



# Sommaire

L'essentiel en bref

**L'envolée stoppée par la hausse des taux** 2

Segments du marché

**Maisons individuelles** 3

**Propriétés par étages** 5

**Logements locatifs** 7

Gros plan

**De quelles subprimes parle-t-on?** 9

Situation de marché

**Conditions-cadres économiques** 11

**Conditions de financement** 12

**Placements immobiliers** 13

**Activité de construction** 14

Annexe 15

## L'envolée stoppée par la hausse des taux

La dynamique des prix des logements s'est nettement calmée au 2<sup>nd</sup> semestre 2016. Pour le dernier trimestre, notre indice hédoniste des prix des transactions (corrige de la qualité) pour les MI affiche même un léger recul de 0,4% comparé au trimestre précédent. En revanche, après un fléchissement au trimestre précédent, les prix des PPE ont enregistré une nouvelle hausse de 0,6%.

Les nouveaux bas historiques des taux hypothécaires avaient auparavant stimulé la demande de logement et temporairement tiré les prix à la hausse. Le vent favorable a toutefois cessé. Les coûts de financement pour l'achat d'une maison ou d'un appartement ont donc augmenté suite à l'écart des taux de leurs niveaux records. La capacité financière des financements immobiliers ne s'est toujours pas améliorée. L'importance du niveau élevé des prix détermine donc davantage la demande immobilière.

### Différences locales pour l'offre et la demande

Cela est particulièrement vrai pour les maisons individuelles chères. Afin de pouvoir acheter une propriété du logement, davantage de ménages font des compromis sur la situation géographique de leur achat ou acquièrent une PPE moins chère. D'après nos données, le prix moyen d'une MI s'élevait à CHF 976'000 fin 2016. De nombreux acheteurs potentiels atteignent donc leur limite en ce qui concerne le prix maximal envisagé. Or, au final, cette situation n'a pas mené à une hausse de l'offre excédentaire, du fait de son ajustement rapide. Le nombre de constructions de MI diminue constamment.

Entretemps, la demande de PPE profite toujours des effets d'évitement du segment des MI et du marché locatif. Bien que la

hausse des taux ait réduit récemment l'écart des coûts du logement entre des objets à vendre et locatifs comparables, l'achat reste nettement plus intéressant que la location la plupart du temps. A l'heure actuelle, la Suisse ne fait donc plus état d'une augmentation plus marquée des locaux vacants pour le secteur des appartements en propriété. On constate toutefois une fragmentation géographique croissante de l'offre. Les nouvelles constructions de PPE se déplacent de plus en plus vers des régions périphériques et moins chères. La propriété est peut-être plus abordable dans ces secteurs, mais la demande reste concentrée sur des emplacements centraux.

Après l'envolée temporaire au 1<sup>er</sup> semestre 2016 et dans l'hypothèse d'une hausse modérée des taux, nous tablons sur un atterrissage en douceur des prix du logement, avec, toutefois, des disparités géographiques croissantes. Vous trouverez plus de détails régionaux dans l'information sur les communes de Raiffeisen ([www.raiffeisen.ch/info-commune](http://www.raiffeisen.ch/info-commune)). Au vu de la normalisation timide des taux, il n'est toutefois pas question de parler de risques pour le marché du logement comme lors du krach il y a 25 ans (cf. Gros plan).

### Correction supplémentaire des loyers prévue

Dans le segment des appartements locatifs, nous tablons sur une tendance baissière continue, malgré la légère hausse des loyers au T4. La baisse de l'immigration et de la disposition des locataires à payer, cumulée à l'expansion de l'offre constante, se répercute sur les locaux vacants en nette hausse. De plus, une nouvelle diminution du taux d'intérêt de référence prévue ultérieurement cette année devrait avoir un effet modérateur sur les loyers en cours.

[alexander.koch@raiffeisen.ch](mailto:alexander.koch@raiffeisen.ch)

## Vue d'ensemble du marché

Demande		Effet sur les prix
Démographie	Croissance démographique, malgré niveau élevé, toujours affaiblie. Mutations structurelles de l'immigration se répercutent sur la demande de logements qui évolue vers les segments de prix moindres.	→
PIB	Reprise conjoncturelle confirmée, mais toujours confrontée à un vent contraire provoqué par le franc fort.	→
Revenus	Légère hausse seulement des salaires, dynamique de l'emploi nettement essoufflée.	→
Conditions de financement	Hausse des taux modérée, durcissement réglementaire compliquent achat immobilier. Niveau des taux toujours très bas.	→
Placements	Important écart de rendement avec obligations, investissements immobiliers attractifs malgré vacances accrues.	↗
Offre		
Construction	Stabilisation globale expansion de l'offre, construction d'appartements locatifs gagne du terrain.	→
Locaux vacants	Tendance à la hausse du nombre de locaux vacants surtout stimulée par appartements locatifs.	↘
Perspectives pour les prix		
Prix à l'achat	Taux bas maintiennent la demande de logements en propriété et d'objets de placement. Fragmentation géographique de l'offre et de la demande crée toutefois offre excédentaire en périphérie.	↗
Loyers	Excédent de l'offre de plus en plus important pour segment haut de gamme et coûteux et dans les zones géographiques moins attractives devrait continuer à faire baisser les loyers proposés.	↘

## Maisons individuelles

**Après une très nette envolée au 1<sup>er</sup> semestre 2016, la dynamique des prix pour les maisons individuelles (MI) s'est calmée au 2<sup>nd</sup> semestre. Malgré la hausse modérée des taux, les MI ne sont pas plus abordables. L'ajustement rapide de l'offre se traduit toutefois par une augmentation des locaux vacants et des corrections de prix.**

Pour la première fois depuis presque deux ans, les prix des MI ont enregistré une baisse de 0,4% comparé au trimestre précédent. La correction modérée suit toutefois une dynamique de prix très marquée aux trimestres précédents. Le taux de variation annuel des prix des MI a donc certes baissé depuis la fin 2016, mais reste élevé.

### Apaisement au 2<sup>nd</sup> semestre

Indice hédoniste Raiffeisen prix des transactions MI



Sources: SRED, Raiffeisen Investment Office

La poussée des prix au 1<sup>er</sup> semestre a été très largement favorisée par la nouvelle chute des taux début 2016. Ce vent contraire pour la demande de logements en propriété a de plus en plus perdu de son souffle au cours de l'année. La tendance à la baisse des taux a cessé au 2<sup>nd</sup> semestre et les taux hypothécaires se sont éloignés de leur niveau bas historique depuis septembre.

### Concessions en raison de prix élevés pour les MI

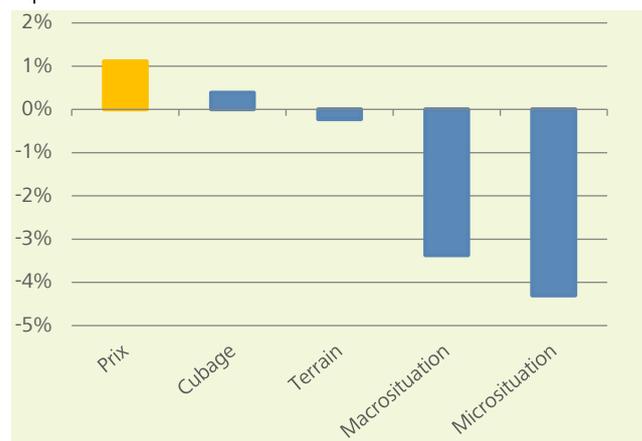
Cette démarche n'a pas amélioré ultérieurement la capacité financière des financements immobiliers. Ce niveau très élevé des prix redonne davantage de poids à la dynamique de la demande. Pour une large part de la population, certaines MI envisagées sont tout simplement trop chères. Ce constat ne signifie pourtant pas que la demande est absente. Au contraire, les acheteurs potentiels doivent faire davantage de compromis ou se reporter sur des PPE.

Actuellement, les concessions sont surtout faites sur la situation géographique. Tout d'abord, les gens achètent en moyenne

dans des communes moins convoitées, où les prix du terrain sont moins chers, autrement dit la macrosituation. Pour les MI répertoriées dans nos données, composées d'objets financés par UBS, CS, la BCZ et Raiffeisen, la macrosituation moyenne s'est considérablement détériorée depuis le début 2015. La baisse est encore plus forte pour la macrosituation, qui mesure la qualité du positionnement dans la localité et qui indique par exemple si une MI est exposée au soleil, se trouve dans un quartier résidentiel calme ou sur une voie d'accès. En revanche, la taille et la surface du terrain des MI achetées évoluent peu. Malgré les compromis sur la situation géographique, le prix moyen d'une maison individuelle fin 2016 est passé à CHF 976'000.00. Cependant, à ce prix on obtient moins qu'avant.

### Prix élevé pour situation géographique moins attractive

Variation moyenne des caractéristiques des MI vendues 1q15-4q16



Sources: SRED, Raiffeisen Investment Office

La hausse modérée des prix payés en moyenne et la baisse générale de la qualité des MI achetées reflètent la maturité du marché. Ni le pouvoir d'achat des ménages suisses ni leur disposition à mettre la main au portefeuille ne sont pas illimités. C'est dans des zones situées au bord du lac Léman et aux alentours de Zurich que la disposition à payer est la plus élevée. Les acheteurs potentiels sont prêts à y payer au moins CHF 1,5 mio en moyenne pour une MI quand les prix ne dépassent pas un million de francs dans la majeure partie du reste de la Suisse.

