

Embargo: lundi 9 juin 2008, 17h00

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK 

Crise immobilière aux Etats-Unis: Risques analogues en Suisse?

Conférence donnée par

Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale

de la

Banque nationale suisse

Banque Cantonale Vaudoise

Lausanne, le 9 juin 2008

L'intervenant remercie Vincent Pochon et Eveline Ruoss, unité d'organisation de la conjoncture de la Banque nationale suisse, pour leur précieux concours à l'élaboration de ce texte.

9 juin 2008

2

Je suis très heureux d'être présent aujourd'hui pour vous parler d'un sujet particulièrement actuel et d'une grande importance. Ces derniers mois, l'évolution des marchés hypothécaire et de l'immobilier a suscité un intérêt grandissant. Comme vous le savez, le marché immobilier américain s'est retrouvé au premier plan. L'Europe – et en particulier la Suisse – ont été touchées de manière indirecte par le biais des activités des grandes banques internationales aux Etats-Unis. Mais le marché immobilier européen a également été perturbé ces derniers trimestres. Ainsi, certains pays ont enregistré un retournement des prix de l'immobilier. D'autres pays, quant à eux, continuent de connaître une bonne conjoncture immobilière. Comme nous le verrons, la Suisse appartient à ce deuxième groupe de pays.

Comment doit-on évaluer l'évolution du marché de l'immobilier en Suisse? La bonne situation actuelle risque-t-elle d'être suivie d'une crise similaire à celle à laquelle doivent faire face les Etats-Unis? Ce sujet est d'une grande importance en particulier pour les banques cantonales qui accordent la majorité de leurs prêts hypothécaires en Suisse, mais il concerne également la Banque nationale et la population dans son ensemble. Cette dernière détient en effet une part considérable de son patrimoine dans l'immobilier, que ce soit directement en tant que propriétaire ou indirectement par le biais des investissements des caisses de pension.

Dans un premier temps, je résumerai brièvement les points essentiels de la crise immobilière américaine. Par la suite, j'aborderai la problématique des bulles spéculatives pour la politique monétaire avant de me pencher plus en détail sur l'évolution du marché de l'immobilier en Suisse et en Suisse romande en particulier. Nous verrons notamment que les marchés hypothécaire et de l'immobilier suisses se distinguent très fortement de ceux des Etats-Unis et que leur situation peut être considérée comme relativement saine.

1. Crise immobilière aux Etats-Unis

En fait, ce qui s'est passé aux Etats-Unis est – à certains égards – une crise immobilière classique du type de celle que la Suisse a vécue au début des années 1990. Après de

9 juin 2008

3

nombreuses années de croissance continue et accélérée des prix de l'immobilier, le marché américain s'est subitement retourné sous l'influence de facteurs conjoncturels et monétaires défavorables, prenant ainsi la spéculation à contre-pied. En effet, pour la première fois dans l'après-guerre, les prix de l'immobilier ont baissé aux Etats-Unis, une baisse qui se chiffre maintenant à 16% par rapport au niveau record de 2006. Or, dans les deux années ayant précédé le pic, de nombreuses hypothèques avaient été accordées à des conditions alléchantes pour attirer de nouveaux débiteurs. Souvent, ces hypothèques prévoyaient des charges financières initiales faibles, voire nulles, et les conditions de crédit ne se resserraient qu'à moyen terme. Les nouveaux crédits étaient placés largement auprès de débiteurs à revenu faible ou pouvant être menacés en cas de retournement conjoncturel. A l'évidence, le raisonnement de ces emprunteurs était largement spéculatif: le resserrement progressif des conditions financières prévues par les contrats ne devait pas poser problème, car la hausse future des prix de l'immobilier allait assurer des gains en capital suffisants pour couvrir les frais de financement.

La particularité de la crise américaine a tenu au fait que les hypothèques n'ont pas été négociées par des banques, mais par des intermédiaires spécialisés qui les ont vendues à des brokers qui, à leur tour, et après regroupement, les ont placées sous forme de titres négociables (*Collateralized Debt Obligation, CDO*) auprès d'investisseurs internationaux parmi lesquels ont figuré les grandes banques internationales. Cette dernière opération ne consistait pas à titriser les hypothèques une par une, mais par portefeuilles entiers. La dette ainsi émise était elle-même coupée en tranches de qualité et de rendement différents afin de répondre au mieux à la demande des placeurs. La tranche inférieure (*equity tranche*) était supposée absorber les premiers risques alors que la tranche la plus haute (*senior tranche*), qui pouvait être considérée comme hors d'atteinte même en cas de secousse majeure sur le marché immobilier, était classée AAA.

