

Embargo: 28 octobre 2010, à 16h30

LES DEFIS DE LA POLITIQUE MONETAIRE ET LE MARCHE IMMOBILIER

PHILIPP M. HILDEBRAND*

**PRESIDENT DE LA DIRECTION GENERALE DE LA
BANQUE NATIONALE SUISSE**

Journée de l'économie tessinoise

Lugano, le 28 octobre 2010

* Le conférencier remercie Gregor Bäurle, Robert Bichsel, Rita Kobel Rohr et Attilio Zanetti pour leur précieuse contribution à la rédaction du présent exposé.

Introduction

Mesdames et Messieurs,

Je suis heureux de me retrouver aujourd'hui parmi vous au Tessin et vous remercie de votre accueil si amical. La Banque nationale remplit son mandat légal dans l'intérêt général du pays. C'est pourquoi il est très important, pour moi-même et pour mes collègues de la Direction générale, de visiter périodiquement toutes les régions de notre pays.

Même en temps normal, la politique monétaire est une tâche très variée. Dans des périodes exceptionnelles, comme celle que nous vivons actuellement, elle doit faire face à des défis importants.

Importance du marché immobilier

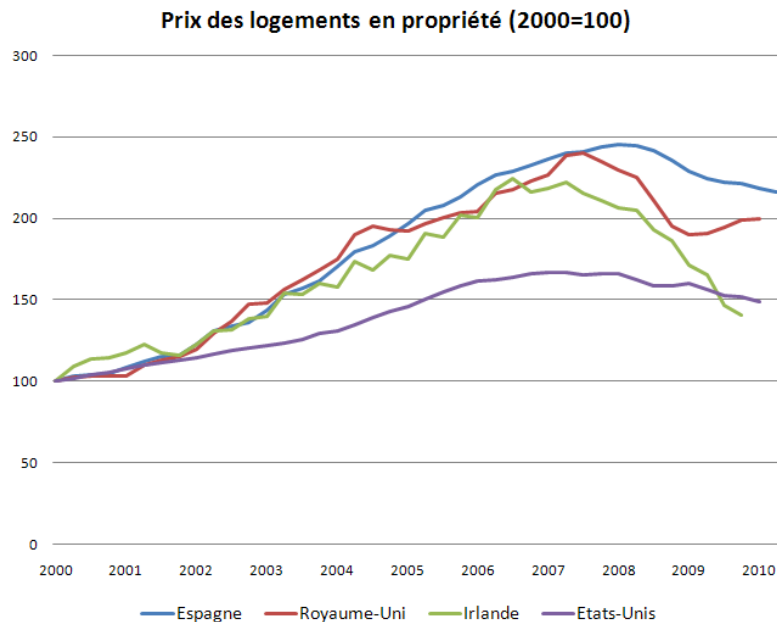
Dans mon exposé d'aujourd'hui, je vais traiter de l'évolution sur le marché immobilier. Ce marché occupe une position centrale, au sens propre du terme. Il est central, car il réunit divers acteurs de la vie économique: d'un côté, les entreprises de construction, au sens large, et de l'autre, les locataires et les propriétaires d'immeubles¹. Comme vous le savez, tant les ménages que les entreprises donnent leurs immeubles en garantie lors d'une prise de crédit. Les banques sont elles aussi, en tant que prêteurs hypothécaires, des acteurs importants.

Le marché immobilier joue également un rôle central pour l'évolution économique. Son influence sur l'ensemble de l'économie se manifeste notamment lors de crises immobilières. L'histoire le montre de manière éloquente: les récessions qui découlent d'une crise à la fois financière et immobilière durent plus longtemps et sont plus graves que les autres². L'évolution à laquelle nous assistons actuellement en est une nouvelle preuve. Les pays qui ont traversé la crise financière sans connaître de perturbations sur le marché immobilier se rétablissent relativement vite d'une récession. Par contre, les économies frappées

¹ En Suisse, environ la moitié de la fortune privée est investie dans l'immobilier, soit 42,6% de la fortune brute et 54% de la fortune nette (= fortune brute moins les dettes); état fin 2008, source: BNS.