### L'offre s'est adaptée

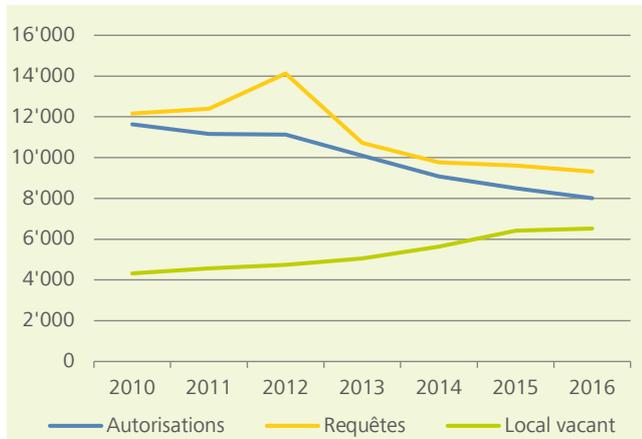
En raison de l'écart croissant entre les prix élevés proposés et la disposition limitée à payer, les MI n'ont plus toutes trouvé acquéreurs immédiatement ces dernières années. A la mi-2016, 6'500 MI étaient vacantes, soit une augmentation de 50% depuis 2010. Malgré cette forte augmentation en pourcentage, le niveau de vacances reste bas et le nombre a à peine augmenté l'an dernier.

# Segments du marché

L'ajustement de l'offre y est donc essentiel. Si 12'000 permis étaient encore délivrés en 2010 pour des MI, on n'en compte plus que 8'000 en 2016, une tendance à la baisse qui se maintient. Les demandes de construction en cours n'indiquent aucune inversion de la tendance à la hausse. Globalement, le marché suisse des MI ne présente aucun déséquilibre notable malgré une forte dynamique des prix installée depuis longtemps. Nous maintenons donc notre prévision d'un atterrissage en douceur pour les trimestres à venir.

## Baisse de l'offre diminue taux de vacances des MI

Nombre de MI



Sources: OFS, Docu-Media (Meta-Sys), Raiffeisen Investment Office

Dans cette optique, le développement autour du lac Léman est un bon exemple. Les prix des transactions pour des MI y ont nettement augmenté entre 2000 et 2010. Elevée entre 2010 et 2015, la dynamique s'est toutefois essouffée plus tôt que dans le reste de la Suisse et était même négative en 2016, avec -1,1%. Les chiffres des derniers trimestres indiquent néanmoins une stabilisation du niveau des prix. Pendant ce temps, les prix plutôt abordables des MI comme à Berne et en Suisse orientale continuent de rattraper le niveau. La dynamique dans la région de Zurich requiert une attention particulière. Hormis les communes au bord du lac, le prix dans cette région évolue toujours fortement, alors que le niveau y est déjà très élevé.

## Evolution des prix des MI selon les régions

Prix des transactions, indice (2015=100), état au 4q16

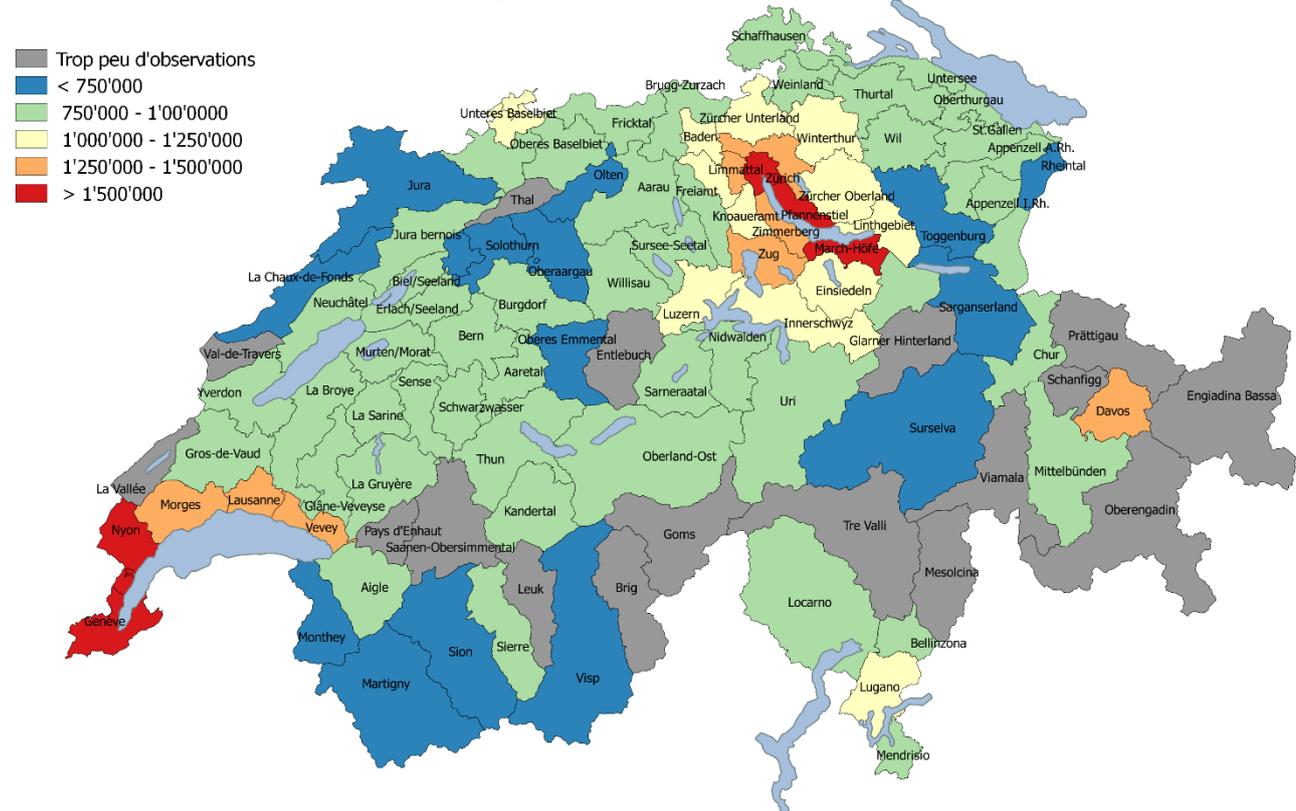
Actuel: évolution moyenne 4 derniers trimestres en % yoy

	Indice	Ø 10-15	Actuel
Suisse	106.4	3.6	5.7
1 Zurich	107.0	4.1	6.0
2 Suisse orientale	106.9	4.6	6.8
3 Suisse centrale	106.7	4.4	4.1
4 Nord-ouest	105.7	4.1	5.4
5 Berne	112.5	3.7	7.5
6 Suisse méridionale	98.6	3.4	5.8
7 Région du Léman	99.0	1.9	-1.1
8 Suisse occidentale	107.1	4.0	4.3

Sources: SRED, Raiffeisen Investment Office

## Disposition à payer pour une maison individuelle

Abonnements de recherche, médiane en CHF, 4q16



Sources: Realmatch360, Raiffeisen Investment Office

## Propriétés par étages

**Les prix des PPE sont repartis à la hausse depuis la fin de l'année. L'avantage des coûts du logement liés à l'achat du logement à la place de la location a toutefois nettement perdu du terrain. Et l'offre se détachant géographiquement de la demande, la dynamique des prix devrait donc ralentir.**

Après un léger repli au trimestre précédent, la propriété par étages (PPE) a enregistré une nouvelle progression de 0,6% au dernier trimestre 2016. Après une hausse moyenne de près d'1% par trimestre sur les deux dernières années, la dynamique des prix a fini par s'affaiblir légèrement. A l'image du segment des MI, les prix des PPE se sont envolés grâce aux taux hypothécaires historiquement bas. L'inversion de la dynamique des taux d'intérêt affaiblit toutefois les impulsions.

### Dynamique affaiblie pour le 2<sup>nd</sup> semestre

Indice hédoniste Raiffeisen prix des transactions PPE



Sources: SRED, Raiffeisen Investment Office

### Achat de PPE toujours soutenue par différence de coûts

Le léger retour à la hausse du niveau des taux hypothécaires à long terme a des effets sur les coûts de logement indicatifs pour l'achat d'un logement. Notre indicateur des coûts de logement pour les PPE a augmenté au T4 d'au moins 8%, passant à CHF 1'590.00 par mois pour un appartement de 100m<sup>2</sup> en raison de la nouvelle hausse des prix et surtout de la hausse des taux. En revanche, les coûts de location pour un appartement comparable sont restés stables. Avec un niveau d'environ CHF 1'970.00, le loyer reste durablement très cher (cf. graphique).

Outre les prix très élevés des MI, la différence des coûts de logement constitue l'un des piliers fondamentaux de la demande en PPE. Pour combler totalement l'écart, il faudrait notamment augmenter le taux d'une hypothèque à taux fixe sur dix ans, que nous avons utilisé pour le calcul, de 1,7% actuellement à 2,7%. Une telle hausse réduirait considérablement l'attractivité relative

de l'achat d'un logement si les prix sont en même temps élevés et aurait un effet négatif sur la dynamique des prix.