Comme nous le savons aujourd'hui, les faits n'ont pas suivi la théorie; la capacité de résistance de la meilleure des catégories a été inférieure aux attentes des spécialistes en gestion des risques. Les banques ayant investi dans ces papiers se sont retrouvées confrontées à deux difficultés majeures: (a) une perte inattendue de valeur des CDO allant bien au-delà de ce que les tests de stress les plus pessimistes avaient pu prévoir et (b)

9 juin 2008

4

une incapacité à se débarrasser de ces positions, étant donné l'évaporation de la liquidité du marché. Cette situation a particulièrement frappé les banques qui, dans une approche conservatrice de placement, avaient largement fait place à ces titres classés jusque-là AAA par les agences de notation.

C'est alors que la crise de l'immobilier américain s'est transformée en crise du marché interbancaire, marché où les banques échangent quotidiennement de la liquidité sous forme de dépôts mutuels. Une fois que la méfiance s'est introduite dans les relations interbancaires, le fonctionnement du marché a été profondément altéré. Les banques ne se sont plus montrées disposées à prêter leur liquidité à d'autres banques – dont elles évaluaient mal la véritable situation –, préférant la garder pour soi, ceci d'autant plus qu'elles étaient peu au clair sur leurs propres besoins en liquidité.

Comme vous le savez, cette propagation soudaine des problèmes du marché hypothécaire américain vers les marchés financiers a provoqué l'intervention de plusieurs banques centrales. Le 9 août 2007, la Banque nationale suisse (BNS) a été la première à réagir en veillant que le taux d'intérêt Libor – si important pour la fixation de nombreux taux commerciaux en Suisse – ne monte pas au-delà du niveau nécessaire du point de vue de la politique monétaire. Nos interventions ont visé à mieux répondre aux besoins de liquidité des banques, par un ajustement des échéances de nos crédits, et non pas à augmenter la liquidité en circulation. Ce réglage fin nous a permis de stabiliser le taux d'intérêt à trois mois à 2,75% alors qu'il grimpait à 4,75% sur le marché de l'euro.

De plus, la collaboration entre les différentes banques centrales a joué un rôle de premier plan. Ainsi, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed) ont adopté une série de mesures concertées pour calmer la situation sur les marchés financiers. La BNS a également participé à ces actions. En plus de cela, depuis décembre 2007, la Fed, la BCE et la BNS ont approvisionné simultanément le marché des liquidités en dollars. Après un cinquième appel d'offre en dollars, début mai, nous avons d'ores et déjà annoncé de nouvelles actions concertées.

9 juin 2008

5

Tout le monde est conscient que les suites des turbulences sur les marchés financiers ne se sont pas encore toutes fait sentir et que les dégâts causés par la crise hypothécaire dans les bilans des instituts financiers sont considérables. Il reste en outre de grandes incertitudes quant à l'évolution future du marché immobilier et de la conjoncture aux Etats-Unis et quant au développement de l'économie mondiale alors que les prix des matières premières ne cessent d'augmenter.

Même si l'économie mondiale devait finalement mieux résister aux turbulences américaines, la crise des *subprime* restera ancrée dans notre conscience collective. Elle est un exemple montrant la vitesse à laquelle une crise sur un marché national peut compromettre la stabilité des marchés financiers internationaux. Elle démontre également à quel point il est important que les banques centrales agissent rapidement dans une telle situation. Enfin, elle confirme l'importance d'un développement sain du marché immobilier pour une économie. Laissez-moi reprendre ce dernier point de manière plus détaillée.

2. Bulles spéculatives et politique monétaire

Dans des conditions normales, les variations de prix sur le marché de l'immobilier ne posent pas de problèmes particuliers pour la politique monétaire, ni d'ailleurs pour l'économie dans son ensemble. Il en va autrement si les prix de l'immobilier varient brusquement.

Il va de soi qu'une augmentation marquée des prix de l'immobilier n'est pas nécessairement problématique dès l'instant où elle est le résultat de changements dans les facteurs fondamentaux d'une économie, par exemple l'évolution de la population, le revenu des ménages ou les taux d'intérêt. Dans un tel cas, nous pouvons partir du principe que l'augmentation des prix est non-spéculative, donc durable si les facteurs sous-jacents restent à l'œuvre.

Il existe par contre des cas où une augmentation des prix de l'immobilier ne peut pas être expliquée par des changements dans les facteurs fondamentaux. En effet, de manière similaire aux prix d'autres formes de placement comme l'or ou les actions, les prix de

9 juin 2008

6

l'immobilier peuvent également réagir à la seule perspective d'une hausse future de prix et peuvent engendrer des bulles spéculatives. L'expérience montre qu'une telle évolution entraîne tôt ou tard une correction des prix en direction de leur niveau d'équilibre. Il est néanmoins possible qu'un climat de spéculation persiste pendant plusieurs années et qu'il conduise à une situation de surinvestissement immobilier. Le retour à la normalité risque alors de s'effectuer brutalement – avec des conséquences dramatiques non seulement pour le secteur de la construction, mais également pour toute l'économie.