² Cf. également Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, *This time is different, Eight Centuries of Financial Folly*, 2009.

simultanément par une crise financière et par une crise immobilière ne se redressent que très lentement. Les Etats-Unis en sont aujourd'hui l'exemple le plus parlant. Mais le Royaume-Uni, l'Irlande et l'Espagne, des pays où la reprise est très lente, ont subi eux aussi, ces dernières années, les effets de l'éclatement d'une bulle immobilière; vous pouvez le constater sur ce graphique.



Durant la crise financière, la Suisse n'a pas subi de crise immobilière. Notre pays a connu «sa» crise immobilière dans les années nonante. La construction n'a pas été la seule branche touchée par les graves conséquences de cette crise. Jusqu'en 1995, l'économie suisse n'avait guère connu de croissance. Les ménages et les entreprises ont essuyé des pertes sensibles de patrimoine, tandis que le chômage a fait un bond, puis est resté élevé pendant plusieurs années. Dans un tel contexte, il n'est pas surprenant que la consommation ait faiblement progressé pendant cinq ans environ. Par ailleurs, les banques ont dû faire face à un énorme volume de créances irrécouvrables. Et les mesures d'assainissement et de consolidation ont pris des années. Je suis persuadé que si la Suisse n'a plus connu jusqu'ici de nouvelle crise immobilière, elle le doit en partie aux expériences dramatiques faites au début des années nonante.

L'importance centrale du marché immobilier pour une économie est largement reconnue. Par contre, l'unanimité est un peu moins grande en ce qui concerne les facteurs qui, en définitive, pourraient être à l'origine d'une crise immobilière³. Quelques éléments laissent penser que les aspects monétaires jouent un certain rôle.

Le rôle de la politique monétaire

Permettez-moi de faire ici une petite digression. Comme vous le savez, le principal instrument de politique monétaire pour gérer l'économie est un taux d'intérêt nominal. La Banque nationale utilise à cet effet le Libor à trois mois en tant que taux de référence. A chaque décision de politique monétaire se pose la question suivante: quel taux d'intérêt nominal influe sur les incitations des acteurs d'une économie de telle sorte que la stabilité des prix soit assurée à moyen et à long terme? Par stabilité des prix, la Banque nationale entend un renchérissement inférieur à 2% et la prévention de la déflation.

Depuis fin 2008, la Banque nationale mène une politique monétaire expansionniste, en vue d'assurer la stabilité des prix dans notre économie. Les taux d'intérêt sont proches de zéro. A partir de mars 2009, la Banque nationale a pris en outre des mesures dites non conventionnelles – sous forme principalement d'achats de devises –, afin d'amener un net assouplissement des conditions monétaires. Lors de son dernier examen de la situation économique et monétaire de mi-septembre, la Banque nationale a décidé – vous le savez – de poursuivre sa politique monétaire expansionniste. La prévision d'inflation conditionnelle de la Banque nationale, qui est notre principal indicateur pour apprécier la politique monétaire, montre que cette politique est actuellement appropriée.

Il n'est toutefois pas exclu que, dans l'éventualité d'une longue phase de taux d'intérêt très bas, des déséquilibres puissent en découler au sein de notre économie. Sur le marché immobilier précisément, il existe un risque de voir des déséquilibres se former si les taux d'intérêt se maintiennent longtemps à un très bas niveau. Cela pourrait déboucher sur un

³ Cf. par exemple Jane Dokko, Brian Doyle, Michael T. Kiley, Jinill Kim, Shane Sherlund, Jae Sim et Skander Van den Heuvel, *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Finance and Economics Discussion Series 2009-49. Washington: Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, décembre; ou John B. Taylor, *Housing and Monetary Policy*, NBER Working Paper Series 13682, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, décembre 2007.

cycle classique de *boom-bust*. Et les conséquences dramatiques d'un tel cycle nous sont tous bien assez connues. En d'autres termes, même si le caractère expansionniste de la politique monétaire est approprié pour l'ensemble de l'économie, il peut s'avérer peu optimal pour certaines branches.