Nous ne prévoyons toutefois aucune disparition complète de la différence des coûts de logement. Au vu du recul des loyers proposés et de la hausse modérée des taux à long terme, nous prévoyons, sur l'année, une réduction de l'écart de la moitié au moins. Il ne faut donc pas s'attendre à de nouvelles impulsions pour la demande de PPE de ce côté.

### Acheter reste plus avantageux que louer

Coûts de logement mensuels pour un appartement de 100m<sup>2</sup> en CHF, avec hypothèque à taux fixe sur 10 ans, fiscalité et entretien



Sources: CIFI, BNS, SRED, Raiffeisen Investment Office

L'essentiel de la demande de PPE se concentre encore sur les régions urbaines de la Suisse, comme le montrent les abonnements de recherche actifs de Comparis, Homegate et Immo-scout. La demande est particulièrement forte autour du lac de Zurich et de Zoug, avec plus de 7,5 abonnements pour 1'000 habitants (cf. carte à la page suivante). Il en va de même pour Berne et le lac Léman. Même dans les nombreuses régions touristiques des Grisons, le nombre d'abonnements est relativement important. Ce sont surtout des appartements de vacances qui y sont prisés. Dans la région du Plateau, à part les zones urbaines convoitées, et donc chères, le nombre d'abonnements diminue nettement avec l'éloignement.

### Une offre géographiquement fragmentée

Si la demande de PPE est forte dans des situations centrales principalement, l'offre tend à suivre la direction opposée. Jusqu'en début 2014, le nombre de permis de construire accordés dans des communes à prix élevé et à prix bas évoluait encore pratiquement en parallèle. Depuis, l'évolution s'est toutefois détachée. Dans les zones onéreuses, les permis se sont stabilisés à hauteur de 3'000 logements par an au moins. Dans les zones plus abordables, en revanche, on en compte deux fois plus. Même si l'expansion de l'offre de PPE n'est globalement pas excessive, l'écart géographique entre l'offre et la demande devrait

# Segments du marché

continuer à faire progresser l'offre excédentaire dans des régions moins convoitées. Dans certaines régions périphériques, les locaux vacants ont atteint le niveau déjà élevé.

## Activité de construction très élevée hors zones prisées

Nombre de permis de construire des PPE, par niveau de prix communal, en glissement sur quatre trimestres

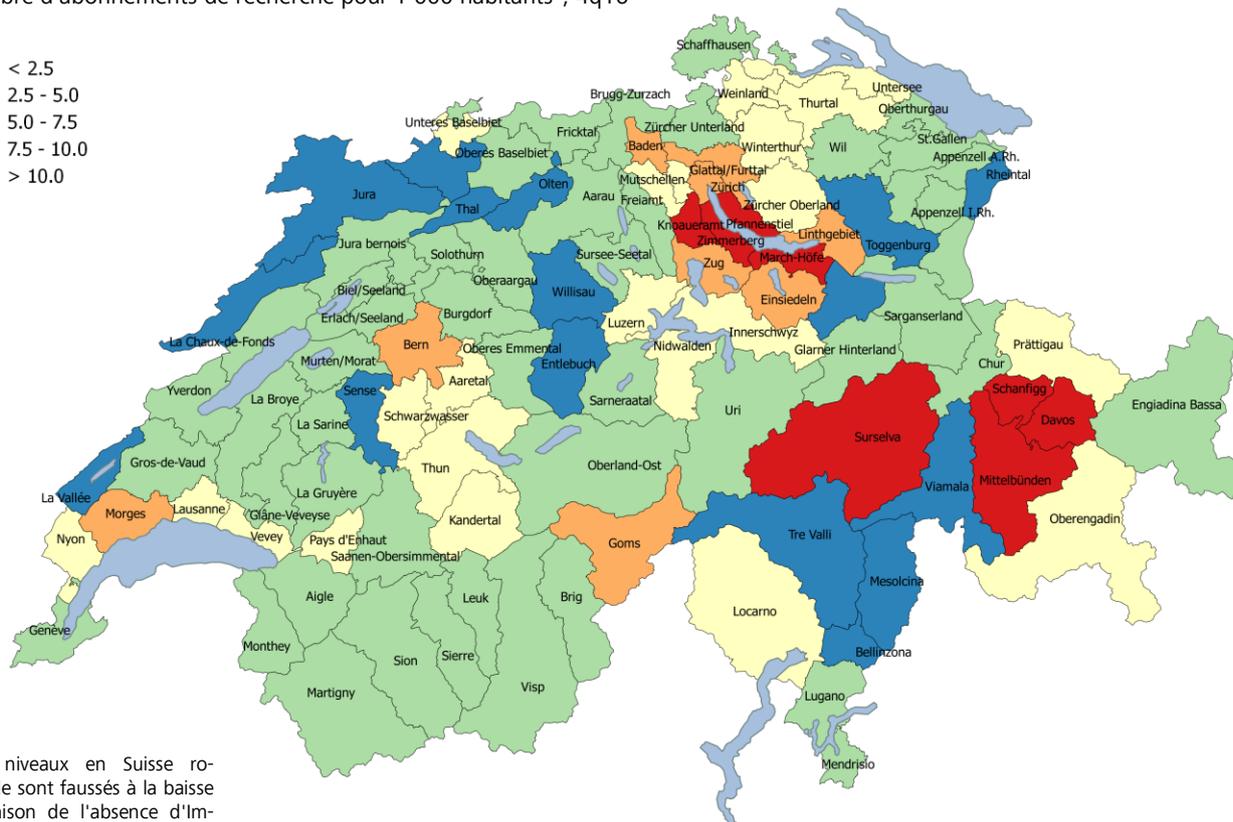
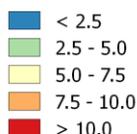


Sources: Docu-Media (Meta-Sys), SRED, Raiffeisen Investment Office

Cette tendance concerne aussi la Suisse méridionale, où l'on observe actuellement la plus forte dynamique des prix. Les hausses des prix sont principalement stimulées par les résidences principales et non pas les appartements de vacances. Pour accéder à la propriété, la population locale fait des compromis sur toutes les caractéristiques des biens. On constate également une forte évolution des prix actuellement à Berne, dans le Nord-ouest et

## Abonnements de recherche pour PPE

Nombre d'abonnements de recherche pour 1'000 habitants\*, 4q16



\*Les niveaux en Suisse romande sont faussés à la baisse en raison de l'absence de l'im-moestreet.

Sources: Realmatch360, Raiffeisen Investment Office

en Suisse occidentale. Ces quatre régions se situent dans la moyenne des prix et la progression se poursuit. Les régions à faible dynamique sont actuellement la Suisse centrale et romande. En Suisse centrale, l'affaiblissement peut se justifier par le niveau de prix déjà très élevé. En Suisse romande, la situation est au contraire plutôt surprenante car le niveau des prix y est relativement bas. Reste à savoir si le marché romand des PPE pourra poursuivre son rattrapage ou si l'augmentation des locaux vacants qui se dessine freinera durablement cette évolution des prix.

## Evolution des prix des PPE selon les régions

Prix des transactions, indice (2015=100), état au 4q16

Actuel: évolution moyenne 4 derniers trimestres en % yoy

	Indice	Ø 10-15	Actuel
Suisse	105.5	4.8	4.5
1 Zurich	106.1	5.1	4.0
2 Suisse orientale	107.5	6.1	4.9
3 Suisse centrale	101.5	5.9	2.0
4 Nord-ouest	106.7	4.7	5.8
5 Berne	108.8	4.0	6.0
6 Suisse méridionale	108.5	5.0	6.4
7 Région du Léman	101.6	4.4	4.2
8 Suisse occidentale	100.6	6.0	1.5

Sources: SRED, Raiffeisen Investment Office

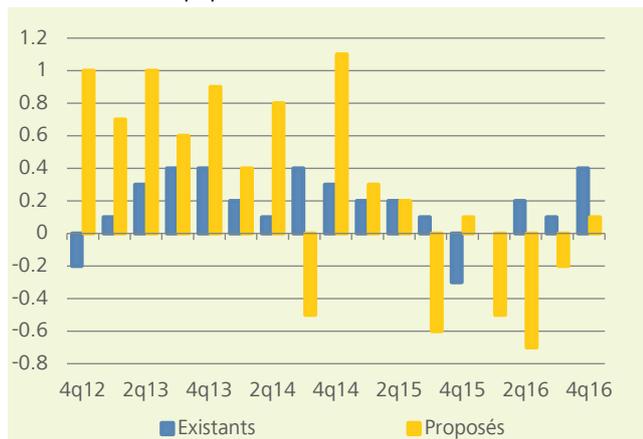
## Logements locatifs

**La légère augmentation des loyers à la fin de l'année ne signifie pas un inversement de la tendance. En effet, l'offre excédentaire augmentera avec le recul de l'immigration et la construction de logements locatifs toujours en plein essor. De plus, une nouvelle diminution du taux d'intérêt de référence devrait avoir un effet modérateur sur les loyers en cours.**

Le recul des loyers ne s'est pas confirmé au dernier trimestre 2016. Les prix offerts pour les nouvelles locations ont légèrement augmenté, +0,1%, dans toute la Suisse, comparé au trimestre précédent. Par ailleurs, la croissance des prix des loyers en cours a atteint 0,4% à la fin de l'année.

