan, même si l'inflation est de nouveau évoquée plus fréquemment.

Constat 2: l'évolution des prix s'explique par une multitude de causes fondamentales

Ces 20 dernières années, il n'y a pas que les prix de l'immobilier qui ont augmenté. Malgré les crises répétées, le PIB suisse a progressé de 50% sur cette période. Les salaires ont eux aussi augmenté de manière significative, et sont 20% supérieurs au niveau d'il y a 20 ans. L'environnement économique intact entraîne une demande plus élevée de biens immobiliers. Il en va de même pour l'évolution démographique: en 20 ans, notre population a augmenté de 20 % et la tendance est à la hausse. L'immigration reste élevée, au même titre que la qualité de la main d'œuvre immigrée. Or, ces personnes ont toutes besoin d'un logement et comme les ménages sont de plus en plus petits en raison des tendances à l'individualisation et au vieillissement de la société, de plus en plus de logements et de surface sont nécessaires par habitant. Par conséquent, la demande

d'immobilier résidentiel augmente de manière disproportionnée. La hausse des prix s'explique donc en grande partie par les causes fondamentales qui stimulent la demande. Le découplage de l'évolution économique globale ne s'observe qu'à partir de 2009. Elle correspond donc exactement au début de la croissance de la masse monétaire suite à la politique monétaire expansive. (Cf. Constat 1).

Constat 3:

Etre propriétaire revient bien moins cher qu'être locataire

Même si les prix de la propriété ont fortement augmenté, les frais courants des propriétaires n'ont pas augmenté ces dernières années. En effet, les coûts de financement économisés par la baisse des taux hypothécaires ont été compensés par la hausse des prix d'achat. Grâce aux conditions de financement attractives, être propriétaire a gagné en attractivité par rapport au statut de locataire. Car jusqu'au milieu de la dernière décennie les loyers ont continué à augmenter, donc, en achetant, on peut économiser plus de 25% en frais de logement. Cet avantage de coûts stimule la demande de propriété. Qui peut, achète. Cette situation perdurera tant que les taux d'intérêt ne remonteront pas sensiblement, car les loyers baissent, mais lentement. C'est pourquoi il faudra encore longtemps avant que les frais de logement des deux marchés ne s'alignent.

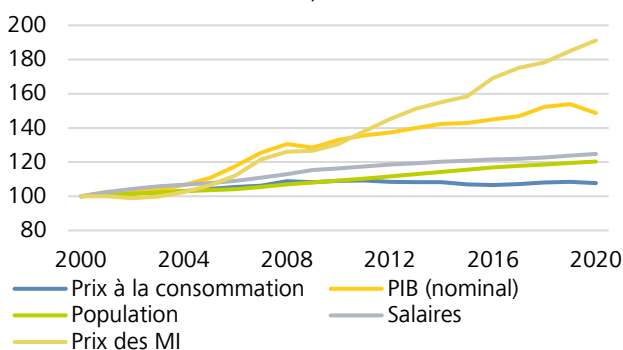
Constat 4: la baisse des marges entraîne la baisse des taux hypothécaires

Le niveau général des taux n'est pas seul à faire dégringoler les taux hypothécaires. En outre, les marges des prêteurs hypothécaires subissent des pressions accrues.



Evolution des facteurs fondamentaux

Tous les indicateurs indexés, 2000 = 100

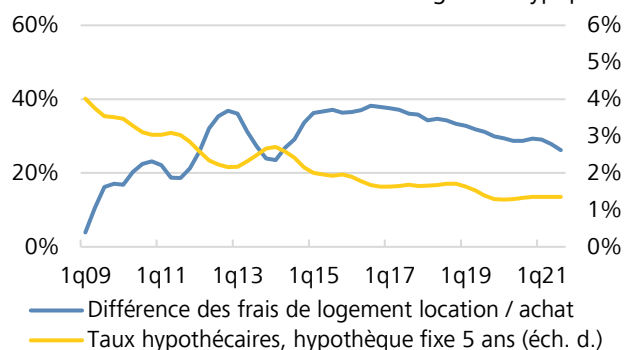


Sources: OFS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Economies réalisées en cas d'achat par rapport à la location

Différence entre achat et location d'un logement typique



Sources: BNS, Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research

La bulle va-t-elle éclater?

De nouveaux acteurs tels que des courtiers en prêts hypothécaires, caisses de pension ou assureurs affluent sur le marché hypothécaire, attisant la concurrence. Les banques établies sont de plus en plus en difficulté sans espoir d'échapper à la guerre des prix, ce qui conduit fatalement à l'érosion de leurs marges. Même si les marges d'intérêts des banques ont déjà nettement baissé, les hypothèques demeurent attrayantes. En effet, l'environnement de taux négatifs fait qu'il n'y a que peu de sources alternatives de rendement pouvant capter des volumes d'investissement importants. Cette attractivité va à l'avenir encore renforcer la concurrence et faire baisser un peu plus les marges, notamment car la numérisation et l'économie de plateforme augmentent l'efficacité des prestataires.

Constat 5: La propriété, c'est tendance !

Il suffit de jeter un œil aux abonnements de recherche sur les plateformes immobilières en ligne pour constater qu'acheter est bien plus populaire que louer. Les frais de logement moindres (cf. Constat 3) ne sont qu'une raison parmi d'autres expliquant le boom de la demande de propriétés. Le désir de son propre chez soi et la qualité de vie qui en découle gagne en importance. Par ailleurs, les logements en propriété satisfont en moyenne bien mieux diverses exigences, comme la taille, le standard d'aménagement et les espaces extérieurs. Comme les prix dans les centres deviennent de plus en plus inabordables, la demande se délocalise de plus en plus en périphérie. Et comme le taux de propriété y est plus important qu'en ville, en raison de la pénurie de logements, le choix se porte sur l'agglomération voire même la campagne. Par ailleurs, le temps accru passé chez soi pendant la pandémie a renforcé l'appréciation de l'espace de vie. Ces

nouvelles convoitises ont soutenu la demande déjà très élevée de propriétés. L'activité de recherche des biens en propriété a depuis encore redoublé d'intensité.

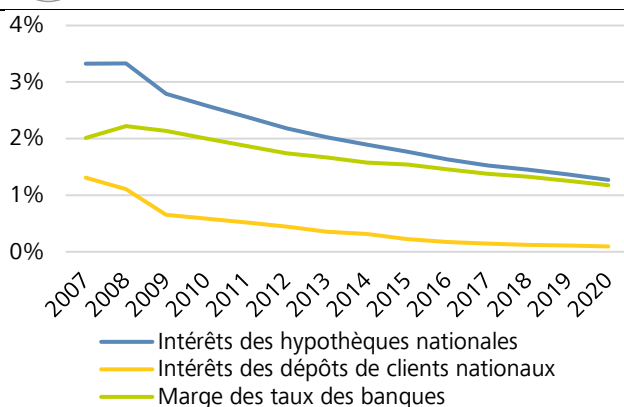
Constat 6:

Le maigre portefeuille de projets maintient l'offre à un faible niveau

Alors que la demande de biens en propriété est élevée, l'offre est limitée et le demeure. D'année en année, le nombre de nouvelles constructions se réduit comme peau de chagrin. Le portefeuille de projets est maigre, si bien que la situation ne devrait pas s'améliorer à l'avenir. Dans la lutte pour les rares terrains constructibles, les projets de constructions de propriétés à usage personnel sont de plus en plus désavantagés face à l'immobilier de placement. En effet, en raison de la pénurie de placements, les investisseurs institutionnels investissent davantage dans le marché immobilier. En règle générale, ils sont en mesure de payer des prix plus élevés car ils investissent avant tout des fonds propres sans avoir à satisfaire les exigences de solvabilité. Il en résulte que les développeurs de projet sont souvent lésés dans les courses aux terrains constructibles qui à l'avenir aussi, constitueront le facteur limitant de l'offre de propriété. Seule une planification plus libérale de l'espace pourrait changer la donne. Le consensus politique exige au contraire une gestion encore plus économe de cette pénurie. Certes, les aspirations politiques pour promouvoir la densification sur les terrains déjà construits existent, mais en l'occurrence, la roue tourne lentement et nombreux sont les projets qui se heurtent à la résistance sur place. «Densifier oui, mais pas chez nous». La demande continuera donc à dépasser l'offre, ce qui ne devrait guère faire baisser les prix.



Marge dans l'activité hypothécaire

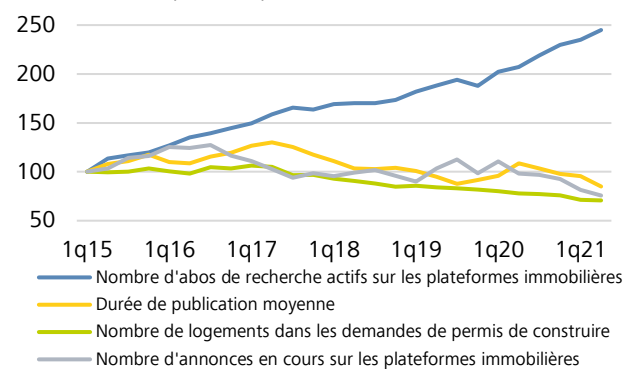


Sources: BNS, Raiffeisen Economic Research



Indicateurs de l'offre et de la demande de propriétés à usage personnel

Pour MI et PPE, indexé, 1t15 = 100



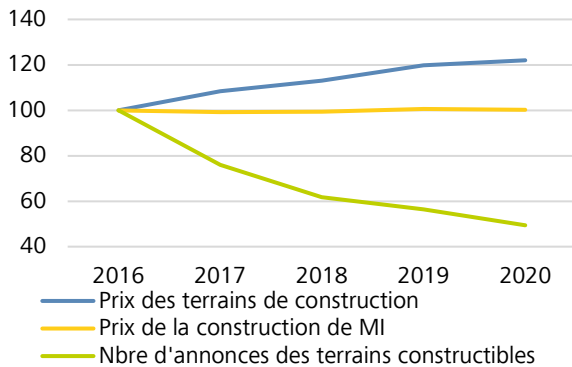
Sources: Realmatch360, Meta-Sys, Docu-Media, Raiffeisen Economic Research

La bulle va-t-elle éclater?