Bien entendu, il est difficile pour une banque centrale de rester passive devant une évolution spéculative des prix. Doit-elle alors mener une action préemptive? La question est délicate, car son objectif est la stabilité du niveau général des prix et non pas celle des cours boursiers ou des prix d'un secteur particulier. De plus, il est très difficile de reconnaître a priori si un mouvement de prix est de nature spéculative ou le résultat de changements dans les fondamentaux. La plupart des banquiers centraux vous avoueront qu'ils n'en savent guère plus que les spécialistes sur le marché.

A la suite des événements récents aux Etats-Unis, un nombre croissant d'économistes préconisent cependant des actions préventives. Comment les mettre en œuvre? Faut-il augmenter les taux d'intérêt et freiner ainsi la conjoncture de manière certaine, alors qu'il n'est même pas sûr que des taux d'intérêt plus élevés permettront d'enrayer l'augmentation des prix des placements en immobilier. En d'autres termes, il est très difficile pour une banque centrale de savoir, d'abord, si elle doit intervenir et, ensuite, si les mesures prises auront les effets escomptés et ne créeront pas simplement d'autres problèmes.

Quelles que soient les raisons pour ou contre une politique monétaire plus réactive à la conjoncture immobilière, il n'en reste pas moins que des variations importantes des prix de l'immobilier peuvent causer des dégâts importants. La Suisse en a d'ailleurs fait la douloureuse expérience au début des années nonante avec la correction des excès spéculatifs commis durant la seconde partie des années 1980. La baisse des prix a été importante, le secteur de la construction est tombé en récession, les ménages et les entreprises ont subi une dépréciation substantielle de leur patrimoine et les banques ont dû absorber d'importantes pertes sur leurs crédits. Même si le système bancaire en soi n'a

9 juin 2008

7

jamais été menacé dans son ensemble, ses structures ont été ébranlées et il a mis des années à se réorganiser.

A la suite de la crise, certains enseignements ont été tirés. Ainsi, nous constatons que les banques, du moins sur le marché suisse, sont devenues plus prudentes en ce qui concerne les crédits hypothécaires. Elles pratiquent aujourd'hui une différenciation des débiteurs basée davantage sur le risque et accordent une plus grande importance qu'auparavant à la viabilité à long terme des limites de prêt. L'élaboration d'indices pertinents pour les prix de l'immobilier par des banques et agences immobilières a également été d'une grande utilité. Grâce à ces efforts, nous sommes actuellement beaucoup mieux informés sur l'évolution des prix sur le marché suisse de l'immobilier que dans les années quatre-vingt.

3. Evolution du marché de l'immobilier en Suisse

J'en viens ainsi à la troisième partie de mon exposé, qui va traiter l'évolution et de l'appréciation du marché de l'immobilier en Suisse. Je vais me concentrer sur le marché du logement, car c'est le plus grand segment du marché de l'immobilier en Suisse. Existe-t-il un risque que la Suisse connaisse prochainement une dérive similaire à celle qui s'est manifestée aux Etats-Unis? Il y a trois raisons qui me portent à penser que ce ne sera pas le cas.

- Ma confiance vient premièrement du fait que les banques – comme je viens de l'évoquer – ont tiré certaines leçons de la débâcle du début des années 1990. Ainsi, malgré la forte concurrence sur le marché hypothécaire, elles continuent d'appliquer une politique de crédit beaucoup plus axée sur le risque. Cela réduit d'emblée fortement la menace d'une dérive.
- La deuxième raison motivant ma confiance se rapporte au mode de financement des hypothèques. Ce dernier repose chez nous sur des bases beaucoup plus solides, voire plus conservatrices, qu'aux Etats-Unis. En effet, sur le marché hypothécaire américain, les liens entre les banques et les créanciers hypothécaires se sont fortement assouplis ces vingt dernières années. Une des raisons principales en a été la progression des