### Aucune diminution des loyers proposés en fin d'année

Locations, en % qoq



Sources: OFS, WP, Raiffeisen Investment Office

Les derniers chiffres n'annoncent toutefois aucune fin de la détente sur le marché locatif. La situation du marché laisse plutôt envisager le maintien de l'élargissement de l'offre excédentaire de logements locatifs. En particulier la tendance baissière des loyers proposés devrait se confirmer cette année. Même avec leur récente stabilisation, les loyers proposés ont globalement fléchi d'1,8% depuis leur pic atteint à la mi-2015, après avoir augmenté de plus de 50% depuis le passage à l'an 2000.

### Forte activité de construction des logements locatifs

La crise des placements maintient les investissements dans des projets de construction de logements locatifs à un très haut niveau. Après une période de forte hausse, les nouvelles demandes de construction d'appartements locatifs ont quelque peu diminué (cf. graphique). En revanche, le nombre de permis de construire reste à la hausse. L'élargissement prévu de l'offre est donc supérieur de 20% par rapport au niveau de l'an dernier.

### Boom de la construction des immeubles locatifs

Logements proposés à la location, cumul sur 12 mois



Sources: Docu-Media (Meta-Sys), SRED, Raiffeisen Investment Office

### Baisse de la demande d'appartements locatifs à prix élevé

En parallèle, la demande d'appartements locatifs n'augmente plus. Le net recul de l'immigration influence plus fortement la demande sur le marché locatif. Les changements dans la structure de l'immigration contribuent à la nette diminution de la croissance démographique. Les migrants disposant des plus faibles revenus de l'UE et les passages accrus des demandeurs d'asile déplacent la demande vers des logements plus abordables. Et pour les locataires qui ont des revenus plus élevés, l'incitation à l'achat d'un appartement reste forte par rapport à la location, et ce malgré la récente hausse des taux. La diminution de la disposition à payer se reflète dans les abonnements de recherche en ligne de locations. La fourchette des prix des ménages en quête de logement n'est restée élevée au 2<sup>nd</sup> semestre 2016 que dans les centres.

Après l'augmentation sensible du nombre de logements locatifs vacants l'an dernier, l'écart qui continue de se creuser entre l'offre et la demande sur le marché des logements locatifs devrait faire augmenter l'offre excédentaire, avant tout des appartements à prix élevé.

### Nouveau recul attendu du taux d'intérêt de référence

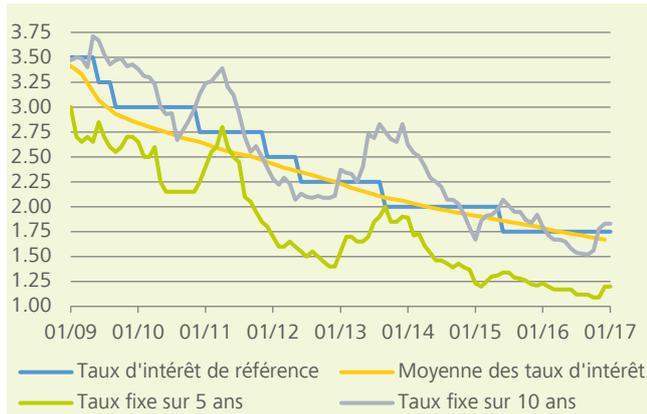
La dynamique constatée dans les loyers en cours devrait encore s'affaiblir en 2017. Outre le recul des nouvelles locations, une nouvelle baisse du taux d'intérêt de référence devrait avoir un effet modérateur. En raison du niveau des taux toujours très faible, le taux d'intérêt moyen des crédits hypothécaires émis en Suisse continue de baisser. Pour plus d'un tiers des hypothèques, un taux d'intérêt de 1,75% ou plus est encore appliqué. Selon nos calculs, le taux d'intérêt de référence devrait être passé de 1,75% à 1,50% au plus tard début juin. D'après le droit du bail, un abaissement du taux d'intérêt de référence d'un quart de

# Segments du marché

point de pourcentage donne aux locataires le droit de demander une diminution du loyer de 3% en général. Comme on a pu déjà l'observer après la dernière diminution du taux d'intérêt de référence mi-2015, la dynamique dans les loyers en cours devrait nettement s'affaiblir.

## Le taux hypothécaire moyen continue de baisser

Taux d'intérêt en %



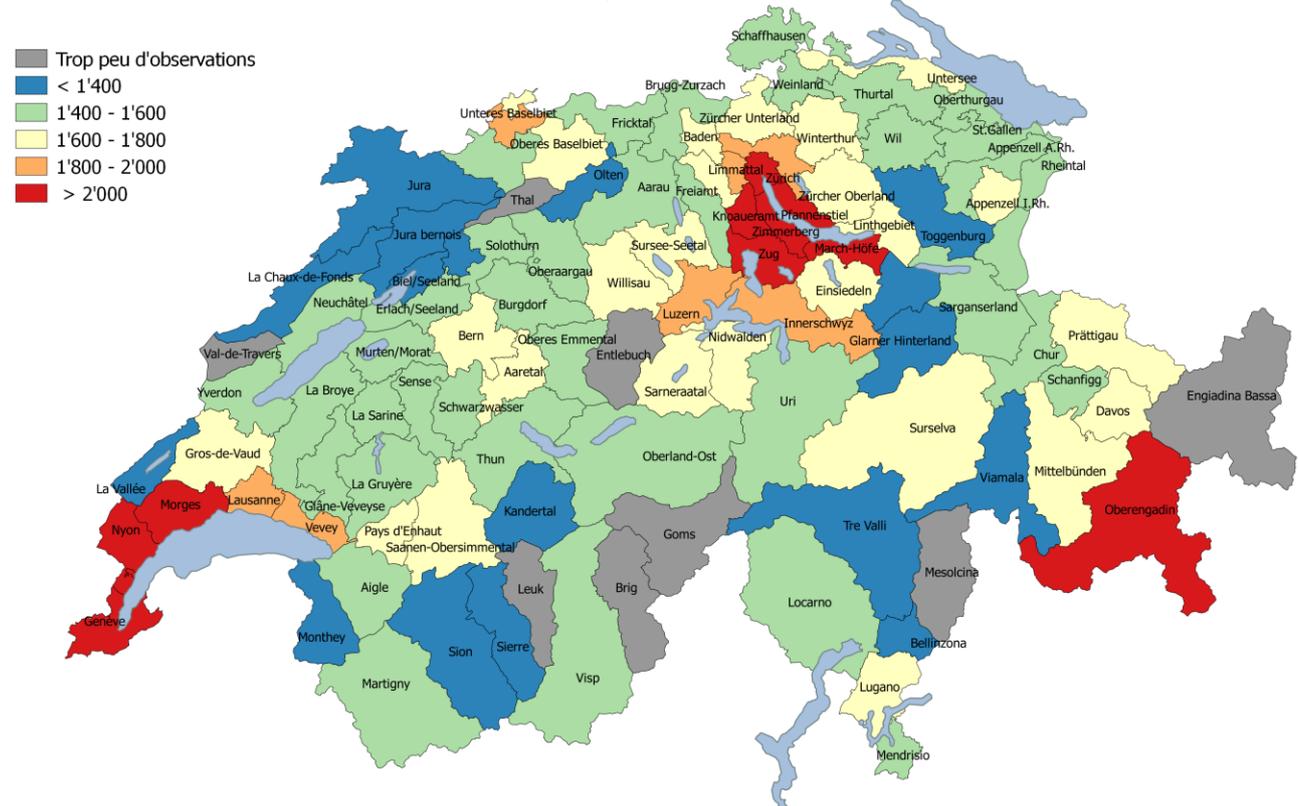
Sources: OFL, BNS, Raiffeisen Investment Office

## Forte correction sur les bords du lac Léman

Les données des loyers régionaux indiquent très clairement une correction. Dans la plupart des grandes régions, les loyers proposés ont diminué en 2016 en glissement annuel. En dehors des centres en particulier, l'offre excédentaire croissante fait pression sur les loyers proposés.

## Disposition à payer pour des logements locatifs

Abonnements de recherche, médiane mensuelle en CHF, 4q16



Sources: Realmatch360, Raiffeisen Investment Office

La forte activité de construction a entraîné une hausse des logements locatifs vacants, tant dans les régions montagneuses que dans la région d'Aarau / Soleure et à l'ouest de Berne / Fribourg notamment. Partout en Suisse, les chiffres des appartements vacants atteignent 1,3% en 2016, contre 1,2% en 2015.

Dans les centres où le nombre de locaux vacants a à peine augmenté, on enregistre aussi un recul global des prix qui provient avant tout de la saturation dans le segment haut de gamme. C'est particulièrement le cas pour la région coûteuse autour du lac Léman où les loyers proposés reculent le plus fortement (-6%). Seules dans les autres zones de Suisse romande, la hausse des loyers reste modérée du fait de l'effet d'évitement de la région voisine à prix élevé.