Terrains constructibles et prix de construction

Indexé, 2016 = 100

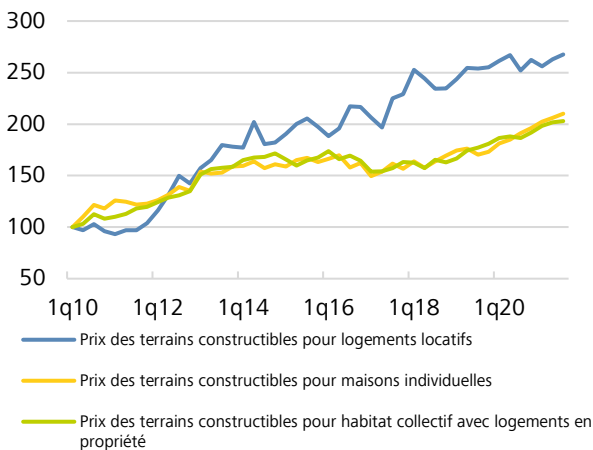


Sources: OFS, ImmoSparrow, Raiffeisen Economic Research



Prix des terrains constructibles selon le segment résidentiel

Indexé, 1t10 = 100

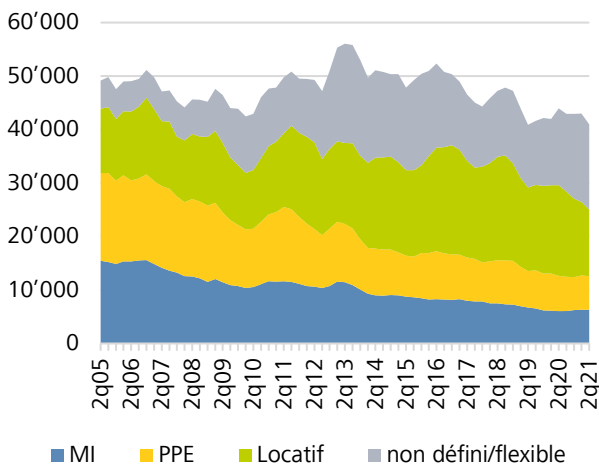


Sources: Fahrländer, Raiffeisen Economic Research



Permis de construire selon le segment résidentiel

Nombre d'unités octroyées



Sources: Docu-Media, Raiffeisen Economic Research

Constat 7: Interactions entre les marchés

S'il y a pénurie de logements en propriété en Suisse, les logements locatifs vacants sont légion. Certes, pour la première fois depuis des années, le taux de vacance des logements locatifs a de nouveau légèrement baissé, mais les chiffres sont parlants: près de 2,5% des logements locatifs sont inoccupés, alors que 0,5% des propriétés à usage personnel sont inhabitées. Et pourtant, dans la situation de pénurie de placements actuelle, le nombre de constructions de logements locatifs dépasse celui des maisons individuelles (cf. Constat 6). Outre la pénurie de placements, l'autre raison de ces déséquilibres réside dans la réglementation des marchés financiers qui se focalise sur le financement tiers. Or, les moteurs de la construction de logements locatifs sont des investisseurs institutionnels, comme des caisses de pension ou des assureurs qui ont avant tout recours à leurs fonds propres qu'ils peuvent très aisément investir dans le marché immobilier. Sur le marché de la propriété, en revanche, les demandeurs sont des ménages qui dépendent d'un taux de financement tiers important. Ces exigences deviennent trop élevées pour un nombre croissant d'entre eux (cf. Constat 3). Il en résulte des déséquilibres entre les deux marchés immobiliers. La réglementation tient pour ainsi dire les locataires captifs du marché du logement locatif, alors même qu'en devenant propriétaires, ils pourraient économiser beaucoup d'argent (cf. Constat 3). Il suffit de jeter un œil aux prix des terrains constructibles pour voir l'effet de cette évolution. Les prix des terrains de construction de logements locatifs ont augmenté bien plus que ceux des maisons individuelles, ce qui explique pourquoi si peu de propriétés à usage personnel sont construites. Le marché de l'immobilier de placement est maintenu attrayant de manière artificielle. En même temps, les grands flux de capitaux qui alimentent le marché locatif font également flamber les prix de la propriété par la hausse des prix des terrains constructibles.

Constat 8: la dette hypothécaire par habitant est élevée – mais cela vaut également pour le patrimoine

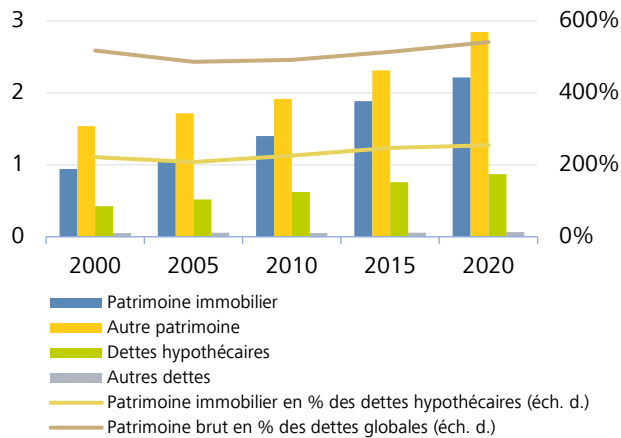
Etroitement lié au marché de la propriété, le marché hypothécaire est également en alerte. D'aucuns s'inquiètent que depuis le début du millénaire, le volume hypothécaire a plus que doublé alors que la Suisse affiche l'un des taux d'endettement hypothécaire les plus élevés au monde. Cela peut paraître dangereux. Mais ces dettes sont couvertes par des valeurs matérielles, c'est-à-dire par un gage immobilier. Le patrimoine immobilier des ménages suisses est 2,5 fois plus important que les dettes hypothécaires. Les dettes ne résultent donc pas de dangereux crédits à la consommation. Par ailleurs, les ménages suisses disposent d'un patrimoine consacré

La bulle va-t-elle éclater?



Dettes et patrimoine des ménages suisses

En bio. CHF

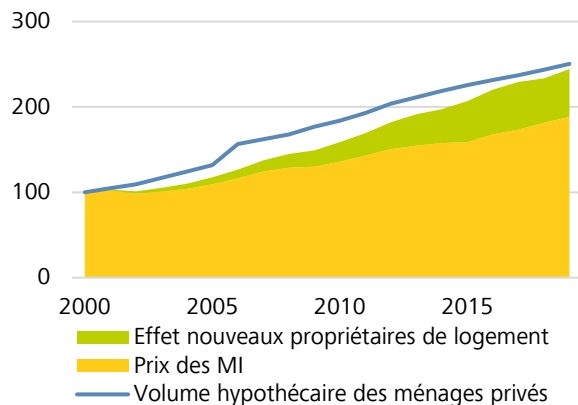


Sources: BNS, Raiffeisen Economic Research



Volume hypothécaire et valeur de tous les logements en propriété en Suisse

indexé, 2000 = 100

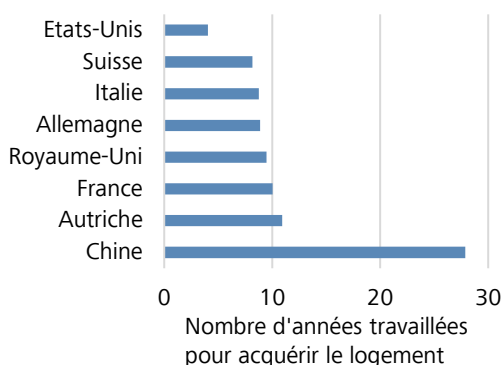


Sources: BNS, SRED, Raiffeisen Economic Research



Abordabilité en comparaison internationale

Prix d'un logement de 90 m² typique par rapport au revenu annuel des ménages disponible



Sources: Numbeo, Raiffeisen Economic Research

quent en plus de leurs biens immobiliers. Et c'était déjà le cas avant le gonflement des prix des actifs par les banques centrales. Si le montant des dettes est considéré de manière non isolée, mais à l'aune du patrimoine, les avertissements doivent être relativisés.

Constat 9: le manque d'incitations à l'amortissement explique le montant de la dette

Il est souvent dit qu'en Suisse, l'endettement hypothécaire des ménages privés mesuré au PIB est dangereusement élevé. En 2020, cette valeur s'élevait à près de 112 %. C'est effectivement l'une des valeurs les plus élevées au monde. Elle s'explique par le fait qu'en Suisse, contrairement à l'étranger, des incitations fiscales ont été mises en place pour que les dettes hypothécaires n'aient pas besoin d'être entièrement remboursées et par le passé, les pratiques d'amortissement étaient relativement souples. L'obligation d'amortissement n'a été introduite qu'en 2012, avant le renforcement en 2014 exigeant l'amortissement des hypothèques (dans un délai de quinze ans) jusqu'au rattachement de 66%. De nombreux propriétaires en profitent pour laisser les dettes résiduelles pour ainsi dire éternellement. Dans la plupart des autres pays, les hypothèques doivent être remboursées dans leur intégralité. Du point de vue du risque, ce sont avant tout les rattachements élevés qui sont problématiques, car en cas d'effondrement des prix de l'immobilier, les dettes peuvent très vite dépasser la valeur de l'immobilier. Avec l'introduction de l'obligation d'amortissement jusqu'à 66%, ce risque est fortement réduit. En Suisse, la part du volume hypothécaire par rapport au PIB dans le domaine risqué à fort taux d'endettement devrait être inférieure à celle d'autres pays.