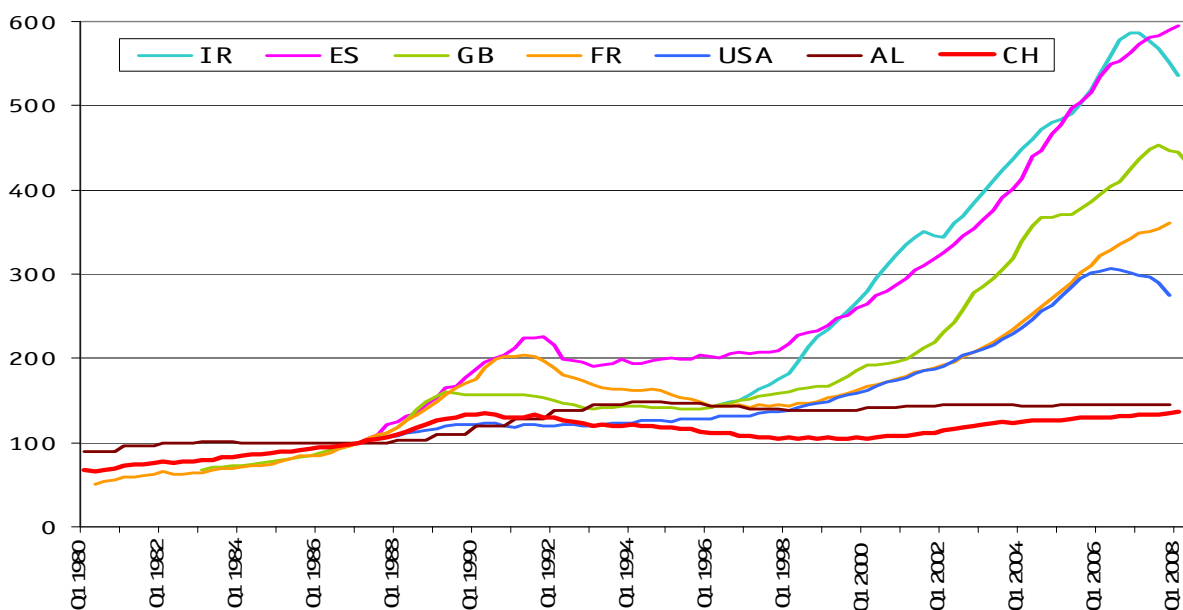
9 juin 2008

8

titrisations d'hypothèques qui ont transféré les risques immobiliers hors des bilans des banques connaissant le mieux les débiteurs. En fin de compte, le marché hypothécaire est devenu moins transparent et ainsi plus risqué. A l'inverse, la Suisse a conservé un financement classique des hypothèques par les banques. Les banques, de leur côté, se financent par les dépôts de la clientèle ou également au moyen d'emprunts auprès d'une des deux centrales d'émission de lettres de gage. Il faut cependant retenir que le financement par emprunts ne peut intervenir que pour des hypothèques de premier rang, sur des biens fonciers en Suisse, et que la limite de prêt fixée par la loi est très restrictive.

- J'en arrive à la troisième raison de ma confiance face au marché suisse de l'immobilier, qui tient à l'évolution modérée des prix de l'immobilier au cours des dernières années. Comme vous le savez, les prix des logements ont également augmenté en Suisse, mais je ne vois actuellement pas de signe flagrant d'une bulle spéculative si ce n'est des situations locales bien particulières. Par conséquent, un changement brutal des prix me paraît improbable. Laissez-moi illustrer cette appréciation à l'aide de quelques graphiques, en commençant par une comparaison au niveau international.

Graphique 1: Indice des prix des logements



Source: Suisse - W&P indice des prix de l'offre; 1987 = 100

9 juin 2008

9

Le graphique 1 montre l'évolution des prix des logements en propriété privée dans différents pays industrialisés. Nous voyons que les prix ont commencé à augmenter fortement dans la plupart des pays à partir du milieu des années nonante. En Irlande, en Espagne et en Grande-Bretagne, représentées respectivement par les lignes bleu clair, rose et verte, les prix ont pratiquement triplé entre 1995 et 2005. Durant la même période, en France et aux Etats-Unis, représentés par les lignes orange et bleu foncé, les prix des logements en propriété privée ont plus que doublé. A l'inverse, l'augmentation des prix est restée relativement modeste, jusqu'à aujourd'hui, en Allemagne et en Suisse.

Un deuxième fait marquant qui ressort du graphique 1 est que, depuis plusieurs trimestres, les prix de l'immobilier ont commencé à baisser dans certains pays. C'est notamment le cas pour les Etats-Unis, l'Irlande et la Grande-Bretagne. Dans ces trois pays, les prix ont baissé de respectivement 16%, 9% et 5% par rapport à leur maximum. Il en va tout autrement pour la Suisse, où l'évolution des prix ne semble montrer aucun fléchissement.