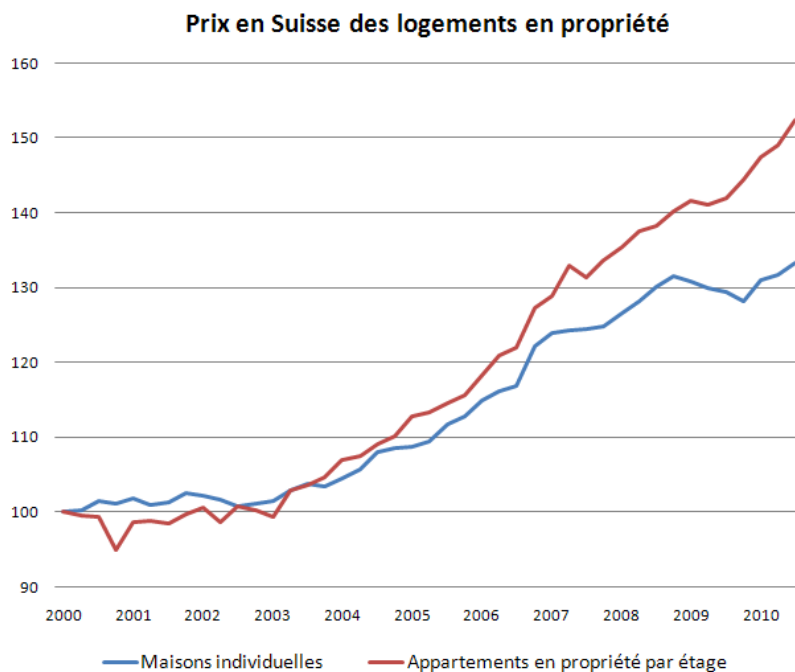
Mesdames et Messieurs, la question se pose actuellement de savoir si des déséquilibres se forment sur le marché immobilier. L'activité est aujourd'hui très soutenue dans la construction, notamment dans la construction de logements. Les entreprises de cette branche sont de plus en plus nombreuses à annoncer qu'elles arrivent aux limites de leurs capacités. Si les taux d'intérêt actuellement très bas contribuent à la forte activité dans la construction, des déséquilibres pourraient survenir sur le marché immobilier.

Disparités régionales dans l'évolution des prix

C'est la raison pour laquelle j'aimerais maintenant vous présenter quelques réflexions et appréciations sur la question des évolutions durables sur le marché immobilier. Permettez-moi d'aborder en premier lieu les aspects réels. Je vais donc analyser les interactions entre l'offre et la demande de logements et l'évolution des prix.

Les prix du logement n'ont cessé d'augmenter en Suisse depuis le tournant du siècle. Sur le graphique, vous pouvez voir l'évolution des prix des appartements en propriété par étage et des maisons individuelles⁴.

⁴ Il s'agit d'indices hédonistes des prix de transaction de Wüest & Partner. Outre Wüest & Partner, CIF SA et Fahrländer Partner AG utilisent également des indices hédonistes des prix immobiliers. On observe, à court terme, certaines évolutions divergentes dues à l'utilisation de diverses méthodes et, en partie, de différentes sources de données. Cependant, sur des périodes plus longues, il n'existe pas de différence notable.