Constat 10: la croissance hypothécaire peut s'expliquer

En 20 ans, les dettes des ménages privés ont été multipliées par 2,5, tandis que les prix de la propriété ont «tout juste» doublés. Mais cette forte croissance est relativisée par la légère hausse du taux de propriété sur cette période, mais surtout par la forte hausse de la population globale. Si l'on tient compte du nombre de propriétaires supplémentaires, les dettes et le patrimoine immobilier correspondant ont quasiment augmenté au même rythme. Il ne saurait donc être question d'une hausse du taux de financement tiers et donc d'une bulle alimentée par le crédit.

Constat 11: en comparaison internationale, les propriétés restent abordables

En termes de niveaux de prix immobiliers, la Suisse est un cas à part à échelle internationale. Mais c'est aussi le cas des salaires. En rapportant les prix immobiliers aux revenus du ménage pour ainsi calculer l'abordabilité, on

La bulle va-t-elle éclater?

s'aperçoit que les propriétés en Suisse ne sont pas particulièrement chères, au contraire, elles sont même plus abordables que dans les pays voisins. Certes, les prix de l'immobilier ont récemment plus fortement augmenté que dans la plupart des autres pays, mais, si l'on tient compte de l'abordabilité, cette évolution des prix peut être qualifiée de rattrapage. Même si en comparaison internationale, les propriétés restent abordables, les obstacles sur le marché de la propriété sont parmi les plus élevés. Les critères de solvabilité suisses sont les plus stricts au monde. En même temps, les économies potentielles de l'accession à la propriété sont les plus importantes. La réglementation suisse, fortement axée sur la stabilité du marché financier empêche ainsi de vastes couches de la population de profiter d'économies potentielles de plusieurs milliards.

Constat 12: pas d'élément spéculatif

Certes, la part des investisseurs Buy-to-let a fortement augmenté ces dernières années. 80% des propriétés sont acquises par des personnes ayant l'intention d'y vivre et qui les occuperont effectivement. Dans leurs cas, les rendements élevés et prises de bénéfices rapides ne constituent pas un argument majeur d'achat. Or, la plupart des investisseurs Buy-to-let ne mérite pas davantage l'étiquette «spéculateur». En règle générale, ce sont des investisseurs rationnels qui recherchent des rendements attrayants dans l'environnement de taux actuel.

Constat 13: le marché de la propriété est bien armé contre les crises

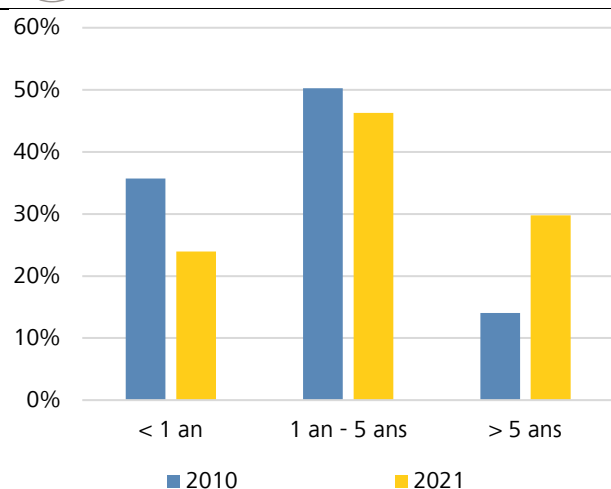
Enfin, se pose la question de savoir si les prix immobiliers actuels se justifient ou non par le niveau futur des taux. Si contrairement aux attentes, les taux devaient quand même augmenter et les prix immobiliers s'effondrer, plusieurs lignes de défense éviteraient une crise profonde.

Tout d'abord, les exigences de solvabilité extrêmement restrictives garantiraient que même à des taux de 5%, tous les emprunteurs d'hypothèques seraient en mesure d'assurer le service de la dette avec leurs revenus. Ce niveau permet de garantir que les frais de logement ne représentent pas plus d'un tiers du revenu. Même des taux plus élevés sont gérables grâce aux revenus courants des ménages qui peuvent se resserrer la ceinture ailleurs. Les pics de taux temporaires peuvent par ailleurs être couverts par les économies.

Deuxièmement, avec une fixation des taux de plus en plus longue, la structure de financement hypothécaire protège à court terme des effets d'un choc des taux. Seules 20% des hypothèques affichent un engagement de taux restant de moins d'un an. Cela permet aux ménages de gagner un temps précieux pour s'adapter. Troisièmement, l'autre mécanisme de protection est le fait que les propriétés à usage personnel affichent un taux de nantissement maximal de 80% et doivent être amorties à 66% sur 15 ans. Même en cas d'effondrement très prononcé des prix (25%), la valeur immobilière dépasse le montant de l'hypothèque chez pratiquement tous les preneurs d'hypothèques, sauf chez ceux qui au cours des 2 dernières années ont acheté avec un nantissement maximal. Or, chaque année, il n'y a que 2% des propriétés à usage personnel qui changent de mains sur le marché libre. Ainsi, seuls quelques rares cas sont concernés par l'effondrement total des prix. Quatrièmement, le remboursement d'une partie de l'hypothèque permet de réduire un éventuel découvert. La cinquième ligne de défense est constituée par les exigences en termes de fonds propres des banques, qu'elles ont fortement relevées ces dernières années, justement pour faire face à ce genre de situations. Elles sont aujourd'hui bien plus strictes qu'avant la crise financière. Il est incontestable que le marché immobilier est le jouet de la politique monétaire. Or, les banquiers centraux en ont conscience et tout relèvement des taux doit tenir compte du marché.



Volume hypothécaire selon échéance résiduelle



Sources: BNS, Raiffeisen Economic Research

La bulle va-t-elle éclater?

Dans la mesure du possible, il s'effectuera de manière progressive et le marché aurait ainsi du temps pour s'adapter. Or, il pourra absorber des revers de prix importants, sans grandes difficultés, même de 25%.

Conclusion: bulle oui, mais bulle spéculative non

Pour savoir si nous sommes aujourd'hui confrontés à une bulle, il faut d'abord définir ce terme. Il va sans dire que la politique monétaire expansive a fait gonfler les prix

de la propriété. Dans ce sens, nous avons affaire à une bulle et la véritable question est de savoir si elle va éclater. Mais comme la bulle ne présente pas toutes les caractéristiques des marchés spéculatifs classiques, cela ne devrait pas être le cas. Le niveau de taux actuel et futur ainsi que les facteurs fondamentaux intacts justifient le niveau de prix actuel.



Caractéristiques des bulles spéculatives

Caractéristiques d'une bulle spéculative	Evaluation pour le marché suisse des logements à usage personnel (2021)	Satisfait ?
Élément spéculatif	Le marché est dominé par des acheteurs prévoyant un usage personnel et effectuant des calculs rationnels, pas des spéculateurs. Rares sont les achats dans l'objectif d'une revente avec un bénéfice. Aucune accélération de l'activité de transaction n'est constatée. Les considérations coûts/utilité justifient l'achat d'une propriété. L'achat d'une propriété permet des économies de frais de logement de 25% par rapport à la location.	Non
Découplage des facteurs fondamentaux	La raison principale de la hausse des prix immobiliers est le facteur fondamental par excellence du marché immobilier, c'est-à-dire les taux. Ils sont bas et rendent les propriétés attrayantes. Or, d'autres facteurs fondamentaux expliquent eux aussi en partie les prix croissants (revenu, population, pénurie de terrains et de biens en propriété, etc.)	Non
Les prix payés se situent au dessus d'une «valeur intrinsèque»	La valeur intrinsèque d'une propriété est l'utilité qu'elle génère en tant qu'espace de vie. Elle est identique à l'utilité de logements locatifs comparables. Or, vivre dans un logement en propriété revient moins cher qu'occuper un logement locatif. La nature du financement – et c'est la seule différence d'un point de vue économique entre les deux formes de logement, location et propriété – n'a aucune importance pour la valeur intrinsèque. En tout état de cause, la propriété revient moins cher que la location.	Non
L'évaluation ne correspond pas aux attentes pour l'avenir	L'évaluation élevée repose essentiellement sur l'hypothèse de taux bas continus. Il règne un large consensus selon lequel les taux vont rester bas pendant encore très longtemps. Par conséquent, le niveau des prix est compatible avec les attentes pour l'avenir.	Non
Utilisation accrue de capital tiers (leverage)	Le taux de financement tiers n'est pas plus important par rapport à la valeur qu'autrefois. La hauteur de nantissement des biens a plutôt tendance à baisser.	Non
Accès facilité au capital tiers	Les donneurs de capital tiers observent de manière très stricte les règles de solvabilité. On n'observe aucun changement par rapport à la pratique actuelle, extrêmement restrictive et prudente, en matière d'octroi d'hypothèques.	Non
Prix élevés par rapport à d'autres biens	Pratiquement tous les prix des actifs ont pris de la valeur dans la même ampleur (cf. actions). Le prix relatif de la propriété par rapport à par conséquent pratiquement pas évolué. Même du point de vue des consommateurs d'autres actifs n'a mateurs, les frais de la propriété n'ont pas augmenté, ils ont même baissé à la faveur des taux bas.	Non

Source: Raiffeisen Economic Research

Effets secondaires de la hausse des prix

Les prix immobiliers augmentent plus vite que les revenus des ménages, et ce depuis longtemps. L'abordabilité de la propriété du logement se détériore donc constamment. Bien que le coût du logement effectif pour les propriétaires ait diminué grâce à la baisse des taux d'intérêt hypothécaires, les exigences de capacité financière strictes empêchent la plupart des ménages d'acquiescer un logement. La propriété du logement est donc de plus en plus considérée comme un privilège. Par conséquent, la structure des propriétaires évolue, les comportements changent et le taux de logements en propriété diminue.