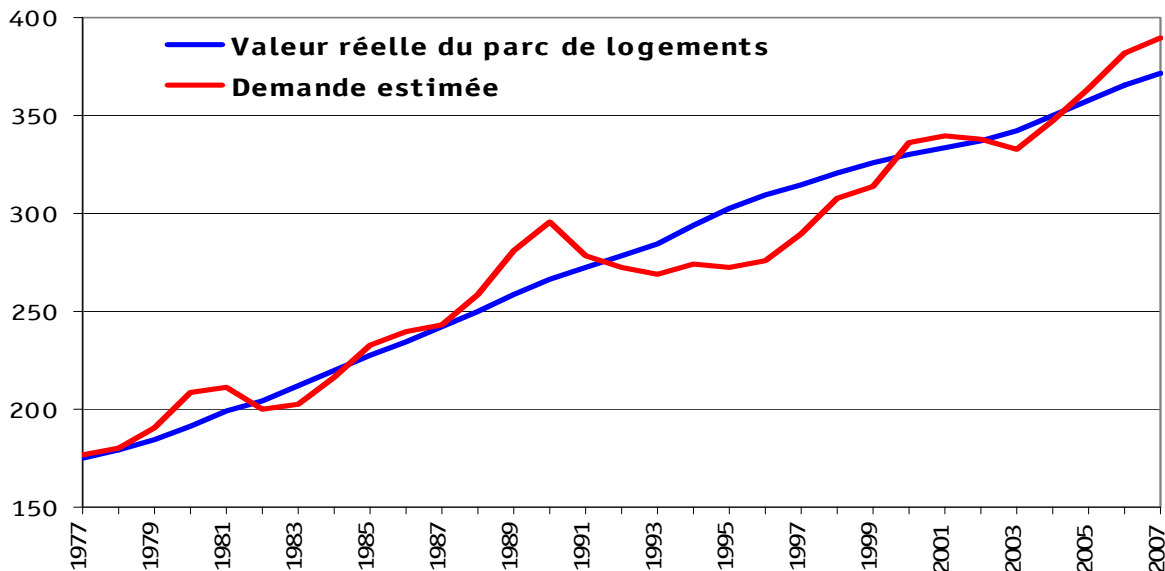
En Suisse, les prix des logements en propriété privée sont supérieurs de 30% au point le plus bas de la fin des années nonante, ce qui équivaut à une croissance des prix d'environ 3% par année. Il est intéressant de voir que non seulement l'indice des prix de l'offre brute, mais également les indices de prix dits hédoniques – c'est-à-dire corrigés de l'évolution de la qualité – montrent un accroissement des prix des logements. L'augmentation des indices tenant compte de la qualité montre qu'il existe une certaine pression de la part de la demande ou, en d'autres termes, que l'augmentation des prix ne peut pas être expliquée uniquement par l'amélioration de la qualité ou l'accroissement de la superficie des logements.

Comment expliquer cette hausse des prix de l'immobilier?

9 juin 2008

10

Graphique 2: Offre et demande estimée de logements en Suisse (en milliards de francs constants)



Source: OFS - BNS

Le graphique 2 montre l'évolution de la demande estimée de nouveaux logements et l'évolution du parc de logements. La ligne bleue représente l'évolution du parc de logements aux prix de l'année 2000 selon les données de l'Office fédéral de la statistique. La ligne rouge est une estimation de la demande de logements en Suisse en considérant le revenu par habitant et les taux d'intérêt nominaux en tant que variables explicatives. Les taux d'intérêt expliquent les plus grandes variations de la demande de logements par rapport à l'offre de logements. De manière générale, le marché du logement se trouve en équilibre quand la ligne rouge, c'est-à-dire la demande de logements estimée, se trouve à proximité de la ligne bleue, à savoir le total de logements actuels.

Comme vous le voyez dans le graphique 2, le marché suisse du logement était proche de l'équilibre durant toute la période 1999-2005. Durant ces années l'offre de logements a suivi la même dynamique que la demande ou, autrement dit, l'activité intense du secteur de la construction ces dernières années était largement justifiée du fait de l'évolution des facteurs fondamentaux. La situation était diamétralement opposée dans les années quatre-vingts et nonante. Le graphique 2 montre très bien que la demande estimée de logements était largement supérieure à l'offre à la fin des années 1980. A l'inverse, il y avait un réel

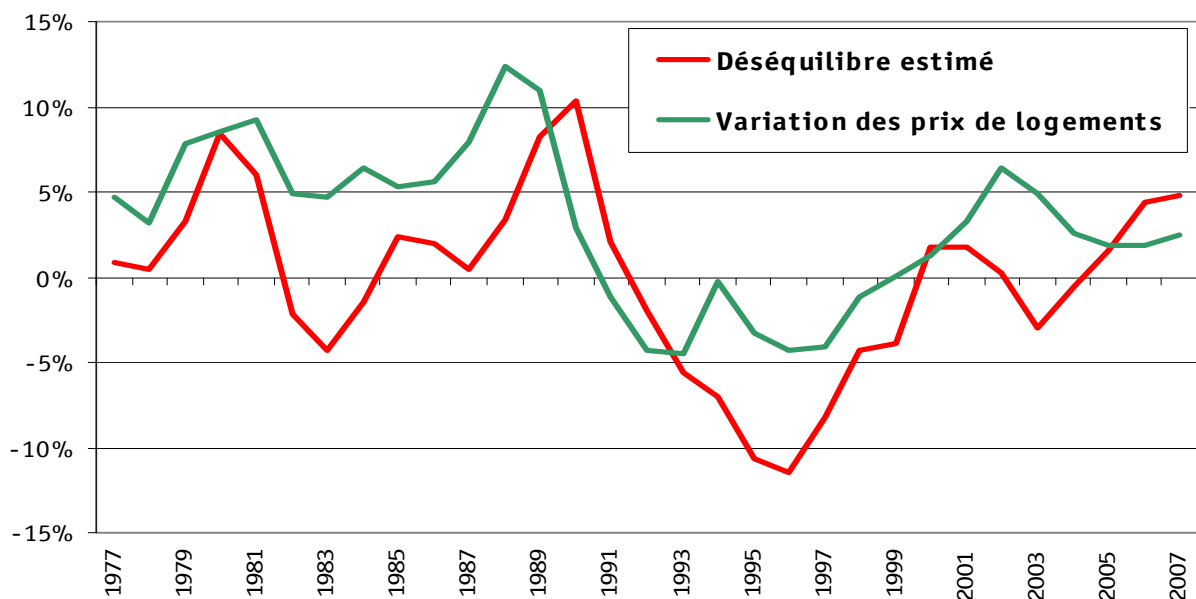
9 juin 2008

11

surplus d'offre de logements dans les années 1990. Pour 2006 et 2007, on note une demande sensiblement plus dynamique que l'offre.