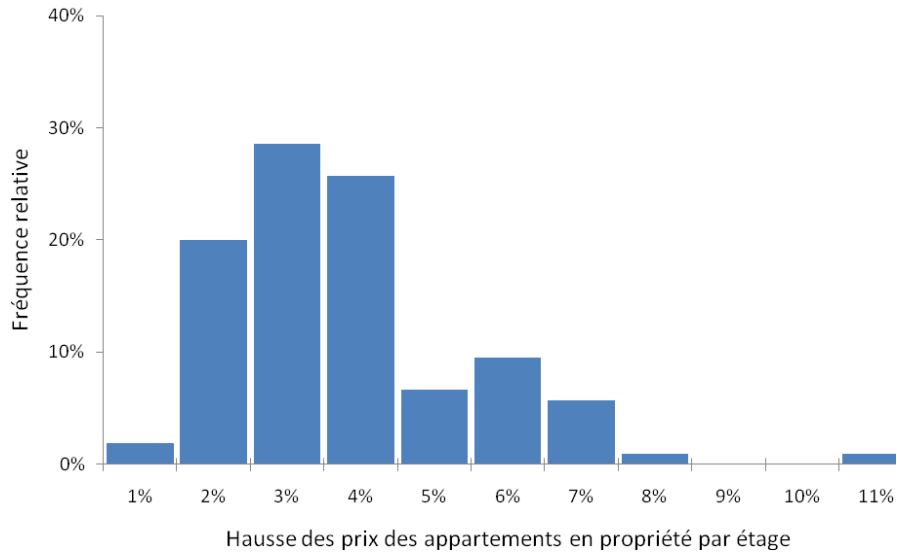
Les prix des appartements en propriété par étage ont augmenté constamment depuis le début du siècle. Une analyse du marché immobilier suisse doit toutefois tenir compte du fait que ce marché est très hétérogène. La demande de logements se caractérise par de grandes disparités régionales. Cela tient bien évidemment à la situation géographique; la proximité avec les grands centres, en particulier, joue un rôle important. La possibilité d'élargir l'offre est aussi très inégale selon le lieu. Cette interaction entre l'offre et la demande peut entraîner, sur le plan régional, des évolutions divergentes des prix.

L'histogramme montre, pour diverses régions et de 2001 à 2009, la fréquence relative des hausses de prix – en moyenne annuelle – des appartements en propriété par étage. En d'autres termes, il illustre la part des régions, en pour-cent, qui correspond à une hausse des prix déterminée. Ces régions, définies par l'Office fédéral de la statistique, sont au nombre de 106⁵.

⁵ Région de mobilité spatiale ou région MS. Il s'agit d'une répartition de la Suisse en 106 régions qui se caractérisent par une certaine homogénéité spatiale et obéissent aux principes de petits bassins d'emploi avec une orientation fonctionnelle vers les centres régionaux (source: Office fédéral de la statistique, OFS). Pour ce qui est des prix indiqués, il s'agit d'indices hédonistes des prix de transaction de Wüest & Partner.