Les observateurs du marché immobilier ne sont plus surpris par la publication de nouveaux prix records pour les maisons individuelles et les appartements en propriété tous les trimestres. En effet, depuis la fin de la crise immobilière des années 1990, les prix des logements à usage propre ont constamment augmenté. Comme cela a été analysé au chapitre précédent, de nombreuses raisons sous-tendent cette évolution des prix. Finalement, la hausse des prix reflète une forte demande induite par le contexte de taux bas et confrontée à une offre très limitée. Les objets en propriété sont soumis à ce principe, qui s'applique à tous les biens: ce qui est recherché et rare devient plus onéreux. Alors que les propriétaires immobiliers de longue date peuvent se réjouir de belles plus-values sur leur capital investi, de plus en plus de ménages suisses voient leur rêve de logement à usage propre s'envoler suite à la forte hausse constante des prix. La propriété du logement est de plus en plus considérée comme un privilège.

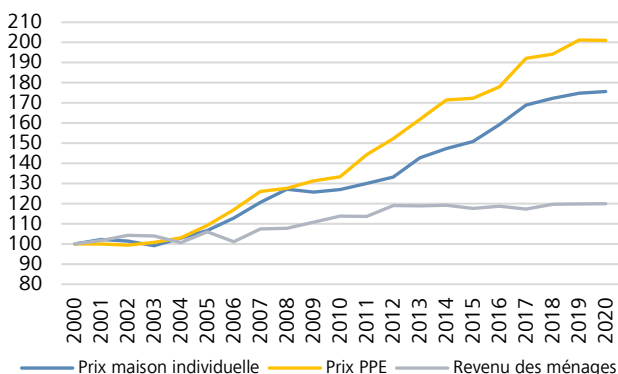
Les prix et les revenus divergent

Considérée de manière isolée, la hausse des prix ne constitue pas un problème en soi car elle ne fait que refléter l'immense déséquilibre entre l'offre et la demande qui sévit sur le marché. Cependant, le graphique ci-après



Prix immobiliers et revenus

Prix d'un objet en propriété typique et revenus d'un ménage moyen, indexé, 2000 = 100



Sources: OFS, SRED, Raiffeisen Economic Research

montre clairement pourquoi de nombreux Suisses considèrent l'évolution actuelle des prix comme problématique et injuste. Les prix des logements en propriété ont augmenté beaucoup plus vite que les revenus au cours des 20 dernières années. Le prix d'une maison individuelle typique (5 pièces, volume de 800 m³, terrain de 600 m²) a connu une hausse de 75% depuis le début du millénaire. En 2020, un appartement en propriété classique (4 pièces, surface habitable de 100 m²) valait même deux fois plus qu'en 2000. Parallèlement, les revenus des ménages moyens, pratiquement en stagnation depuis 10 ans, ont augmenté de «seulement» 20%. Cette évolution explique le fait que de nombreux ménages ont l'impression que leur rêve de propriété du logement s'est effondré.

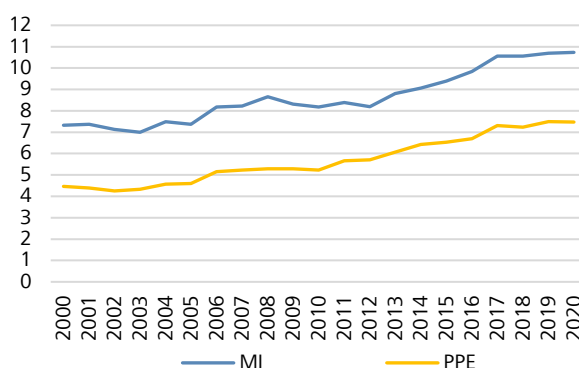
L'abordabilité a nettement diminué

Pour mesurer ce que la population peut s'offrir en matière de propriété du logement, les économistes ont recours à ce qu'on appelle les «Housing Affordability Indices» (HAI). Ces indices permettent de comparer les revenus aux prix des logements en propriété et aux coûts de logement. Pour analyser le marché immobilier suisse, on utilise principalement deux indicateurs, à savoir



Abordabilité (HAI 1)

Revenus annuels d'un ménage requis pour l'achat d'un objet en propriété typique



Sources: OFS, SRED, Raiffeisen Economic Research

Effets secondaires de la hausse des prix

l'abordabilité (HAI 1) et la capacité financière (HAI 2). L'abordabilité mesure combien d'années de revenus sont requises pour couvrir le prix total d'un bien immobilier moyen. Sans grande surprise, l'abordabilité des logements à usage propre suisses s'est nettement détériorée sous l'impact de la forte hausse des prix immobiliers et d'une relative stabilité des revenus des ménages. Le graphique figurant à la page précédente montre l'évolution de cet indicateur sur les 20 dernières années. L'abordabilité a nettement diminué, tant pour les maisons individuelles que pour les appartements en propriété. Au début du millénaire, une maison individuelle typique coûtait en moyenne 7,3 fois le revenu annuel d'un ménage moyen (prix d'achat: 740'000 francs, revenu du ménage: 101'000 francs). Mais l'an dernier, un ménage moyen aurait dû dépenser 10,7 fois son revenu annuel pour acquérir la même maison (prix d'achat: 1'300'000 francs, revenu du ménage: 121'000 francs). Sur la même période, l'indice HAI 1 des propriétés par étages a augmenté de 4,5 (prix d'achat: 450'000 francs) à 7,5 (prix d'achat: 910'000 francs). En d'autres termes, au cours des 20 dernières années, le prix des maisons individuelles a augmenté de presque 3,5 années de revenus moyens et celui des propriétés par étages d'environ trois années de revenus moyens.

L'abordabilité diminue pour tout le monde

La comparaison de la répartition des revenus des ménages à celle des prix immobiliers montre aussi clairement la détérioration de l'abordabilité (voir les tableaux sur cette page). Alors que le ménage médian devait dépenser 6,3 années de revenus pour acquérir un objet en propriété médian (maison individuelle et PPE) en 2006, il lui fallait en dépenser déjà 8 en 2020. On constate généralement que le HAI 1 a subi une détérioration

linéaire. En 2006, l'abordabilité se situait sur la diagonale allant de 6 à 7. Depuis, la diagonale s'est déplacée vers les valeurs de 7,8 à 8,8. Cela montre que les revenus et les prix des logements en propriété ont rapidement divergé de manière similaire dans tous les quantiles. Par conséquent, quel que soit leur niveau de revenus, tous les ménages sont aujourd'hui contraints, pour l'achat d'un logement à usage propre, de se contenter d'une catégorie de prix inférieure ou de travailler nettement plus longtemps pour acquérir le même objet.

Capacité financière effective et indicative

Comme on l'a vu, la capacité financière (HAI 2) est, après l'abordabilité, le deuxième indicateur clé pour évaluer l'accessibilité à la propriété du logement en Suisse. La capacité financière permet de mesurer la part des revenus qui doit être consacrée au financement et à l'entretien d'un logement en propriété. A cet effet, on suppose que le nantissement de l'objet est limité à 80%. Les dépenses comprennent donc les intérêts hypothécaires à régler, l'amortissement de la dette jusqu'aux deux tiers de la valeur d'avance sur 15 ans et les frais d'entretien estimés à 1% de la valeur de l'objet. Soulignons que dans le contexte suisse, il faut impérativement établir une différence entre la capacité financière effective et la capacité financière indicative. Dans le cas de la capacité financière effective, les frais réels d'un financement immobilier sont comparés aux revenus du ménage. Pour la capacité financière indicative, on analyse les frais théoriques que les banques doivent appliquer pour des motifs réglementaires lors de l'octroi de crédits hypothécaires. A cette fin, on utilise à l'heure actuelle un taux d'intérêt indicatif de 4,5% à 5% habituellement auquel on ajoute les frais d'amortissements et d'entretien pour calculer la capacité financière. La

Abordabilité des objets en propriété (maison individuelle et PPE)

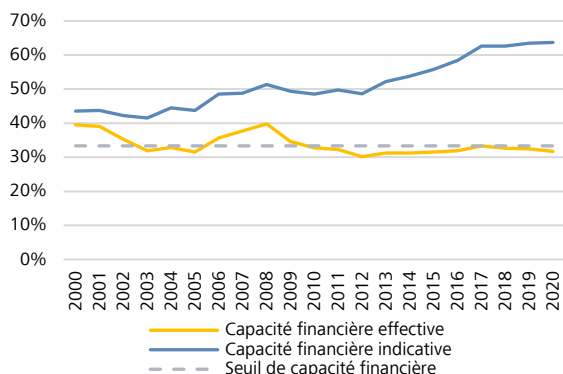
		2006									2020								
		Revenus									Revenus								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Prix	10%	7.0	5.1	4.2	3.6	3.2	2.8	2.4	2.1	1.6	8.8	6.3	5.1	4.3	3.7	3.2	2.8	2.3	1.8
	20%	9.3	6.8	5.6	4.8	4.2	3.7	3.2	2.7	2.2	12.1	8.7	6.9	5.9	5.1	4.3	3.8	3.2	2.5
	30%	10.7	7.8	6.4	5.5	4.8	4.2	3.7	3.2	2.5	14.4	10.3	8.3	7.0	6.1	5.2	4.5	3.8	3.0
	40%	12.6	9.2	7.5	6.4	5.7	5.0	4.3	3.7	3.0	16.7	12.0	9.6	8.2	7.1	6.0	5.2	4.4	3.5
	50%	14.0	10.2	8.3	7.1	6.3	5.5	4.8	4.1	3.3	19.1	13.7	10.9	9.3	8.0	6.8	5.9	5.0	4.0
	60%	15.8	11.5	9.4	8.1	7.2	6.2	5.4	4.7	3.7	21.5	15.4	12.3	10.5	9.1	7.7	6.7	5.7	4.5
	70%	18.1	13.2	10.8	9.3	8.2	7.2	6.2	5.3	4.3	25.1	18.0	14.4	12.3	10.6	9.0	7.8	6.6	5.2
	80%	21.4	15.6	12.8	11.0	9.7	8.4	7.4	6.3	5.0	29.8	21.3	17.1	14.5	12.5	10.7	9.3	7.9	6.2
	90%	28.8	21.0	17.2	14.8	13.1	11.4	9.9	8.5	6.8	37.7	27.0	21.6	18.4	15.9	13.5	11.7	9.9	7.8