## Evolution du niveau des loyers selon les régions

Loyers proposés, indice (2015=100), en % yoy

	Indice	Ø 10-15	2016
Suisse	99.0	2.4	-1.3
1 Zurich	97.0	2.2	-2.4
2 Suisse orientale	98.4	2.1	-1.4
3 Suisse centrale	96.9	2.7	-1.9
4 Nord-ouest	99.5	2.0	-0.5
5 Berne	99.9	2.0	0.0
6 Suisse méridionale	97.3	2.0	-2.3
7 Région du Léman	93.5	4.0	-5.7
8 Suisse occidentale	101.3	1.8	1.0

Sources: WP, Raiffeisen Investment Office

## De quelles subprimes parle-t-on?

**Le dernier «Gros plan» de cette publication présentait la thèse selon laquelle la limite de capacité financière indicative stricte de 5% était obsolète. Depuis, la Suisse mène des discussions très vives sur ce sujet, mais malheureusement superficielles et totalement indifférenciées. Le temps est venu de clarifier la situation et d'examiner de plus près les risques présumés dont tout le monde parle.**

«Les banques font tout pour attirer aussi les clients financièrement limités» pouvait-on lire dans la presse en janvier sous le titre, certes effroyable, mais totalement naïf, «Subprime Suisse». Même les banques ont critiqué la proposition d'assouplir les limites de la capacité financière. Selon elles, ce serait jouer avec le feu puisqu'une hausse des taux pourrait perturber l'ensemble du système. Par conséquent, dès à présent, il ne serait aucunement question d'assouplir la pratique de financement. A noter que cette critique provient d'un camp qui a perdu des milliards sur les marchés financiers ces dernières années et qui doit encore payer aujourd'hui d'énormes amendes. Par ailleurs, il est mis en garde contre les divorces comme si l'assouplissement des limites de la capacité financière augmentait ce plus grand risque indéniab, et la plupart du temps, incalculable, dans le financement de la propriété du logement à usage propre. Il n'y a aucun lien de causalité dans ce cas précis. Et naturellement, on prend pour

référence le krach immobilier d'il y a 25 ans comme preuve frappante pour souligner pourquoi on est à nouveau sur la bonne voie pour refaire les mêmes erreurs. Malheureusement, il semble que les souvenirs se soient estompés. En effet, comme aucun autre pays, la Suisse a longuement étudié la dernière crise immobilière et en a tiré les leçons nécessaires. La Suisse exclut définitivement les hypothèques toxiques.

### La fable de l'explosion isolée des taux

Aujourd'hui, quand on met en garde contre les risques sur le marché du logement en propriété, la hausse redoutée des taux occupe la première place. Cela fait déjà plus de cinq ans que plusieurs observateurs du marché ont tiré la sonnette d'alarme. Comme à la fin des années 80, un tel risque pourrait survenir rapidement, par surprise, et avoir des conséquences beaucoup plus redoutables que celles auxquelles on s'attend. Par ailleurs, comme on aurait définitivement engagé le revirement des taux, le risque se profilerait davantage. Rétrospectivement, on s'aperçoit toutefois très vite que cette comparaison historique est tirée par les cheveux. Il est vrai qu'il y a une hausse relativement extrême des taux d'au moins 270 points de base (ou de 2,7 points de pourcentage) en l'espace d'à peine deux ans, à la différence que nous partons d'un niveau nettement plus élevé et d'un contexte macro-économique actuel très éloigné, et qui n'est pas prêt de se reproduire dans un futur proche, voire même peut-être plus jamais.

### Ingrédients manquants pour un choc des taux

Rendement des obligations de la Confédération à 10 ans



Sources: BNS, WP, Raiffeisen Investment Office

## Compensation automatique du renchérissement au lieu de la pression sur les salaires

A la fin des années quatre-vingts, l'économie suisse a connu un rythme de croissance exorbitant, qu'elle n'a plus jamais vécu depuis. La conjoncture était en surchauffe, le marché du travail désertique, l'inflation galopante, même en raison de la compensation du renchérissement autrefois obligatoire, qui déclencha une véritable spirale des salaires. La croissance considérable de la masse monétaire qui a suivi le krach boursier de 1987 a contribué à cette surchauffe. Et quand la Banque nationale suisse décida de resserrer sa politique monétaire, il était déjà trop tard. L'économie s'est effondrée, le marché de l'immobilier a suivi le mouvement et le taux de chômage a atteint un record historique de 5,7%. La situation macroéconomique actuelle est totalement différente, la comparaison n'est donc pas tenable (cf. graphique page 9), en l'absence également des conditions démographiques à des fins de comparaison. L'âge médian en Suisse se situait, à l'époque, vers la trentaine, aujourd'hui il se trouve vers la cinquantaine. Conséquence: une certaine saturation de la consommation. C'est pourquoi les importantes baisses des prix du commerce de détail ne génèrent plus aucun boom.

## Laxisme et spéculation

Un autre élément absent du cycle actuel, c'est la spéculation, qui régnait considérablement à la fin des années 1980. Les détournements de crédits hypothécaires à des fins de consommation étaient courants, les avances supérieures à 100% n'avaient rien d'exceptionnel et les crédits étaient octroyés même sans fonds propres, il suffisait de disposer d'un terrain à bâtir. L'augmentation attendue de leur prix avait déjà été anticipée dans les octrois de crédit, comme ce fut le cas également dans la crise des subprimes. Pendant le boom immobilier des années 1980, les banques ne séparaient pas le conseil à la clientèle ou l'acquisition de clients de la gestion des risques. Cette approche a incité, au moyen de systèmes d'incitation appropriés, dont le bonus, à penser en volumes, sans tenir compte des risques potentiels qui pourraient peut-être se présenter un jour. Même les transactions spéculatives avec des clients douteux ont été conclues à l'aveugle. L'augmentation constante des prix de l'immobilier semblait être un garant suffisant.

## Des revirements de taux à tout va

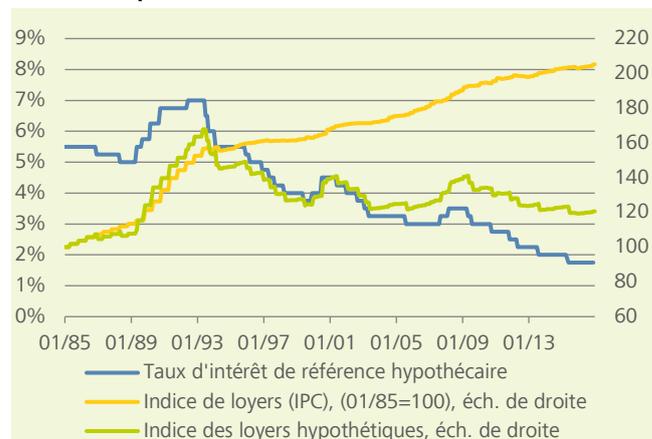
Néanmoins, les alarmistes ne fatiguent pas et sont récemment allés chercher du soutien aux Etats-Unis, où les taux US à long terme ont fortement augmenté contre toute attente après l'élection de Trump. Et voilà qu'on parle à nouveau du célèbre revirement des taux. En revanche, si l'on observe l'évolution des taux depuis les 30 dernières années, on trouve un nombre incalculable de supposés revirements (mi-2010, fin 2012, début 2013, fin de l'été 2015, mi-2016), qui hystérisaient les marchés financiers et qui s'avèrent au final être seulement des tournants passagers. Nous prévoyons bien sûr des taux à long terme plus élevés, dans l'année mais il semble exagéré de parler d'un revirement des taux sous le simple prétexte que les signes des taux à

long terme devraient changer. On peut tout au plus parler d'une normalisation timide, qui sera sans risque pour le marché immobilier.

## La surchauffe du marché locatif – un sujet qui fâche

Alors qu'on met en garde depuis cinq ans contre une bulle ou une explosion du marché du logement en propriété, les observateurs critiques ne se penchent presque jamais sur le marché locatif. Quiconque parle de revirement ou de choc des taux met en garde contre les conséquences sur le marché du logement en propriété. En raison de la politique de taux bas, le marché locatif est tout autant en déroute et serait au moins aussi durement touché par un prétendu choc des taux. En effet, même si le taux d'intérêt de référence réagit peut-être lentement, les hausses des taux d'intérêt s'accompagneraient d'un ajustement des loyers à la hausse. Même si les réductions des taux s'associent à un droit clairement défini des locataires d'obtenir une diminution du loyer, l'histoire et la situation actuelle soulignent que la répercussion des modifications des taux de financement sur les loyers marche surtout dans un seul sens (cf. graphique). En réalité, les loyers en cours devraient être largement inférieurs de 40% au maximum, comme le présente notre indice des loyers hypothétiques. Cet indice reproduit les baisses de loyer prévues par la loi suite à des réductions de taux. L'écart avec l'évolution réelle des loyers est déjà suffisamment inquiétant et a largement contribué au boom de la propriété. En effet, pendant que les loyers augmentent constamment dans les faits, la charge des coûts du propre logement a considérablement diminué. Le regain d'attractivité relative des logements en propriété est donc aussi la conséquence d'un droit du bail laxiste.