Histogramme: Hausse des prix

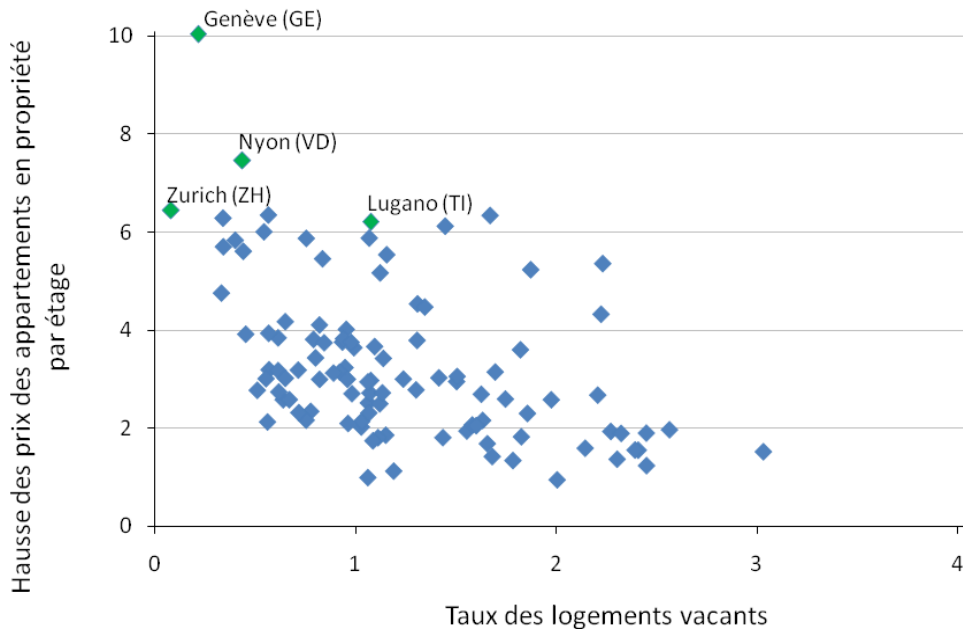
Région MS



Permettez-moi d'attirer votre attention sur deux points. Premièrement, les hausses de prix s'inscrivent entre 1% et 4% par année dans la plupart des régions. Elles sont ainsi plutôt modérées dans l'ensemble. On constate toutefois – et c'est le second point – quelques hausses très marquées, mais il s'agit d'exceptions. Les régions qui ont enregistré les plus fortes augmentations sont, comme il fallait s'y attendre, Zurich et Genève ainsi que les communes environnantes. Ces régions se caractérisent par une offre très faible et une demande très forte en matière de logement. Le graphique suivant illustre également cette situation.

Hausse des prix et taux des logements vacants

Région MS, moyenne 2001-2009



Sur l'axe horizontal, vous pouvez voir le taux des logements vacants, en moyenne des années 2001 à 2009, soit le rapport entre les logements vacants et le parc des logements⁶. Ce taux est un indicateur de l'étroitesse de l'offre par rapport à la demande existante. Quant à l'axe vertical, il représente la hausse des prix en moyenne annuelle, la même qu'au graphique précédent. On peut s'attendre à une hausse plus prononcée lorsque l'offre est faible par rapport à la demande. Ce lien est également visible sur le graphique. En effet, les prix ont enregistré les plus fortes hausses là où l'offre est la plus faible par rapport à la demande, c'est-à-dire là où le taux des logements vacants est très bas.

Dans la mesure où la hausse des prix est en relation avec l'étroitesse du marché, on peut en déduire que cette évolution ne s'explique pas par des attentes exagérées. En revanche, si les prix augmentaient en dépit d'un grand nombre de logements vacants, cela serait le signe que la faiblesse de l'offre n'est pas l'unique facteur poussant les prix à la hausse.

⁶ Sont considérés comme logements vacants les logements proposés à la location durable ou à la vente. Selon la définition de l'OFS, les maisons individuelles sont assimilées aux logements.

Cette analyse montre que l'évolution des prix de ces dernières années semble être cohérente, dans l'ensemble, avec celle des facteurs fondamentaux. Elle ne permet cependant pas de se prononcer définitivement sur l'évolution durable de chaque segment du marché.

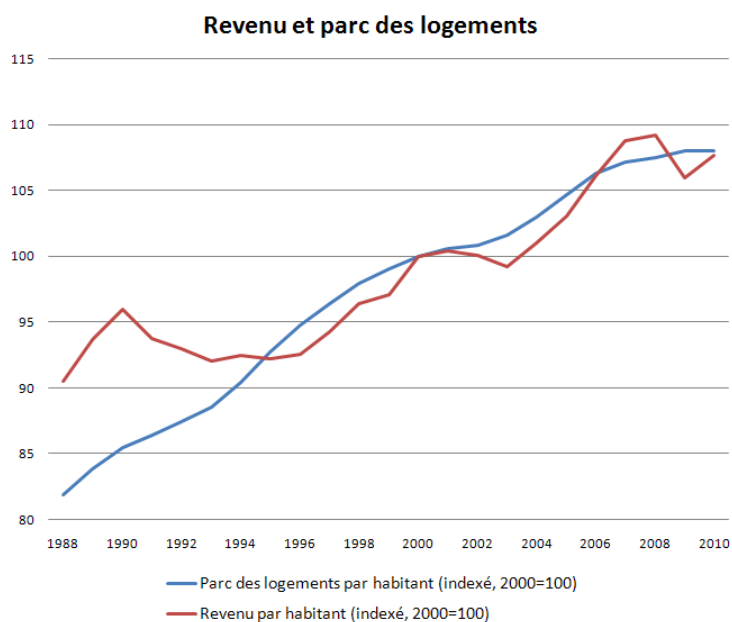
Mais quels sont ces facteurs fondamentaux qui déterminent l'offre et la demande?