Quelle: BFS, SRED, Raiffeisen Economic Research



Capacité financière (HAI 2) pour une maison individuelle

Capacité financière effective et indicative d'une MI typique, hypothèses: avance 80%, taux d'intérêt indicatif 5%, provisions 1% et amortissement 1%

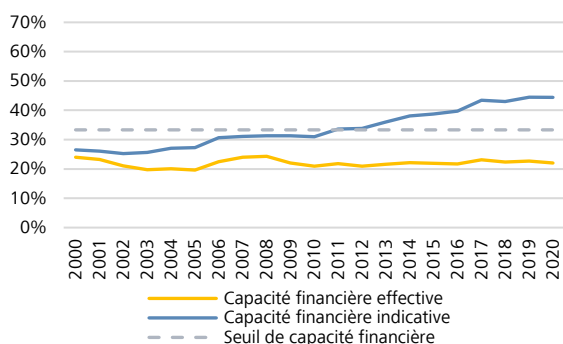


Sources: OFS, BNS, SRED, Raiffeisen Economic Research



Capacité financière (HAI 2) pour une propriété par étages

Capacité financière effective et indicative d'une PPE typique, hypothèses: avance 80%, taux d'intérêt indicatif 5%, provisions 1% et amortissement 1%

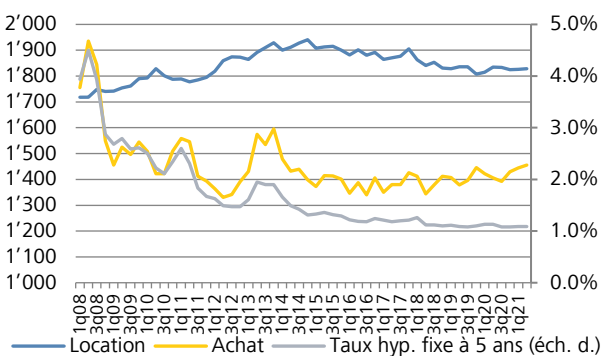


Sources: OFS, BNS, SRED, Raiffeisen Economic Research



Coûts du logement en propriété

Coûts de logement mensuels d'un appartement moyen (3 à 4,5 pièces) en propriété / en location, et taux d'intérêt sur une hypothèque à taux fixe à 5 ans



Sources: BNS, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

capacité financière effective correspond donc aux frais que le propriétaire doit réellement assumer, tandis que la capacité financière indicative est celle qui doit être donnée pour obtenir un financement bancaire. Il existe aussi une règle d'or bien connue selon laquelle les coûts de logement, tant effectifs qu'indicatifs, ne doivent pas dépasser un tiers des revenus du ménage.

La capacité financière effective ne s'est pas détériorée

Si l'on observe les deux graphiques relatifs à la capacité financière présentés sur cette page, on constate que, depuis le début du millénaire, la capacité financière effective ne s'est détériorée pour aucun des deux segments de logements en propriété, et ce malgré une très forte hausse des prix. C'est plutôt l'inverse qui s'est passé: aujourd'hui, les coûts d'un objet en propriété typique rapportés aux revenus d'un ménage moyen sont même plus bas qu'en 2000. Si l'on utilise les taux d'intérêt hypothécaires moyens publiés par la Banque nationale suisse pour calculer les coûts de financement, un ménage moyen devait consacrer presque 40% de ses revenus au coût de logement d'une maison individuelle typique en 2000. La capacité financière n'aurait ainsi pas été donnée pour un tel objet. Mais elle aurait été donnée l'an dernier, puisque le ménage n'aurait dû consacrer qu'un peu plus de 31% de ses revenus au coût de ce même objet, dont le prix a augmenté de 80% entre temps. Une capacité financière suffisante aurait été donnée pour l'appartement en propriété typique pour le ménage suisse moyen. Dans ce segment, les coûts de logement représentent aussi une part des revenus plus faible aujourd'hui (22%) qu'au début du millénaire (24%). Dans les deux segments, on constate que la capacité financière effective s'est nettement stabilisée depuis le début des années 2010. Comme on le voit sur le graphique ci-contre, cela est dû à l'évolution des taux d'intérêt hypothécaires. Jusqu'au début des années 2010, les coûts de logement étaient fortement influencés par le niveau des taux d'intérêt hypothécaires, qui fluctuaient énormément. Avec la baisse des taux d'intérêt consécutive à la crise économique et financière mondiale, les coûts de logement lors de l'achat d'un nouveau logement à usage propre ont également diminué initialement. Mais l'inflation du prix des biens a rapidement eu un impact sur le calcul. Au cours de la dernière décennie, les coûts de logement se sont découplés du niveau des taux d'intérêt car la hausse continue des prix immobiliers a largement compensé les économies de coûts dérivées de la baisse des taux d'intérêt. Depuis la stabilisation des taux d'intérêt à la fin des années 2010, les coûts du logement en propriété recommencent donc lentement à augmenter.

Effets secondaires de la hausse des prix

Détérioration de la capacité financière indicative

Au cours des 20 dernières années, la capacité financière effective a eu tendance à s'améliorer grâce à la baisse des taux d'intérêt, mais la capacité financière indicative a connu une évolution très différente. Comme elle doit être calculée avec un taux d'intérêt fixe indépendant du niveau effectif des taux d'intérêt, cette charge de coûts théorique a fortement augmenté avec la hausse des prix. Cela explique la divergence marquée entre la capacité financière effective et la capacité financière indicative. Pour les maisons individuelles, la capacité financière indicative s'est détériorée, passant d'environ 43% en 2000 à 63% en 2020. Alors que la capacité financière d'un ménage moyen n'était pas donnée pour une maison individuelle typique, la situation des propriétés par étages s'est inversée au début des années 2010. Si les coûts indicatifs d'une propriété par étages typique représentaient encore 26% du revenu d'un ménage moyen au début du millénaire, ce ratio dépasse au

aujourd'hui les 44%. Même si la capacité financière effective du ménage suisse moyen est donnée pour une propriété par étages comme pour une maison individuelle, la capacité financière indicative empêche actuellement ce ménage d'obtenir un financement pour l'achat d'un tel objet.

L'espoir d'acquérir une propriété se voit refuser à la majorité à cause de la capacité financière

La situation est encore plus frappante si l'on ventile la capacité financière effective et la capacité financière indicative en fonction des catégories de revenu et des segments de prix (voir les tableaux sur cette page). Ici aussi, on constate que la capacité financière effective s'est améliorée au cours des dernières années. En principe, davantage de ménages suisses pourraient aujourd'hui se permettre d'acquérir un logement à usage propre qu'il y a 15 ans. Même les ménages qui sont dans le décile de revenus le plus bas pourraient assumer les coûts de

Capacité financière effective pour les objets en propriété (maison individuelle et PPE)

		2006									2020								
		Revenus									Revenus								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Prix	10%	30%	22%	18%	16%	14%	12%	10%	9%	7%	26%	19%	15%	13%	11%	9%	8%	7%	5%
	20%	41%	30%	24%	21%	18%	16%	14%	12%	10%	36%	26%	20%	17%	15%	13%	11%	9%	7%
	30%	47%	34%	28%	24%	21%	18%	16%	14%	11%	43%	30%	24%	21%	18%	15%	13%	11%	9%
	40%	55%	40%	33%	28%	25%	22%	19%	16%	13%	49%	35%	28%	24%	21%	18%	15%	13%	10%
	50%	61%	44%	36%	31%	28%	24%	21%	18%	14%	56%	40%	32%	27%	24%	20%	18%	15%	12%
	60%	69%	50%	41%	35%	31%	27%	24%	20%	16%	63%	45%	36%	31%	27%	23%	20%	17%	13%
	70%	79%	58%	47%	41%	36%	31%	27%	23%	19%	74%	53%	42%	36%	31%	27%	23%	20%	15%
	80%	93%	68%	56%	48%	42%	37%	32%	28%	22%	88%	63%	50%	43%	37%	31%	27%	23%	18%
	90%	126%	92%	75%	64%	57%	50%	43%	37%	30%	111%	80%	64%	54%	47%	40%	35%	29%	23%

Capacité financière indicative pour les objets en propriété (maison individuelle et PPE)

		2006									2020								
		Revenus									Revenus								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Prix	10%	41%	30%	25%	21%	19%	16%	14%	12%	10%	52%	38%	30%	26%	22%	19%	16%	14%	11%
	20%	55%	40%	33%	28%	25%	22%	19%	16%	13%	72%	51%	41%	35%	30%	26%	22%	19%	15%
	30%	63%	46%	38%	32%	29%	25%	22%	19%	15%	86%	61%	49%	42%	36%	31%	27%	23%	18%
	40%	75%	54%	44%	38%	33%	29%	26%	22%	18%	99%	71%	57%	49%	42%	36%	31%	26%	21%
	50%	83%	60%	49%	42%	37%	33%	28%	24%	19%	113%	81%	65%	55%	48%	41%	35%	30%	24%
	60%	94%	68%	56%	48%	42%	37%	32%	28%	22%	128%	91%	73%	62%	54%	46%	40%	34%	27%
	70%	108%	78%	64%	55%	49%	42%	37%	32%	25%	149%	107%	85%	73%	63%	53%	46%	39%	31%
	80%	127%	93%	76%	65%	57%	50%	44%	37%	30%	177%	127%	101%	86%	74%	63%	55%	47%	37%
	90%	171%	125%	102%	88%	77%	67%	59%	50%	40%	224%	160%	128%	109%	94%	80%	70%	59%	46%

Sources: OFS, BNS, SRED, Raiffeisen Economic Research

Effets secondaires de la hausse des prix

financement réels des 10% d'objets en propriété les moins chers. Le ménage médian pouvait se permettre 60% des objets en propriété la conscience tranquille en 2006, et même 70% des objets en 2020, sans enfreindre la règle d'or. La comparaison avec la capacité financière indicative fait ressortir l'impact dramatique que celle-ci a sur l'éligibilité au financement d'un logement à usage propre. En 2006, le ménage médian aurait pu obtenir un financement pour 40% des logements à usage propre. Actuellement, même s'il peut supporter le nantissement maximal pour 70% des objets en propriété, il ne reçoit plus qu'un financement pour les 20% les moins chers si les conditions de capacité financière sont appliquées strictement. Se demander si ce ménage se rabat alors sur un appartement en propriété plus petit situé en périphérie n'est qu'une question rhétorique. Dans les faits, le ménage moyen est exclu de l'achat d'un logement en propriété à cause de la capacité financière indicative. Quiconque désire acheter un objet en propriété moyen doit désormais faire partie des 20% des ménages suisses les mieux rémunérés. L'application stricte des conditions de capacité financière indicative empêche de toute évidence de vastes pans de la population d'acquérir un logement et de profiter des avantages financiers qui en découlent, bien qu'ils puissent en principe se le permettre.