Je vous propose de passer maintenant au graphique 3, qui illustre le lien entre le déséquilibre offre/demande et l'évolution des prix sur le marché. C'est à nouveau l'indice des prix de l'offre qui nous servira d'indicateur pour l'évolution des prix.

Graphique 3: Déséquilibre de marché et prix des logements



Source: OFS, BNS, Wüest & Partner

La ligne rouge montre la déviation entre la demande estimée et l'offre de logements, c'est-à-dire la différence entre les deux courbes que nous avons vues dans le graphique précédent. Si la ligne rouge se situe au-dessus de 0, cela correspond à un excès de demande et si elle se trouve en dessous de 0, cela indique un excès d'offre. La ligne verte, quant à elle, représente la variation annuelle des prix des logements en propriété privée, en pourcentage. Comme nous pourrions l'attendre, il ressort du graphique que les prix des logements ont tendance à augmenter lorsque la demande est excédentaire et à baisser lorsque l'offre est excédentaire. La forte augmentation des prix des logements à la fin des années 1980, liée à l'excès de demande, est clairement visible. De même, nous voyons la longue chute des prix dans les années nonante déclenchée par une offre excédentaire sur le marché du logement.

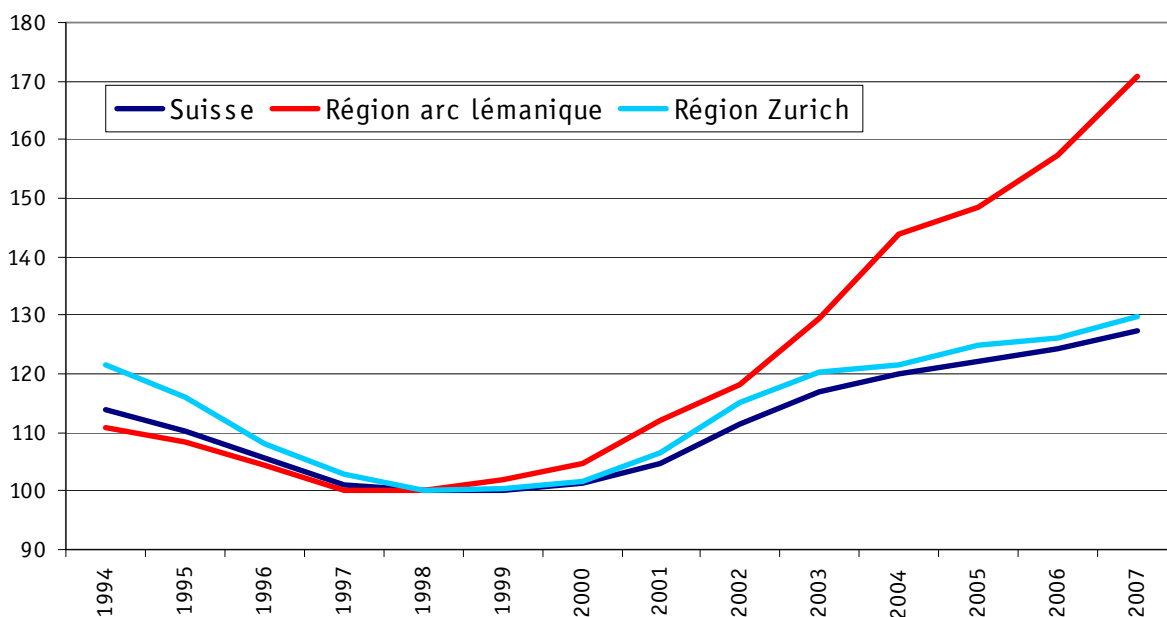
9 juin 2008

12

Depuis 2005, la ligne rouge nous signale une demande excédentaire sur le marché du logement, une situation que nous pouvons associer à l'augmentation accélérée des prix ces dernières années. Cependant, tant le surplus au niveau de la demande estimée que l'augmentation des prix sont restés plus modérés que ce que l'on a pu observer à l'étranger.

Les indices utilisés jusqu'ici sont globaux. Ils recouvrent une réalité nationale fort hétérogène. Il est évident que la réalité immobilière du bassin lémanique, celle du Jura ou de l'Emmental ne sont pas comparables. L'appréciation du marché doit être nuancée selon les régions.