## Loyers en hausse malgré un taux d'intérêt de référence nettement plus bas



Sources: OFS, OFL, Raiffeisen Investment Office

## Conditions-cadres économiques

**La stabilité de la conjoncture mondiale donne des ailes à l'industrie suisse, mais les prévisions concernant l'emploi restent toutefois globalement modérées. Le recul de la migration de main-d'œuvre européenne fait nettement baisser la croissance démographique, déjà à un niveau élevée, malgré les passages accrus des demandeurs d'asile.**

Selon les chiffres officiels du PIB au T3, l'économie suisse n'a pas décollé, alors qu'on s'y attendait au vu du solide trimestre précédent. Globalement, les prévisions conjoncturelles se sont continuellement améliorées l'année dernière suite à l'embellie de l'économie mondiale. Stimulée par des exportations en hausse, la croissance du PIB pour 2016 devrait avoir presque doublé par rapport à l'année précédente, soit 1,5%, contre 0,8%. La consommation nationale et la demande d'investissement restent modérées. La force soutenue du franc par rapport à l'euro a toujours un effet modérateur. Nous ne prévoyons donc aucune nouvelle progression de la dynamique du PIB pour 2017.

Une conjoncture plus solide a permis de stopper la tendance à la hausse du chômage. Celle-ci est le résultat avant tout de la stabilisation des perspectives d'emploi dans l'industrie. D'un autre côté, le taux de croissance ininterrompue des dernières années dans le secteur des services s'est considérablement affaibli et il faut donc s'attendre à une progression tout au plus très modérée de l'emploi dans les mois à venir.

### Baisse continue de l'immigration issue d'Europe

Avec la demande durablement faible de main-d'œuvre de la part des entreprises suisses et la reprise conjoncturelle confirmée dans la zone euro, l'immigration issue d'Europe occidentale et méridionale (UE 17) est en chute libre, notamment celle de la péninsule ibérique. Depuis le pic de 2013, l'immigration de l'UE 17 a baissé de plus de 40%. En revanche, la part d'autres régions dans la croissance de la population de résidents permanents est restée stable (cf. graphique). Le solde migratoire était d'environ 60'000 en 2016, soit de près de 15% de moins par rapport au niveau de l'année précédente.

Le nombre de nouvelles demandes d'asile reste nettement plus faible depuis la fermeture de la route des Balkans. Le passage retardé des demandeurs d'asile dans la population de résidents permanents en 2017 devrait atteindre un niveau élevé, et similaire à celui des années précédentes. Conjuguée à un recul plus lent mais constant des chiffres de l'immigration de l'UE, la croissance démographique devrait à nouveau céder du terrain cette année, mais se maintiendra toutefois à un niveau plus élevé, avec un taux de croissance de 0,9%.

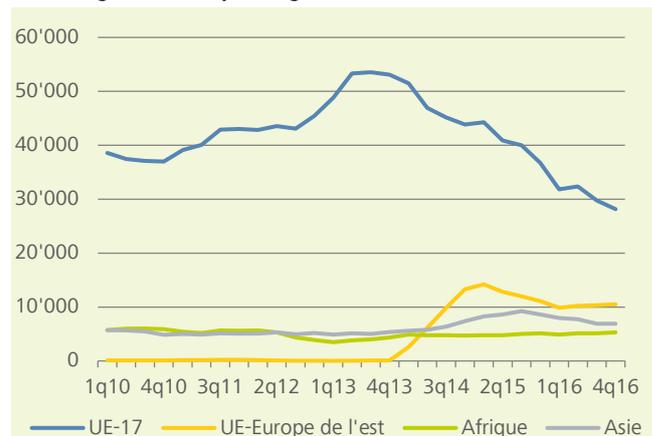
### Dynamique de l'emploi seulement modérée



Sources: OFS, KOF, Raiffeisen Investment Office

### Diminution de l'immigration issue d'Europe

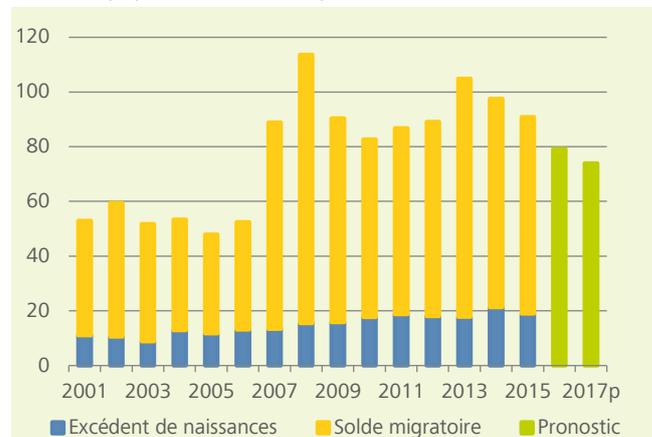
Solde migratoire (moyenne glissante sur 12 mois)



Sources: OFS, Raiffeisen Investment Office

### Croissance démographique diminuée à un niveau élevé

Variation population résidents permanents en millier



Sources: OFS, Raiffeisen Investment Office

## Conditions de financement

**Les taux à long terme ont sensiblement augmenté en fin d'année mais restent à un niveau très bas. Par ailleurs, la politique monétaire de la BCE s'oppose à une nouvelle poussée. Les prix élevés et les réglementations induisent une baisse de la croissance des hypothèques.**

Compte tenu de la diminution des risques baissiers de la conjoncture américaine, la Fed s'est finalement décidée fin 2016 à relever les taux après une pause d'un an. Les prévisions inflationnistes croissantes, les perspectives d'une poursuite de la normalisation des taux par la Fed et l'effet Trump ont induit des hausses des taux à long terme en fin d'année à l'échelle mondiale. Le taux d'une hypothèque à taux fixe sur dix ans a pris 0,3 point de pourcentage au dernier trimestre. Il faut considérer ce bilan comme un écart d'un niveau irrationnellement bas. En effet, le niveau des taux reste très bas. La marge pour une nouvelle hausse des taux nous semble limitée à court terme, notamment parce que la BCE a prolongé son programme d'achat d'obligations. Avec des données conjoncturelles toujours solides et une tendance inflationniste légèrement à la hausse, nous prévoyons une nouvelle hausse modérée des taux hypothécaires à long terme plus tard dans l'année. Un retour à la politique des taux bas en Europe n'est toutefois toujours pas envisageable. De son côté, la Banque nationale suisse devrait donc maintenir son taux négatif de -0,75%. Les taux à court terme devraient stagner, sans changement.

### La charge d'intérêts reste très faible

La hausse des taux à long terme n'a pas amélioré la capacité financière d'un financement immobilier au dernier trimestre. La charge financière effective pour acquérir un logement en propriété par rapport aux revenus (HAI2) a augmenté dernièrement. Pour l'achat d'un appartement en propriété classique, les coûts du financement (avec taux fixe sur cinq ans et amortissement linéaire et provisions pour entretien) représentent en moyenne 17,4% du revenu brut, ce qui correspond encore à près de la moitié de la limite de la capacité financière d'un tiers. Pour des prix des transactions stables et un taux imputé de 5%, les valeurs de la capacité financière indicative pour les nouveaux financements immobiliers se maintiennent quasiment à un niveau élevé, notamment pour les MI. Associée aux exigences plus strictes en matière de fonds propres, la limite de financement est donc trop élevée pour de nombreux ménages.

La croissance du volume hypothécaire continue de baisser en conséquence. Jusqu'en octobre 2016, le taux de croissance annuel du volume hypothécaire suisse est tombé à 2,2%. Dans les nouveaux crédits conclus, la demande s'est déplacée vers les hypothèques à taux fixe avec de longues durées.

### Fin de l'échéance des taux hypothécaires

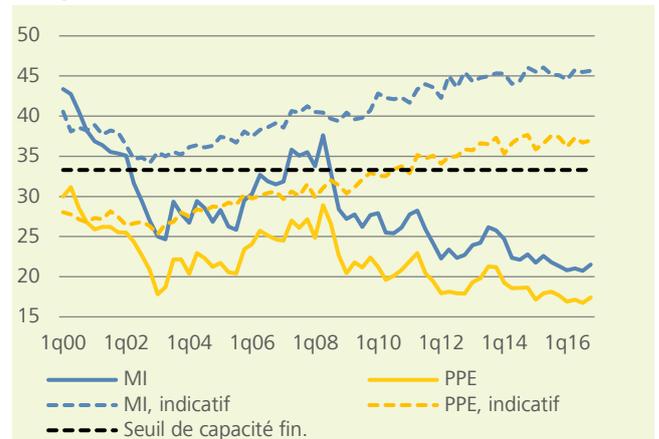
Taux d'intérêt pour les nouvelles affaires, moyenne, en %