La capacité financière est un obstacle très difficile à franchir

L'exemple illustré par le graphique ci-dessous montre bien à quel point la forte hausse des prix enregistrée ces 20 dernières années a renforcé l'obstacle que représente la capacité financière indicative. Jusqu'en 2012, un ménage ayant un revenu moyen était aisément éligible au financement maximal d'un

appartement en propriété typique. Au début du millénaire, ce ménage pouvait même se permettre un logement coûtant 100'000 francs de plus. Mais cette tendance a rapidement négocié un virage avec la hausse des prix immobiliers. Aujourd'hui, la différence entre le prix de marché d'un logement typique et le prix maximal dans le respect la capacité financière d'un ménage moyen au taux d'avance maximal avoisine les 230'000 francs. Si ce ménage souhaite néanmoins acquérir ce logement, il doit, outre les quelque 180'000 francs de capitaux propres requis de toute manière, avancer un montant supplémentaire de plus de 180'000 francs pour respecter les conditions de capacité financière d'une hypothécaire bancaire. Pour acquérir un objet en propriété typique pour lequel un ménage moyen pouvait relativement aisément obtenir un financement il y a quelques années, il faut maintenant disposer d'un revenu très élevé. Pour un ménage à revenu moyen, l'exigence en matière de capitaux propres a donc augmenté avec une vitesse disproportionnée. Le marché immobilier actuel est par conséquent un milieu hostile pour quiconque n'a pas accès à d'importantes réserves de capital ou à une avance d'hoirie considérable.

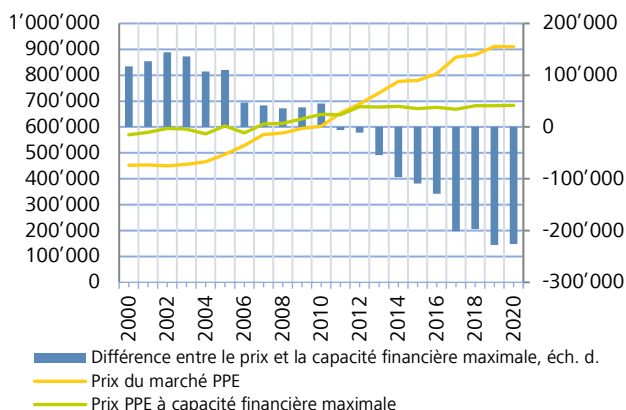
La structure des propriétaires évolue

Comme les obstacles rencontrés par les ménages à revenu et patrimoine moyens ne cessent de se renforcer, il n'est guère étonnant que la structure des propriétaires ait évolué en Suisse au cours des 10 dernières années. Analysons par exemple la structure d'âge des habitants d'une propriété par étages (voir le graphique ci-dessous). Comme les jeunes ménages, qui disposent en général d'un revenu et d'un patrimoine modestes, ont de plus en plus de mal à acquérir un logement en propriété, la part des jeunes propriétaires



Seuil de capacité financière et prix du marché

Différence entre le prix d'une PPE typique et la capacité financière maximale pour un ménage moyen

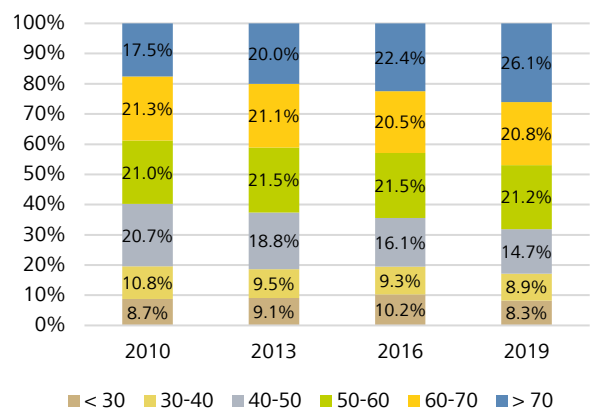


Sources: OFS, SRED, Raiffeisen Economic Research



Age des copropriétaires par étages

Age des adultes habitant dans la PPE



Sources: OFS, Raiffeisen Economic Research

Effets secondaires de la hausse des prix

diminue. La structure d'âge est donc de plus en plus axée sur les personnes plus âgées. S'ajoute à cela le fait que les propriétaires âgés ont pu fortement bénéficier de la hausse des prix immobiliers. Par exemple, un ménage qui aurait acquis une maison individuelle dans sa jeunesse peut la céder assez facilement plus tard pour acheter une unité de propriété par étages plus pratique. Par ailleurs, on observe aussi des mutations structurelles concernant le niveau de formation des propriétaires. Comme le montre le graphique ci-dessous, la part des adultes habitant dans une maison individuelle qui ont suivi une formation tertiaire a fortement augmenté au cours de la dernière décennie. Etant donné qu'une formation supérieure a tendance à induire des revenus plus élevés, les ménages les mieux éduqués parviennent à franchir plus aisément les obstacles associés à l'achat d'un logement en propriété. Même si, en raison du vieillissement et de la hausse du niveau de formation de notre société, on pourrait s'attendre à ce que de telles mutations soient, dans une certaine mesure, indépendants des prix des logements en propriété, ces chiffres témoignent clairement que les ménages plus jeunes et moins bien formés ont de plus en plus de difficulté à accéder à la propriété du logement.

Les compromis induisent des effets d'évitement

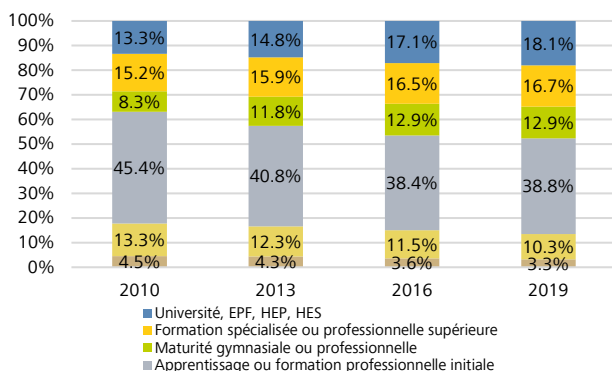
Outre la mutation visible de la structure des propriétaires, on constate également une modification du comportement des acquéreurs. Si l'objet désiré ne correspond plus aux exigences d'abordabilité ou de capacité financière, ces obstacles peuvent en principe être contournés en acceptant certains compromis. Si on accepte de faire des concessions sur l'emplacement, l'état, le standard de construction ou la taille de l'objet, on peut plus facilement en trouver un étant éligible au financement. Comme une partie croissante de la société est contrainte à faire des compromis de plus en plus importants pour

accéder à la propriété du logement, on observe des effets d'évitement de plus en plus marqués sur le marché immobilier. Par exemple, on remarque que la durée d'annonce moyenne des objets en propriété en dehors des centres a fortement diminué au cours des dernières années (voir le graphique en bas à droite). Au début de la dernière décennie, les maisons individuelles situées dans des communes urbaines et rurales devaient en moyenne être proposées pendant plus de 80 et de 100 jours, respectivement, jusqu'à ce qu'elles trouvent un acheteur, contre moins de 60 jours aujourd'hui. Parallèlement, le délai de commercialisation ayant cours dans les communes moins bien situées, et donc moins coûteuses, s'est fortement rapproché de celui des grands centres. Cette demande de plus en plus centrifuge confirme l'hypothèse d'effets d'évitement liés aux prix. Soulignons toutefois que, pour les macrosituations moins attractives, aucun phénomène de rattrapage n'est observé au niveau de l'évolution des prix. Les prix continuent de croître le plus rapidement dans les communes et les villes les plus prisées. Bien que le niveau des prix y soit très élevé, le nombre de ménages disposés et aptes à payer toujours plus reste lui aussi haut. Mais on observe aussi des effets d'évitement liés aux prix au niveau d'autres facteurs. Par exemple, en matière de microsituation, donc d'emplacement au sein de la ville, il arrive que l'évolution des prix soit beaucoup plus rapide en dehors des emplacements les plus prisés. De même, les effets d'évitement relatifs à l'état des bâtiments se répercutent sur l'évolution des prix (voir le graphique à la page suivante). Alors que le prix d'une nouvelle maison individuelle relativement chère a augmenté d'environ 18% depuis 2015, le prix des maisons rénovées et intactes a progressé beaucoup plus vite, de 25% et 30% respectivement. Comme les obstacles financiers survenant lors de l'achat d'un logement à usage propre seront encore plus



Formation et propriété du logement

Formation la plus élevée achevée par les adultes habitant dans une maison individuelle

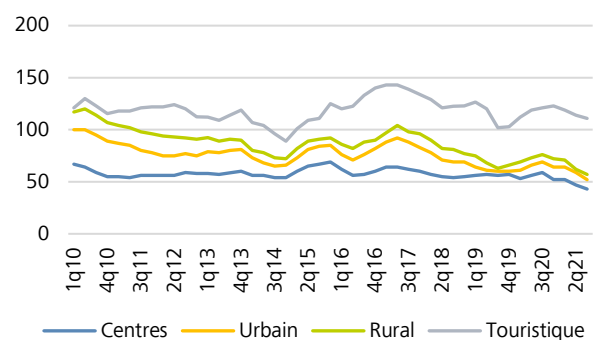


Sources: OFS, Raiffeisen Economic Research



Durées d'annonce

Durée de commercialisation d'une maison individuelle, médiane en jours



Sources: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Effets secondaires de la hausse des prix

élevés à l'avenir à cause de la poursuite de la hausse des prix, de tels effets d'évitement devraient être encore plus marqués.