Le facteur revenu

Le revenu est le premier facteur important qui détermine la demande. Sur le graphique suivant, vous pouvez voir le revenu par habitant (ligne rouge) et le parc des logements, en volume, par habitant également (ligne bleue)⁷. On remarque que le revenu par habitant a progressé vigoureusement à la fin des années quatre-vingt. Le parc des logements, par contre, a évolué de manière nettement moins dynamique. La croissance plutôt faible du parc des logements par rapport à la progression du revenu a entraîné, dans une première phase, une forte hausse des prix. Une extension de l'offre en a résulté, mais avec un certain retard. La croissance des revenus n'a toutefois pas revêtu un caractère durable⁸. Les revenus ont en effet fléchi notablement, tandis que l'offre de logements continuait à augmenter. Les prix ont alors accusé une baisse prononcée au début des années nonante, ce qui a entraîné, finalement, la crise immobilière en Suisse. Cette expérience montre que des fluctuations exagérées des revenus peuvent provoquer une dynamique malsaine dans le secteur de l'immobilier.

⁷ Le parc de logements, en volume, est établi d'après la statistique de l'OFS concernant les investissements dans la construction de logements. Les chiffres pour 2010 reposent sur une prévision de l'OFS pour les investissements dans la construction de logements et sur le scénario de l'évolution démographique de l'OFS. Le revenu par habitant correspond au produit intérieur brut par habitant en termes réels; les chiffres pour 2010 sont basés sur des prévisions de la BNS et de l'OFS.

⁸ La forte croissance des revenus à la fin des années quatre-vingt a résulté en partie d'une surchauffe de l'économie. L'inflation atteignait 6,6% à la mi-1991 et n'a pu être combattue que par un resserrement résolu de la politique monétaire. Simultanément, l'environnement économique européen s'est dégradé en raison de la hausse des taux d'intérêt qui a suivi la réunification de l'Allemagne. La conjugaison de ces deux facteurs a entraîné une récession de l'économie suisse.



Le facteur démographique

Dans le graphique précédent, le revenu et le parc des logements sont représentés par habitant. La croissance démographique n’y figure pas; cette croissance influe elle aussi sur l’«écart» entre l’offre et la demande de logements. L’offre de logements ne peut s’adapter, en général, que lentement, alors que la population évolue de manière dynamique en raison des flux migratoires. Certains déséquilibres ne peuvent donc guère être évités temporairement. Cela peut déboucher, par exemple, sur des goulets d’étranglement du côté de l’offre et, de ce fait, sur des hausses de prix. Plusieurs études confirment que l’évolution des prix à court terme est étroitement corrélée à celle de la démographie.

Des facteurs fondamentaux tels que le revenu et la démographie jouent donc un rôle important sur le marché immobilier. Des analyses de la Banque nationale montrent que les augmentations du revenu et la forte croissance démographique, qui a été observée au cours des dernières années, ont entraîné une vive poussée de la demande⁹. Entre 2000 et 2009, la population résidante permanente a progressé en effet de près de 10% pour atteindre 7,8 millions de personnes, principalement à la suite d’un afflux net d’étrangers. Le marché

⁹ Différentes approches en matière de modélisation du marché immobilier en Suisse sont publiées dans la série des Working Papers de la Banque nationale suisse: Christian Hott, *Explaining House Prices Fluctuations*, 2009 ou Elisabeth Steiner, *Estimating a stock-flow model for the Swiss housing market*, 2010.

du logement est devenu toujours plus étroit, et les prix de la propriété du logement ainsi que les loyers sont partis à la hausse.

Ces dernières années, l'activité très soutenue dans la construction de logements a toutefois permis d'accroître l'offre progressivement. Le rapport entre l'offre et la demande s'est ainsi de plus en plus normalisé, ce qui a entraîné un léger ralentissement de la hausse des prix dans certains segments. Dans l'ensemble, l'évolution des prix de l'immobilier semble s'expliquer par les facteurs fondamentaux.