Sources: BNS, Raiffeisen Investment Office

### Aucune amélioration ultérieure de la capacité financière

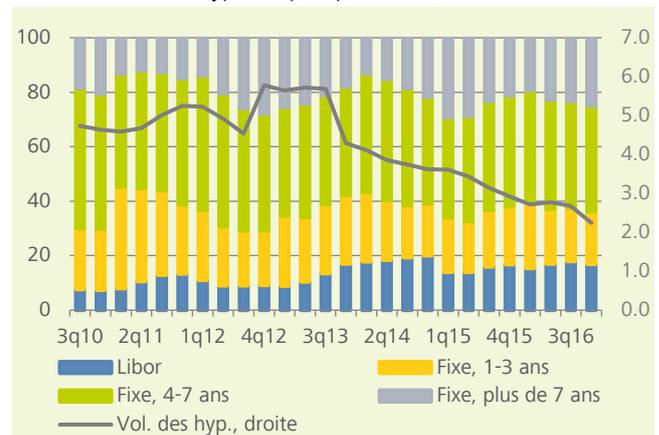
Charge financière en % du revenu brut (HAI2)



Sources: OFS, AFC, BNS, SRED, Raiffeisen Investment Office

### Hausse demande hypothèques à taux fixe à long terme

Part des nouvelles hypothèques par durée, en %



Sources: BNS, Raiffeisen Investment Office

## Placements immobiliers

**Le recul de la hausse des prix réduit la performance des placements immobiliers. Grâce aux rendements locatifs et des dividendes relativement stables, les placements restent attractifs, et ce malgré l'augmentation des locaux vacants.**

La performance des placements immobiliers directs était à nouveau en baisse à la fin de l'année, malgré le niveau élevé. L'affaiblissement de la hausse des prix des PPE au 2<sup>nd</sup> semestre 2016 a fait sensiblement baisser les rendements des fluctuations de valeur depuis leur pic au T2. Le taux de fluctuation annuel reste toutefois solide à 4,0%. Le rendement net stabilisé du cash-flow (rendement locatif) est également en léger repli du fait de la consolidation des loyers proposés. A 3%, le rendement net du cash-flow offre toujours un plus par rapport aux obligations de la Confédération. Aucun supplément pour l'entretien et le risque de locaux vacants pour les appartements locatifs, tendanciellement à la hausse, ne figure toutefois dans le calcul des rendements pour le placement direct.

### Volatilité liée aux prévisions de taux variables

Les prévisions de taux variables pour la Fed ont entraîné une plus forte volatilité ces derniers mois, y compris dans les cotations sensibles au taux des placements immobiliers indirects suisses. Ce sont avant tout les cours des actions immobilières qui se sont retrouvés sous pression, en raison de leur part de capitaux tiers nettement plus importante que les fonds immobiliers. La stabilisation des taux à long terme en Europe et la poursuite des achats d'obligations par la BCE ont néanmoins contribué à une nouvelle croissance des cours en fin d'année. La performance annuelle 2016 des placements immobiliers indirects est nettement supérieure à la moyenne par rapport au marché des actions suisse. Alors que le SPI a terminé l'année en légère baisse, un placement dans un fonds immobilier a généré un rendement global de 6,8%, un placement dans des actions immobilières génère même 11,7% conjugué de fluctuations plus importantes. Dans la perspective d'une poursuite de la normalisation des taux aux USA et de la nécessité croissante pour la BCE de réduire le volume d'achat d'obligations, nous prévoyons un revirement des taux, notamment, un peu plus tard dans l'année, et il ne faut donc pas s'attendre à une aussi bonne performance en 2017.

Avec un rendement des distributions de 2,5% en moyenne pour les fonds à dominance immobilière et de 3% pour les fonds axés sur l'immobilier commercial, la majoration par rapport aux rendements des obligations de la Confédération reste attrayante, notamment pour les fonds immobiliers commerciaux, principalement engagés dans des immeubles de bureaux centraux avec des contrats de bail à long terme, qui offrent une protection contre les locaux vacants en progression et contre la diminution des dividendes.

### Rendements locatifs à nouveau en baisse

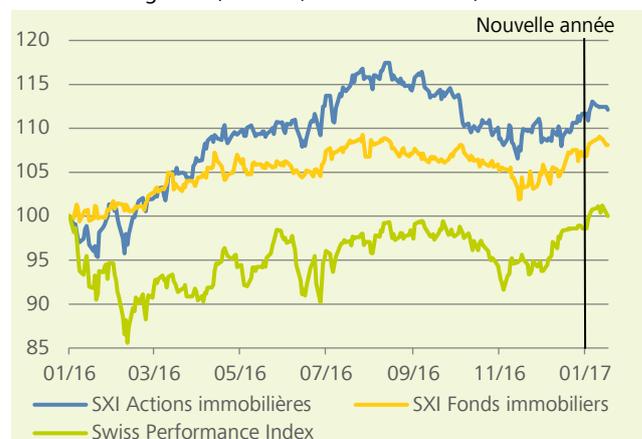
Performance placements directs (objet individuel PPE), en % yoy  
Hypothèse: loyer net sans perte de loyer ni entretien



Sources: CIFI, SRED, Raiffeisen Investment Office

### Excellente performance annuelle des placements immobiliers indirects

Performance globale, indice (01.01.2016=100)



Sources: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

### Rendement sur distributions reste relativement attractif

Rendement en %



Sources: Datastream, Raiffeisen Investment Office

## Activité de construction

**Les permis de construire indiquent une activité de construction encore intense cette année, notamment dans le segment des appartements locatifs. Conjuguée à la diminution de l'immigration, l'offre excédentaire devrait encore y augmenter.**

La morosité du secteur de la construction, qui a suivi le boom de la construction de résidences secondaires, est surmontée. L'activité de construction affiche une nette reprise dans toute la Suisse au cours des trois premiers trimestres 2016 et retrouve le niveau précédant l'approbation du référendum. Au vu de la forte augmentation des permis de construire depuis le milieu de l'année 2015, la construction devrait être très importante cette année aussi. Un apaisement certain semble toutefois se profiler dans la dynamique de construction. En effet, depuis la mi-2016, la consolidation des demandes de construction avancées se reflète aussi dans une correction modérée des permis pour la construction d'appartements (cf. graphique).

Les permis de construire pour la propriété du logement indiquent principalement un fléchissement de la construction prévue. La légère tendance baissière, constante des permis pour les MI se confirme. En outre, les autorisations pour les PPE n'augmentent plus. L'augmentation de l'offre des appartements locatifs gagne du terrain. Les projets d'investissements se déplacent vers le segment des appartements locatifs, suite à la crise des placements due aux taux.

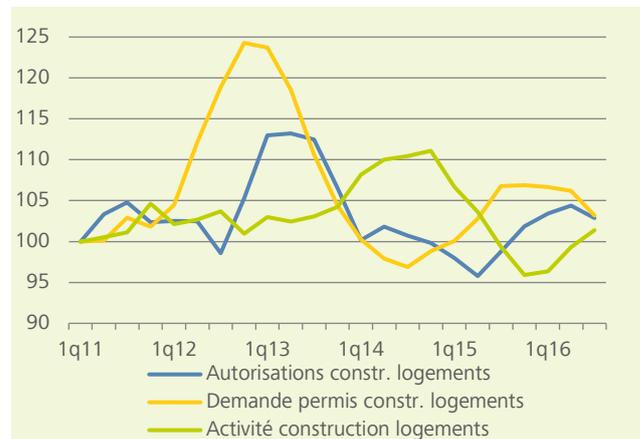
L'extension de la construction se concentre sur quelques régions encore accessibles dans l'agglomération, tandis que le nombre de permis de construire tend à stagner depuis deux ans dans les centres et les régions rurales. Le niveau bas inchangé de la construction planifiée persiste dans les communes concernées par l'initiative contre les résidences secondaires, surtout dans les régions montagneuses. Dans le segment des PPE, en particulier, le nombre de logements autorisés est nettement inférieur au niveau précédent (cf. graphique).

### L'offre augmente plus fortement que la demande

En tout, les permis existants indiquent sur l'année une augmentation de l'offre d'environ 50'000 logements. Avec une croissance plus faible de la population, la construction de logements devrait donc dépasser la demande potentielle. La hausse du nombre de ménages était estimée à un peu plus de 40'000 l'année passée. Il faut notamment s'attendre à une nouvelle augmentation des vacances sur le marché des logements locatifs, la consolidation de la croissance de l'offre de propriétés du logement n'ayant globalement pas donné lieu à un écart visible de l'offre et de la demande jusqu'ici, une augmentation parfois très nette des locaux vacants étant toutefois observée dans le segment des PPE dans des régions moins centrales.