Les ménages aisés sont les gagnants, les citoyens moyens sont les perdants

Après 20 ans de croissance ininterrompue des prix, nous avons atteint un niveau où la propriété du logement n'est plus abordable pour de vastes pans de la population. Les obstacles au financement réglementaires, de plus en plus élevés à cause de la hausse des prix, empêchent effectivement la grande majorité des ménages suisses d'avoir accès à la propriété du logement. Si l'on ne dispose pas de capitaux importants et que l'on ne peut pas en obtenir par héritage, on n'a aujourd'hui guère de chances de pouvoir acquérir son logement. Cela ne poserait pas vraiment problème si le marché du logement était parfait. On pourrait écarter les dimensions d'épanouissement et de liberté associées à la propriété du logement en les considérant comme des facteurs de luxe que seule une minorité peut se permettre. Mais les interactions de nos marchés immobiliers ne sont pas parfaites et, dans le contexte de taux bas actuel, la propriété du logement permet non seulement de réaliser des gains en capital significatifs mais aussi d'importantes économies sur le coût de la vie. Si l'on passe d'un appartement en location à un appartement en propriété de valeur comparable, on peut économiser environ 25% de ses coûts de logement. Les obstacles réglementaires privent surtout les jeunes ménages ou immigrants qui disposent de réserves de capital limitées de ce potentiel d'économie. Alors que les propriétaires immobiliers existants et d'autres ménages aisés peuvent

tirer d'importants avantages financiers de l'évolution du marché de la propriété, les citoyens moyens, qui auraient bien davantage besoin de réaliser ces économies, sont tout simplement exclus de ce marché.

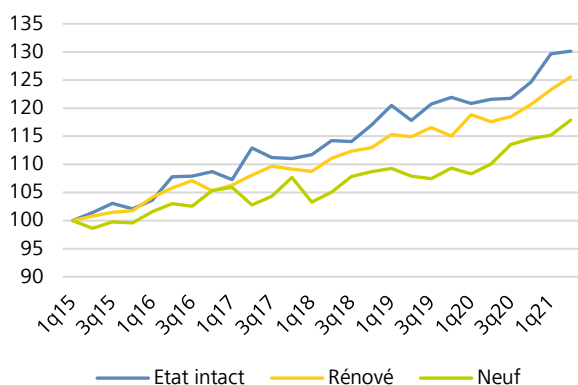
Quelles sont les perspectives de la propriété du logement?

L'offre extrêmement restreinte d'objets en propriété, le cercle de propriétaires potentiels limité par les obstacles au financement élevés et la croissance démographique durable ont inversé la tendance à la hausse du taux de logements en propriété, qui perdurait depuis longtemps. Malgré plusieurs changements structurels apportés à la méthode de mesure de cet indicateur clé, on constate que la tendance s'est nettement inversée au milieu de la dernière décennie (voir le graphique du bas). On ne peut éviter de se demander dans quelle mesure le mandat d'encouragement à la propriété du logement clairement défini à l'article 108 de la Constitution fédérale est encore rempli. Le rêve de propriété du ménage moyen est victime d'une politique monétaire ultra-expansionniste, d'un aménagement du territoire restrictif et d'un contexte réglementaire exclusivement axé sur la stabilité du marché financier. Etant donné les effets secondaires sociaux très problématiques de cette évolution, une discussion publique ouverte impartiale sur l'avenir de la propriété du logement en Suisse est indispensable. Sans volonté politique marquée et sans reconnaissance de certains risques systémiques et des coûts pour la société, les tendances actuelles se poursuivront.



Evolution des prix et état

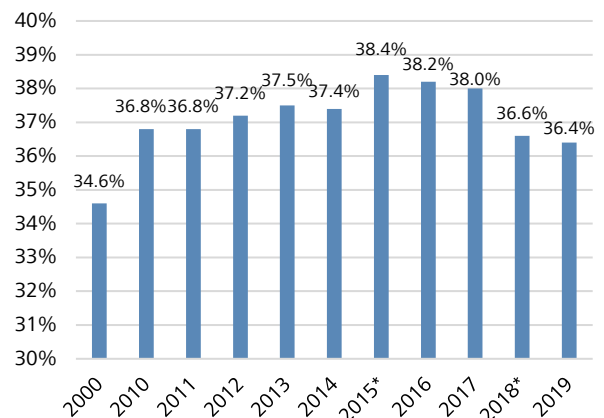
Evolution des prix des maisons individuelles, selon l'état du bâtiment



Quelle: SRED, Raiffeisen Economic Research



Taux de logements en propriété



* Changement structurel: taux partiellement comparable avec l'année précédente

Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

Que nous réserve l'avenir?

La demande de propriétés restera élevée à l'avenir. En parallèle, l'offre demeure extrêmement limitée soutenant la hausse continue des prix. A l'avenir, un nombre encore plus réduit de personnes aura accès à la propriété, de sorte que le taux de propriété va continuer à baisser. Les Suisses demeurent un peuple de locataires. Et chaque année, les ménages jeunes et ceux à faibles revenus en font les frais.

Après avoir effectué une rétrospective du marché de la propriété, l'évaluation exhaustive de la situation actuelle ainsi qu'une analyse détaillée des effets secondaires des évolutions récentes, nous voulons pour finir nous tourner vers l'avenir et chercher à savoir comment se poursuit le voyage vers la propriété.

Hausse continue des prix

Les prix immobiliers d'aujourd'hui sont cohérents avec l'environnement de taux actuel, mais surtout avec les anticipations de taux. Même des taux en légère hausse sont encore aisément compatibles avec le niveau actuel des prix de la propriété. Aussi longtemps que l'on n'est pas confronté à une hausse abrupte et inattendue des taux, il n'y a pas à l'avenir de raisons que les prix de la propriété s'effondrent. Grâce aux taux bas, être propriétaire sera encore longtemps plus intéressant qu'être locataire et il y a donc toujours un potentiel élevé de hausses de prix. En supposant que le niveau des taux d'intérêt reste constant, que les prix continuent d'augmenter aussi rapidement et que les loyers proposés continuent de baisser au même rythme, il est possible que les prix augmentent de 20% sur cinq ans, car ce n'est qu'alors que les coûts du logement à la location et à l'achat se seront alignés. La demande de propriétés ne baissera qu'à partir du moment où la parité au niveau des frais de logement sera atteinte entre les marchés.

Affaiblissement de la dynamique des prix

Mais plus les prix augmentent, moins il est possible d'économiser sur les frais de logement en passant de la location à la propriété. Certes, en déménageant dans une propriété similaire, des gains près de 25% peuvent être réalisés. Mais au vu de la hausse des prix de la propriété et de la lente baisse des nouveaux loyers, cette différence va se réduire. Plus cet écart diminue, moins les personnes seront désireuses d'exploiter le potentiel d'économies résultant d'un changement de type de logement, atténuant par la même occasion la pression sur les prix de la propriété. Comme nous l'avons vu au chapitre 3, en raison des prix élevés, seule une fraction

des Suisses peut encore se permettre d'acquérir une propriété par ses propres moyens. Non pas en raison de faibles revenus ou d'épargne insuffisante, mais car les exigences réglementaires strictes ainsi que les prix record sont devenus autant d'obstacles insurmontables. Chaque point de pourcentage de hausse des prix réduit un peu plus le nombre de personnes qui pourrait accéder à la propriété. Le cercle des acheteurs potentiels ne cesse donc de se restreindre. Les prix élevés limitent donc la demande potentielle à double titre. La dynamique des prix va s'affaiblir, car les avantages en termes de coût du logement se réduisent et les critères de solvabilité ont un effet de plus en plus restrictif.

Sans héritage, pas de propriété

Sur le marché libre de la propriété, de moins en moins de personnes pourront acquérir leur propre logement en s'appuyant sur leurs propres revenus et économies. En effet, les exigences de fonds propres et de solvabilité limitent fortement l'accession. A l'avenir, l'évolution des salaires aura bien du mal à suivre l'évolution des prix du marché de la propriété à usage propre. En conséquence, de plus en plus de personnes ne pourront accéder à la propriété qu'en héritant d'un logement ou en recevant un capital de leurs parents leur permettant de financer l'achat d'un bien immobilier. L'importance croissante du transfert de patrimoine entre les générations constitue d'ailleurs l'une des raisons principales expliquant la hausse continue des prix de la propriété que pourtant seule une fraction des ménages peut s'offrir. Ce n'est qu'à cette condition que le niveau des prix de la propriété va se maintenir alors que la grande majorité des ménages ne peut plus y accéder.

L'activité de construction de maisons individuelles demeure faible

Les demandes de permis de construire déposées pour les logements en propriété permettent d'ores et déjà de voir combien seront construits au cours des deux prochaines années. Et ils ne sont pas nombreux. Le niveau des activités de nouvelle construction est encore plus faible qu'aujourd'hui.

Que nous réserve l'avenir?