Graphique 4: Indices des prix de l'offre de logements



Source: Wüest & Partner; 1998=100

Le graphique 4 montre l'évolution des prix des logements en propriété privée dans deux régions de Suisse. La région de l'arc lémanique est représentée par la ligne rouge et la région de Zurich par la ligne bleue. La ligne noire montre l'évolution des prix des logements en propriété privée pour toute la Suisse. Nous nous basons à nouveau sur les prix de l'offre, car ce sont les seuls indices disponibles pour toutes les régions de Suisse.

Comme vous le voyez, l'arc lémanique a connu une augmentation des prix des logements largement supérieure à la moyenne. Depuis la fin des années nonante, les prix de l'immobilier y ont augmenté d'environ 70%. A l'inverse, l'évolution des prix dans la région

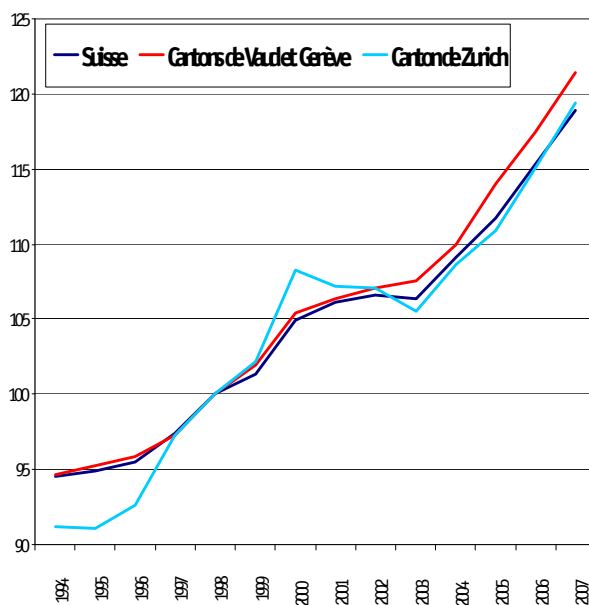
9 juin 2008

13

zurichoise correspond plus ou moins à la moyenne suisse. Il faut cependant préciser que, la région de Zurich étant fort vaste et fort diverse, on note de grandes différences dans l'évolution des prix à l'intérieur de la même région. Au contraire, l'arc lémanique est plus concentré; il s'agit d'une zone plus homogène.

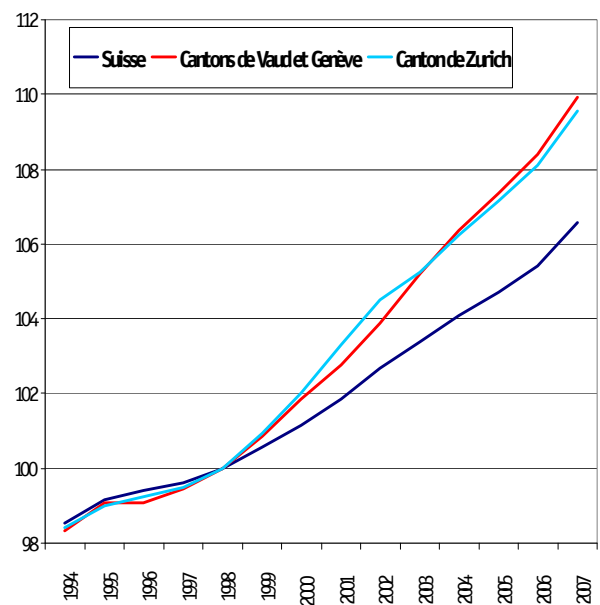
En s'intéressant de plus près à l'évolution de l'offre et de la demande, les différences dans les deux régions peuvent à mon avis être assez bien expliquées. Nous commencerons du côté de la demande.