Risques

Mais pourquoi la Banque nationale adresse-t-elle depuis un certain temps des mises en garde concernant des évolutions préoccupantes sur le marché immobilier? La Banque nationale a le mandat légal de contribuer à la stabilité financière. L'identification précoce des risques possibles compte parmi les tâches de ce mandat. Bien que l'évolution des prix de l'immobilier semble reposer sur les facteurs fondamentaux et que la Banque nationale s'attende pour les douze prochains mois – d'après son scénario de base – à une croissance modérée du marché du logement, il y a effectivement lieu de se faire du souci en ce qui concerne les risques.

Comme je viens de le mentionner, le marché immobilier subit les effets non seulement du revenu et de la démographie, mais aussi des facteurs monétaires. Les coûts de la propriété du logement dépendent du niveau des taux d'intérêt. C'est pourquoi la politique monétaire expansionniste menée depuis octobre 2008 a sans aucun doute stimulé la demande en matière de propriété du logement.

Plus la politique monétaire expansionniste se prolonge dans le temps et plus le danger d'évolutions indésirables s'accroît. Aujourd'hui déjà, quelques signaux d'alarme se manifestent çà et là. Dans certaines régions, les très fortes hausses des prix de la propriété du logement en témoignent. On a constaté en outre que des symptômes de bulle spéculative succèdent fréquemment à de fortes augmentations de prix dues aux facteurs fondamentaux. Cette situation s'est présentée sur le marché immobilier américain. Selon les estimations de

nombreux experts, les hausses de prix s'expliquaient jusqu'en 2004 environ, à quelques exceptions près, par les facteurs fondamentaux¹⁰. Cette évolution, saine en soi, s'est toutefois assez rapidement emballée pour déboucher sur une dynamique excessive.

Comme vous le savez, la Banque nationale a précisé à plusieurs reprises, ces derniers mois, que la prudence est requise lors de l'octroi de prêts hypothécaires. L'environnement actuel offre des conditions particulièrement propices à la prise de risques: en effet, les taux hypothécaires sont bas et la concurrence sur ce marché est vive.

Au printemps dernier, la Banque nationale a lancé une vaste enquête auprès des banques les plus importantes en Suisse dans le domaine hypothécaire. Le but de cette enquête était d'examiner selon quels critères, dans la pratique, les prêts hypothécaires sont accordés. Ces derniers mois, la Banque nationale a en outre mené un dialogue intense avec les responsables dans les banques. Les résultats de l'enquête et des discussions montrent que les risques se multiplient sur le marché hypothécaire. La Banque nationale n'a pas constaté d'assouplissement systématique des critères en matière d'octroi de crédits. Quelques banques se singularisent toutefois par une application peu prudente de ces critères. Elles mettent à profit la marge de manœuvre admise et octroient même une part importante de crédits ne remplissant pas les critères qu'elles ont fixés. Un autre indice que l'octroi de crédits pose actuellement des problèmes réside dans le fait que certaines banques ne semblent pas être en mesure de fournir des informations sur l'application effective des critères d'octroi. Cela pourrait signifier que ces banques ont des difficultés à évaluer de manière systématique les risques de leurs débiteurs.

En étroite collaboration avec la FINMA, la Banque nationale va encore renforcer le *monitoring* dans ce domaine. L'objectif visé sera de pouvoir apprécier de manière plus fiable la propension aux risques sur le plan de la banque individuelle, mais aussi au niveau agrégé.

¹⁰ Cf. par exemple Karl E. Case et Robert J. Shiller, *Is There a Bubble in the Housing Market?* Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 34 (2003-2), pages 299-362, septembre 2003, ou Christian Hott et Pierre Monnin, *Fundamental Real Estate Prices: An Empirical Estimation with International Data*, The Journal of Real Estate Finance and Economics, Springer, vol. 36 (4), pages 427-450, mai 2008.

Une appréciation plus fiable des risques est particulièrement importante dans la perspective du développement et de l'application de mesures correctrices ciblées.