### Fléchissement prévu de la construction

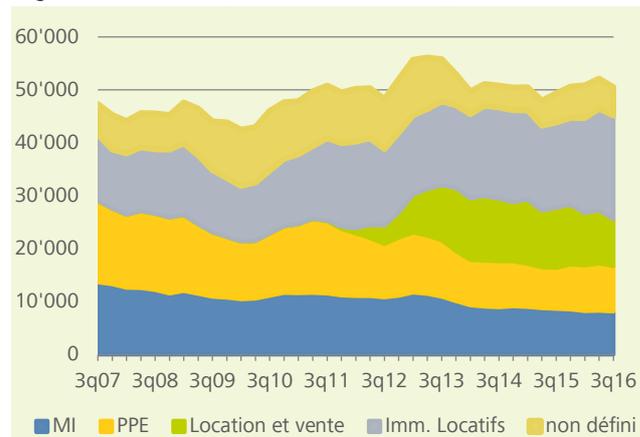
Indice (T1 2011=100), cumulé sur 12 mois



Sources: Docu-Media (Meta-Sys), SSE, Raiffeisen Investment Office

### Nombre de permis de construire à un niveau élevé

Logements autorisés (constructions neuves), cumulé sur 12 mois



Sources: Docu-Media (Meta-Sys), Raiffeisen Investment Office

### Le calme après le boom des résidences secondaires

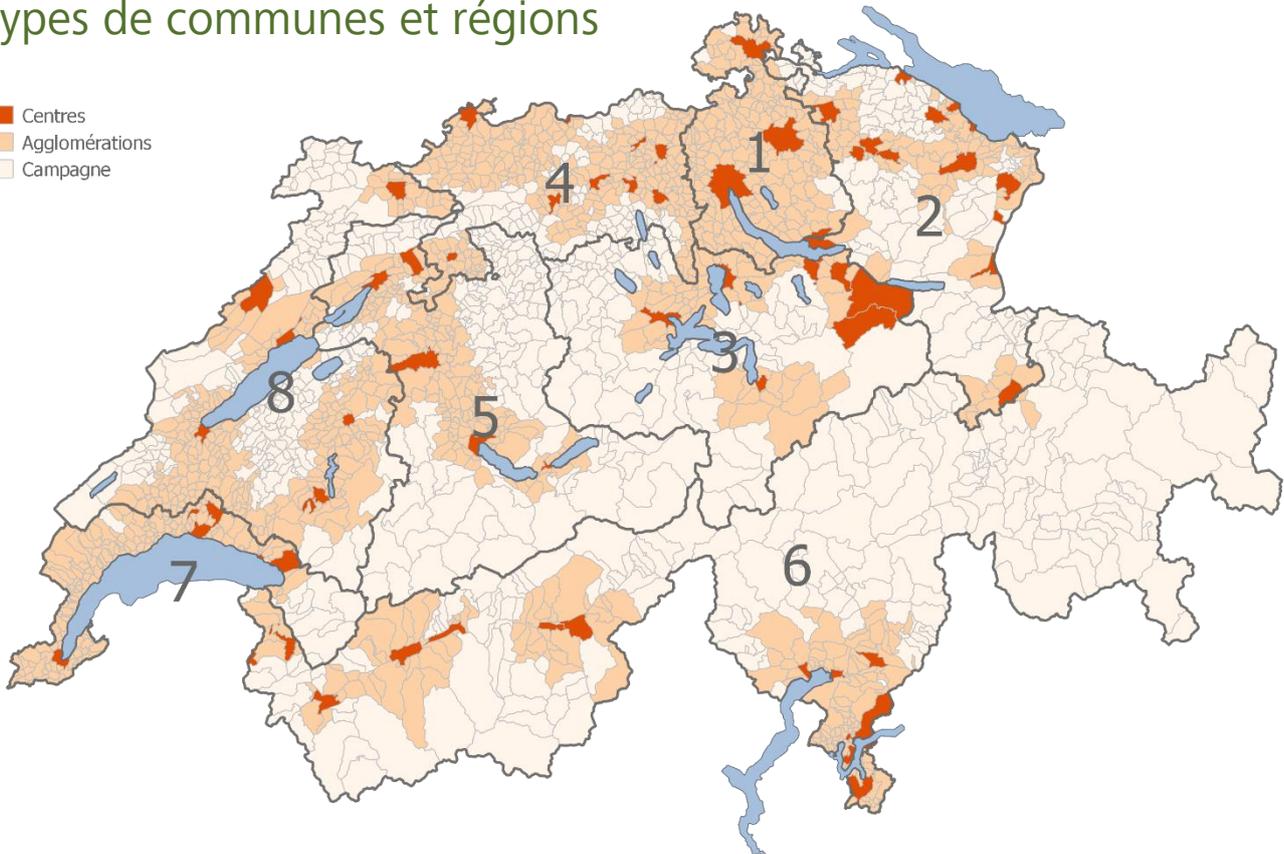
Permis de construire dans les communes touchées par l'initiative contre la résidence secondaire, cumulé sur 12 mois



Sources: Docu-Media (Meta-Sys), Raiffeisen Investment Office

## Types de communes et régions

■ Centres  
■ Agglomérations  
■ Campagne



Sources: OFS, Geostat, Régions: WP, Raiffeisen Investment Office

### Taux de vacance (2016) en %

	Total	Centres	Agglom.	Camp.
Suisse	1.3	0.8	1.4	1.8
1 Zurich	0.9	0.4	1.2	1.4
2 Suisse orientale	1.8	1.5	1.9	1.9
3 Suisse centrale	1.0	1.0	0.9	1.0
4 Nord-ouest	1.6	0.9	1.8	2.3
5 Berne	1.6	0.8	1.7	2.2
6 Suisse méridionale	1.6	1.3	1.4	1.8
7 Région du Léman	0.6	0.5	0.6	1.6
8 Suisse occidentale	1.4	1.2	1.3	1.6

### Permis de construire nouv. bât. (2015) en % du portefeuille des logements

	Total	Centres	Agglom.	Camp.
Suisse	1.2	1.0	1.3	1.1
1 Zurich	1.2	1.2	1.2	1.0
2 Suisse orientale	1.3	1.0	1.7	1.3
3 Suisse centrale	1.6	1.1	1.8	1.8
4 Nord-ouest	1.3	0.9	1.3	2.3
5 Berne	0.7	0.5	0.8	0.7
6 Suisse méridionale	1.0	1.8	1.0	0.5
7 Région du Léman	1.0	0.6	1.2	1.2
8 Suisse occidentale	1.3	0.6	1.7	1.4

### Population (2015) Pop. résidente en perm., total et en %

	Total	Centres	Agglom.	Camp.
Suisse	8'327'126	27.9	52.4	19.7
1 Zurich	1'546'260	35.8	63.1	1.2
2 Suisse orientale	913'356	31.7	37.2	31.1
3 Suisse centrale	818'843	21.3	41.1	37.6
4 Nord-ouest	1'385'170	20.5	65.0	14.5
5 Berne	1'009'741	24.9	43.0	32.1
6 Suisse méridionale	807'907	27.1	43.8	29.1
7 Région du Léman	1'060'732	35.8	60.7	3.5
8 Suisse occidentale	785'117	22.3	48.2	29.5

### Revenu imposable (2013) Moyenne, en CHF

	Total	Centres	Agglom.	Camp.
Suisse	75'000	73'000	81'000	63'000
1 Zurich	82'000	76'000	87'000	66'000
2 Suisse orientale	66'000	67'000	68'000	64'000
3 Suisse centrale	85'000	83'000	100'000	69'000
4 Nord-ouest	74'000	76'000	75'000	65'000
5 Berne	66'000	65'000	70'000	61'000
6 Suisse méridionale	63'000	68'000	65'000	56'000
7 Région du Léman	91'000	78'000	101'000	59'000
8 Suisse occidentale	67'000	65'000	71'000	64'000

Sources: OFS, Docu-Media (Meta-Sys), AFC, Raiffeisen Investment Office

**Editeur**

Raiffeisen Investment Office & Chef économiste  
Raiffeisenplatz  
9000 St. Gallen

**Auteurs**

Martin Neff, Chef économiste  
Alexander Koch, Responsable Analyse immobilière & macro  
Lukas Seger, Analyse immobilière & macro

<mailto:economics@raiffeisen.ch>

**Autres publications**

Vous trouverez cette publication ainsi que d'autres publications Raiffeisen sous le lien suivant

<https://www.raiffeisen.ch/rch/fr/qui-sommes-nous/publications/marches-et-opinions/publications-research.html>

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

Les contenus publiés dans le présent document sont mis à disposition uniquement à titre d'information. Par conséquent, ils ne constituent ni une offre au sens juridique du terme, ni une incitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'instruments de placement. La présente publication ne constitue ni une annonce de cotation ni un prospectus d'émission au sens des articles 652a et 1156 CO. 516961. Seul le prospectus de cotation présente les conditions intégrales déterminantes et le détail des risques inhérents à ces produits. En raison de restrictions légales en vigueur dans certains Etats, les présentes informations ne sont pas destinées aux ressortissants ou aux résidents d'un Etat dans lequel la distribution des produits décrits dans la présente publication est limitée. Cette publication n'est pas destinée à fournir au lecteur un conseil en placement ni à l'aider à prendre ses décisions de placement. Des investissements dans les placements décrits ici ne devraient avoir lieu que suite à un conseil approprié à la clientèle et/ou à l'examen minutieux des prospectus de vente contraignants. Toute décision prise sur la base de la présente publication l'est au seul risque de l'investisseur.

**Exclusion de responsabilité**

Raiffeisen Suisse société coopérative fait tout ce qui est en son pouvoir pour garantir la fiabilité des données présentées. Cependant, Raiffeisen Suisse société coopérative ne garantit pas l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations divulguées dans la présente publication. Raiffeisen Suisse société coopérative décline toute responsabilité pour les pertes ou dommages éventuels (directs, indirects et consécutifs) qui seraient causés par la diffusion de cette publication ou de son contenu, ou liés à cette diffusion. Elle ne peut notamment être tenue pour responsable des pertes résultant des risques inhérents aux marchés financiers.

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

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