Graphiques 5: Evolution du PIB réel



Source: BAK; 1998=100

Graphiques 6: Evolution de la population



Source: OFS; 1998=100

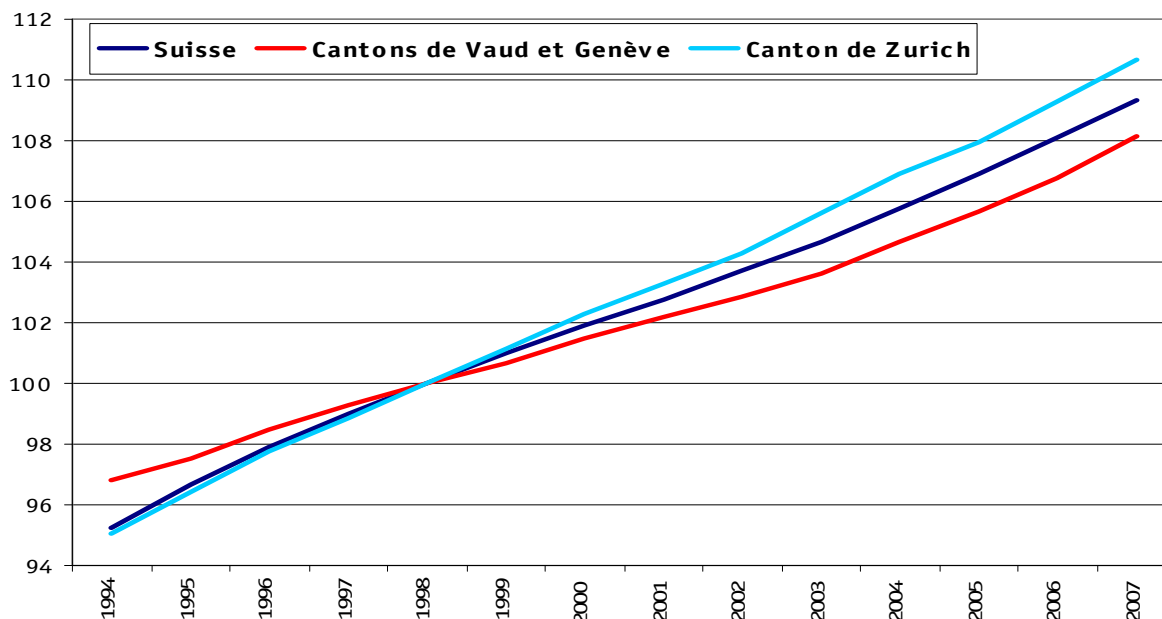
Le graphique 5 montre l'évolution moyenne du PIB réel pour les cantons de Vaud et de Genève, de Zurich, ainsi que pour la moyenne suisse. Nous voyons que, durant les sept dernières années, la croissance des PIB réels des cantons de Vaud et de Genève a été supérieure à la croissance du canton de Zurich. Le graphique 6 représente aussi l'évolution démographique pour les deux régions. Cette fois, les cantons de Vaud, de Genève et de Zurich ont connu une croissance similaire et nettement supérieure à la moyenne suisse.

Jetons à présent un regard sur l'offre de logements. Le graphique 7 montre l'évolution moyenne du parc de logements pour Vaud, Genève, Zurich et pour toute la Suisse. Cette fois-ci, nous voyons une différence frappante entre les deux régions.

9 juin 2008

14

Graphique 7: Indices du parc de logements



Source: OFS; 1998=100

D'un côté, nous voyons que, depuis bientôt dix ans, la croissance du parc de logements dans les cantons de Vaud et de Genève a été clairement inférieure à la croissance suisse. D'un autre côté, le nombre de logements a crû de manière beaucoup plus forte dans le canton de Zurich. Quelles conclusions peut-on tirer de cette observation? Il semble que l'offre de logements ait eu plus de mal à suivre la forte augmentation de la demande dans l'arc lémanique que dans la région zurichoise. Cela tient notamment au manque de terrains disponibles et, peut-être, au goût prononcé des Romands pour la maison individuelle au détriment de la propriété par étages. Il n'est donc pas surprenant que la pression sur les prix ait été plus importante sur les bords du Léman.

Ces dernières observations m'amènent à la fin de ma présentation. Elles nous permettent de conclure que le marché suisse du logement demeure pour l'instant dans une situation relativement saine, même s'il reste des impulsions considérables au niveau de la demande. Cette conclusion est valable – comme nous l'avons vu – pour la Suisse dans son ensemble. Une analyse régionale fait ressortir des différences importantes. Néanmoins, ces différences peuvent être expliquées par l'évolution relative de l'offre et de la demande régionales en logements. En d'autres termes, nous n'observons actuellement pas de signes

9 juin 2008

15

manifestes d'une bulle spéculative qui pourrait déboucher sur un brusque retournement des prix.

L'analyse du développement récent du marché immobilier en Suisse nous permet ainsi de conclure qu'une crise similaire à celle des Etats-Unis est très improbable dans notre pays. La Suisse a en effet connu une augmentation des prix sans commune mesure avec l'envolée observée aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne ou en Espagne, et les facteurs fondamentaux semblent bien expliquer le comportement du marché. De plus, les souvenirs de notre crise immobilière du début des années nonante ont incité les différents acteurs à une certaine prudence: le financement des hypothèques est resté l'affaire des banques et des assurances et celles-ci procèdent à une analyse plus poussée des risques. En outre, l'absence de titrisation réduit très fortement le danger d'une diffusion incontrôlée des risques.

Ces différents éléments nous permettent de conclure que, malgré les hausses de prix observées ces derniers temps sur le marché immobilier, particulièrement sur l'arc lémanique, nous ne nous trouvons pas en face d'une bulle spéculative. Nous sommes bien plus en présence d'une évolution cyclique due à la bonne conjoncture que nous connaissons depuis 2004. Maintenant que le cycle touche à son terme, il y a fort à croire que la situation sur le marché immobilier va commencer à se détendre et que nous allons entrer dans une phase de progression plus modérée des prix.