Il n'y a guère de raisons de penser que l'offre de nouveaux logements en propriété va augmenter de manière significative au cours des deux prochaines années. Car les terrains constructibles demeurent un bien rare et très convoité. Du fait de la gestion prudente des sols imposée par l'aménagement du territoire, les terrains à bâtir vierges seront encore plus rares à l'avenir. Tant que les taux d'intérêt resteront bas, la construction de logements locatifs restera attractive, au même titre que la construction de maisons individuelles. Ainsi, les immeubles de placement et les maisons individuelles continuent à se disputer les quelques parcelles encore libres, faisant grimper les prix. A l'avenir, la densification résultant des transformations et des nouvelles constructions de remplacement représentera une part de plus en plus importante de la production de logements. Certes, nous sommes déjà sur cette voie, mais il s'agit d'un processus extrêmement lent, long et semé d'embûches. Il ne faut donc pas s'attendre à ce que l'offre progresse de manière significative à l'avenir.

Détente du marché grâce aux babyboomers retraités?

La majorité des propriétés est aujourd'hui détenue par des personnes âgées de plus de 60 ans et c'est autour de l'âge de la retraite qu'elles tendent à vendre. Comme au cours des années à venir, les premiers babyboomers vont atteindre l'âge de la retraite, certains observateurs du marché ont constaté une détente sensible sur le marché de la propriété en raison d'une plus grande offre par des seniors désireux de vendre. L'offre sera donc un peu plus fluide, même s'il ne faut pas s'attendre à une détente trop importante. Dans leur grande majorité, les seniors occupent leur propriété jusqu'à leur mort et nombreux sont ceux qui ne la vendent pas mais la transmettent de leur vivant à la prochaine génération. Ce n'est donc qu'une partie des biens détenus par les babyboomers qui arriveront sur le marché. Et en grande partie, cet effet va, comme nous l'avons vu, être directement compensé par la réduction constante du nombre de nouvelles constructions. Même si, contre toute attente, de nombreuses maisons individuelles et appartements en copropriété venaient à inonder le marché: chaque fois que les prix baissent, une foule d'acheteurs se tient prête à devenir propriétaire. La demande supplémentaire générée par la baisse des prix empêche les prix de chuter. Une baisse des prix des logements en propriété reste irréaliste, même en tenant compte de l'évolution démographique. Notamment en raison du

niveau soutenu de l'immigration, qui à l'avenir continuera d'assurer la croissance de la population suisse et une demande suffisante de logements.

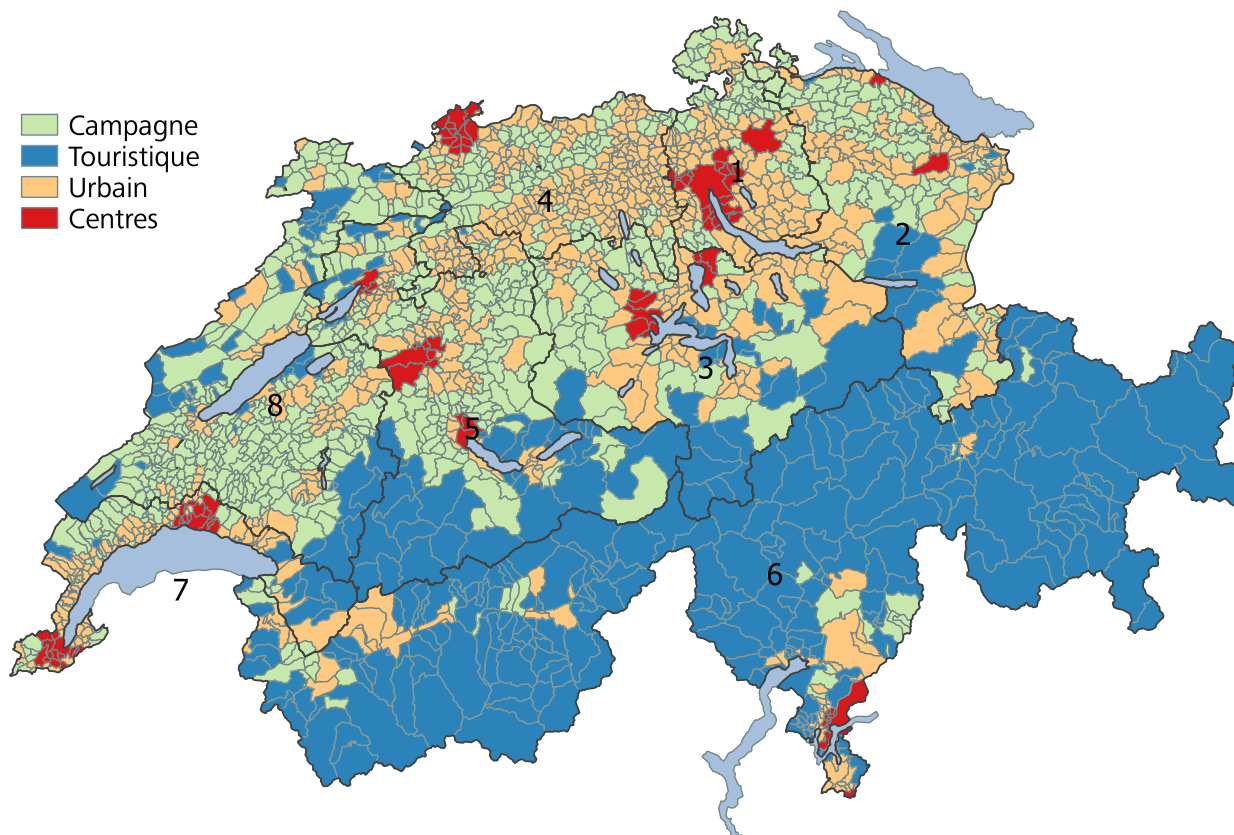
Le taux de propriété continue de baisser

La hausse constante des prix, des critères de solvabilité et de fonds propres de plus en plus restrictifs et une offre de plus en plus limitée réduisent le cercle des candidats potentiels à la propriété. Par conséquent, le retournement de tendance du taux de logement en propriété enclenché depuis le milieu des années 2010 devrait se poursuivre. En comparaison internationale, la Suisse a toujours été le pays qui compte le moins de propriétaires. A l'avenir, nous serons encore plus un peuple de locataires. Les effets du boom de l'accession à la propriété qui a duré plus de vingt ans, du milieu des années 90 au milieu des années 2010, seront ainsi progressivement effacés. L'encouragement de l'accession à la propriété inscrite dans la Constitution semble donc à nouveau un lointain objectif. Ces dernières années, les efforts déployés par l'Etat dans ce sens étaient d'ailleurs modérés. La seule voie qui permettrait d'augmenter le taux de logements en propriété, à savoir un certain assouplissement ponctuel des exigences en matière de capacité financière, ne bénéficie pas pour l'instant du soutien politique nécessaire.

Questions de justice sociale

Comme nous l'avons vu, ce sont surtout les jeunes ménages affichant un niveau de formation et de revenu inférieur à la moyenne qui souffrent du faible taux de logements en propriété. Et ce à double titre: d'une part, ils ne peuvent pas profiter des frais de logement inférieurs par rapport à la location et d'autre part, ils n'ont pas accès aux plus-values que permet l'immobilier. Tant que l'environnement de marché actuel ne changera pas, les exigences réglementaires en matière de capacité financière continueront à servir de vecteur à un transfert de richesse accru des personnes sans formation vers les personnes formées, des jeunes vers les personnes âgées et des pauvres vers les riches. Elles tiennent en effet les jeunes et les ménages à revenus inférieurs à la moyenne « captifs » d'un marché locatif très cher. L'évolution actuelle sur le marché immobilier est notamment responsable des inégalités croissantes, ce qui devrait être ressenti comme une injustice par un nombre croissant de personnes. Plus la situation perdure, plus ce genre de questions de justice sociale impacteront l'opinion publique et plus elles seront intégrées dans l'agenda politique.

Types de communes et régions



	Taux de vacance (2021) en %					Permis de construire (2020) en % du portefeuille des logements				
	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.5	1	1.9	1.7	1.3	0.9	1	1	1	0.4
1 Zurich	0.8	0.5	1.1	1.4	-	1.1	1.2	1	1.2	-
2 Suisse orientale	2	2.5	2	1.6	1.3	1	0.6	1	1.1	1.1
3 Suisse centrale	1.1	1	1.1	1.2	1	1.2	1.2	1.2	1.3	0.8
4 Nord-ouest	1.9	1	2.3	1.7	1.4	1	0.5	1.1	1.2	0.1
5 Berne	1.6	0.9	2.3	1.8	1	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
6 Suisse méridionale	2.2	4	3.2	2.4	1.4	0.6	1.1	0.9	1.3	0.4
7 Région du Léman	0.9	0.7	1.2	1.2	1.6	1.1	1.3	1.1	0.9	0.3
8 Suisse occidentale	2.1	-	2.2	1.9	1.3	0.7	-	0.7	0.8	0.4

	Population (2020) Pop. résidente en perm., total et en %					Revenu imposable (2017) Moyenne, en CHF				
	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	8'670'300	30.3	49.2	14	6.5	61'000	65'000	62'000	55'000	47'000
1 Zurich	1'636'530	49.8	43.7	6.5	-	70'000	71'000	69'000	63'000	-
2 Suisse orientale	949'008	10.4	69.3	17.4	2.9	56'000	54'000	57'000	55'000	47'000
3 Suisse centrale	854'449	26.9	51.6	17.6	3.9	72'000	72'000	77'000	56'000	60'000
4 Nord-ouest	1'448'855	23.9	66.2	9.8	0.1	62'000	70'000	60'000	59'000	67'000
5 Berne	1'035'594	35.8	38.1	19.9	6.2	52'000	54'000	53'000	48'000	48'000
6 Suisse méridionale	819'592	11.6	40.2	6.2	41.9	49'000	63'000	50'000	45'000	46'000
7 Région du Léman	1'110'727	60.7	30.3	4.8	4.2	67'000	60'000	84'000	76'000	51'000
8 Suisse occidentale	815'545	-	52.8	41.6	5.5	53'000	-	52'000	53'000	50'000

Abréviations employées

BNS	Banque nationale suisse	OFS	Office fédéral de la statistique
SRED	Swiss Real Estate Datapool		

Mentions légales importantes

Ceci n'est pas une 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. 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.