Les banques doivent être elles-mêmes en mesure, grâce à une gestion responsable des risques, de contribuer à ce que l'évolution du marché immobilier soit durable. L'Association suisse des banquiers peut elle aussi apporter une contribution importante à cet égard. Il convient en particulier, lors de l'appréciation de la soutenabilité du service de la dette, de ne pas oublier que les taux d'intérêt se situent aujourd'hui à un niveau historiquement très bas. Les emprunteurs doivent de leur côté pouvoir supporter une charge d'intérêts accrue si les taux d'intérêt venaient à augmenter. Leur situation deviendrait particulièrement délicate dans l'hypothèse où, simultanément, les prix de l'immobilier se repliaient. La valeur des biens immobiliers diminuerait alors, tandis que le volume des crédits en cours resterait constant. De ce fait, une gestion responsable des risques devrait également prendre en considération les conséquences des baisses de prix. Mais les prix peuvent aussi reculer en l'absence de déséquilibres importants sur le marché immobilier. Sous-évaluer les risques lors de l'octroi de crédits peut en fin de compte amplifier les effets des fluctuations du marché. Si la part des débiteurs ayant des difficultés de remboursement devait s'accroître, les banques se trouveraient confrontées à un sérieux et grandissant défi.

Conclusion

Mesdames et Messieurs, j'en arrive maintenant à la conclusion. En ce qui concerne le marché immobilier suisse, il n'y a aujourd'hui aucune raison de céder à la panique. Mais il n'y a pas lieu non plus de donner le signal de fin d'alerte. Comme vous avez pu le déduire de mes propos, la hausse des prix semble s'expliquer ces dernières années, à quelques exceptions près, par l'évolution démographique et par celle des revenus. Ces exceptions constituent toutefois des signaux d'alerte.

Les risques sur lesquels nous attirons l'attention depuis un certain temps découlent, en premier lieu, de l'octroi de prêts hypothécaires. Il faut être bien conscient du fait que les taux d'intérêt sont aujourd'hui à un niveau historiquement très bas. D'autre part, la

concurrence est vive sur le marché hypothécaire. C'est pourquoi toutes les parties devraient accorder la plus grande attention aux indices de laxisme dans l'octroi de crédits.

Les expériences faites actuellement aux Etats-Unis et notre propre expérience du début des années nonante ont montré de manière éloquentes quelles graves conséquences une évolution malsaine peut avoir sur le marché immobilier. La Banque nationale continuera donc à suivre attentivement les développements futurs sur ce marché, en étroite collaboration avec la FINMA et les banques. Au besoin, les autorités n'hésiteront pas à prendre des mesures de correction ciblées. La Banque nationale examinera en outre la possibilité d'adopter des mesures d'ordre macroprudentiel, en complément de la politique monétaire.

Mais comprenez-moi bien: les banques et les emprunteurs ne sont pas pour autant libérés de leur responsabilité en matière de contrôle approfondi des risques et d'estimation des risques qu'ils peuvent supporter.

Nous assumons tous une responsabilité commune. La Suisse a traversé, mieux que de nombreux pays, la plus grave crise économique et financière mondiale de l'après-guerre. Le produit intérieur brut a retrouvé son niveau d'avant la crise. Et, malgré les difficultés endurées, la situation actuelle se présente sous de bons auspices. Il serait par conséquent regrettable de mettre en péril ces conditions propices à l'emploi et à la prospérité par des agissements irresponsables sur le marché hypothécaire.

La Banque nationale va continuer d'assumer son mandat qui consiste à fournir une contribution à la stabilité financière et mettre pleinement à disposition son expertise dans ce domaine. A cet effet, elle devra recourir, le cas échéant, à de nouveaux instruments. Les instruments classiques de politique monétaire ne peuvent – et ne doivent pas non plus – résoudre tous les problèmes. La politique monétaire reste axée sur le maintien de la stabilité des prix dans notre pays. C'est là l'objectif suprême de la Banque nationale. Je vous remercie de votre attention.