



# Sommaire

L'essentiel en bref

**L'interaction ne marche pas partout** 2

Segments du marché

**Maisons individuelles** 3

**Propriétés par étages** 5

**Logements locatifs** 7

Gros plan

**Fonds immobiliers à des fins d'habitation: moins attrayants mais toujours prisés** 9

Situation du marché

**Conditions-cadres économiques** 11

**Conditions de financement** 12

**Placements immobiliers** 13

**Activité de construction** 14

Annexe 15

## L'interaction ne marche pas partout

Les Suisses privilégient toujours la propriété du logement. Les prix pour les PPE ont à nouveau sensiblement augmenté en fin d'année: soit de 1,5% au T4 2017, en glissement trimestriel, selon notre indice des prix des transactions, corrigé de la qualité. Les PPE se sont donc renchériés de 4,3% l'an dernier. Malgré une légère baisse des prix pour les MI au T4, l'ensemble de l'année a, toutefois, enregistré une nouvelle hausse de 3% pour les prix des MI, déjà élevés. Le boom amorcé depuis le début des années 2000 se poursuit donc.

L'offre et la demande sur le marché de la propriété du logement interagissent donc globalement en parfaite harmonie. Les abonnés, recherchant une maison individuelle à des prix moyens supérieurs à CHF 1 mio, sont plus nombreux; la durée de commercialisation reste stable. Des effets d'évitement, tant dans les PPE que le segment locatif, profitent aux PPE, la location restant plus chère que l'achat, notamment en raison des taux bas. Enfin, la perspective d'une offre plus élargie des propriétés du logement continue de baisser, même si elle n'évolue pas en synchronie avec la demande dans le segment PPE sur le plan géographique.

En début d'année, les intérêts hypothécaires se sont éloignés de leurs minima, or, nous ne comptons pas sur un fort rebond des taux d'intérêt, en raison d'une normalisation prudente de la politique monétaire en Europe. Les taux négatifs, instaurés par la Banque nationale suisse, devraient perdurer cette année encore, les intérêts hypothécaires ainsi progresser modérément en cours d'année, selon nous. Cette évolution entraînera une hausse continue des coûts de financement. Les différences de coûts de logement entre achat et location devraient perdurer un moment.

En revanche, offre et demande n'interagissent plus aussi harmonieusement sur le marché des logements locatifs. Les loyers proposés ont une nouvelle fois diminué de 0,4% au T4 et chuté de plus de 3% depuis leur pic en 2013. La pression baissière sur les loyers est encore sous-estimée. En effet, de nombreux bailleurs ne sont pas prêts à faire des concessions de prix directes, malgré l'augmentation des logements locatifs vacants. Les biens difficiles à louer font souvent l'objet d'actions promotionnelles, avec, dans certains cas, six mois de loyer offerts.

### Nombre de logements locatifs vacants reste en hausse

Depuis, l'offre a commencé à s'adapter dans de nombreuses régions. Le nombre de permis de construire a sensiblement baissé dans le courant 2017, partout en Suisse. Malgré la correction importante, le niveau reste encore élevé, et le record de l'offre actuelle est confronté à une faible demande potentielle. En 2017, l'immigration a nettement reculé, pour la quatrième année consécutive. Le nombre de logements locatifs vacants devrait donc encore fortement augmenter. Vous trouverez un graphique relatif à la situation actuelle du marché en ligne sur [Raiffeisen Casa](#).

Il est évident que seule une réduction de l'activité de construction de logements locatifs évitera de se retrouver dans une situation hors de contrôle à moyen terme. Les loyers resteront de toute façon sous pression, à brève échéance. Conjugués à la hausse des taux, les placements immobiliers en pleine expansion devraient perdre de leur attrait. Ils restent toutefois prisés (cf. également Gros plan page 9), grâce à leur rendement plus élevé que celui des obligations.

## Vue d'ensemble du marché

Demande		Effet sur les prix
Population	Le taux de croissance démographique a de nouveau baissé en 2017. Il reste toutefois à un niveau élevé et de meilleures perspectives d'emploi devraient limiter le recul confirmé de l'immigration.	→
PIB	L'économie suisse reste solide. Le PIB devrait atteindre une croissance de 2% en 2018, soutenu par la croissance mondiale positive et la dépréciation du CHF.	↗
Revenus	Les salaires réels augmentent à peine, mais les revenus augmentent, grâce la dynamique favorable de l'emploi.	↗
Conditions de financement	Le niveau des taux d'intérêt demeure certes bas, mais les conditions de financement deviennent plus difficiles, à cause des hausses des intérêts hypothécaires modérées et des prix.	→
Placements	Malgré le nombre croissant de locaux vacants, les placements immobiliers restent prisés, grâce à leurs rendements supérieurs face aux obligations.	→
Offre		
Construction	L'extension de l'offre a chuté de son niveau record, y compris dans le segment des logements locatifs.	→
Locaux vacants	Les appartements en location, hors des centres, affichent le plus grand nombre de locaux vacants. En revanche, la durée de commercialisation des propriétés du logement reste stable.	↘
Perspectives pour les prix		
Prix à l'achat	Les taux bas maintiennent la demande de logements. La dynamique des prix devrait toutefois s'affaiblir cette année, surtout en raison de l'augmentation modérée des intérêts hypothécaires.	↗
Loyers	Une offre excédentaire constante dans le segment haut de gamme ainsi que dans les grands appartements situés à l'écart des centres devrait maintenir la pression à la baisse sur les loyers.	↘

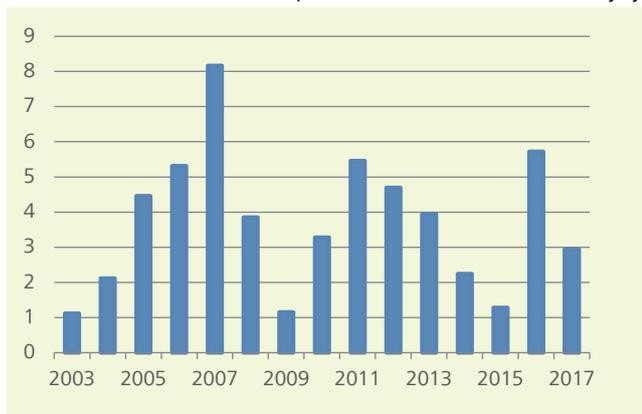
## Maisons individuelles

**Les prix des MI ont augmenté en 2017 également. Globalement, la stabilité du marché se confirme car la demande reste forte et l'offre demeure faible. Seule la région de Zurich fait état d'une nouvelle hausse des prix, signe d'une tendance à la surchauffe.**

Les prix des MI ont diminué de 0,5% au T4 2017, avec, toutefois, une hausse de 2,9% sur l'année. Une comparaison à plus long terme serait avisée, afin de situer le taux de croissance annuel, notamment pour les années très dynamiques du boom de la propriété du logement, commencé tout juste au début des années 2000. En effet, la construction a dépassé les 3% annuels entre 2005 et 2008, culminant à plus de 8% en 2007, avant de s'affaiblir fortement, le temps de la crise financière mondiale. L'économie suisse l'ayant relativement bien surmontée, et avec une immigration en forte hausse, la demande est rapidement repartie à la hausse sur son marché immobilier et a poursuivi sa tendance, indépendamment de la crise de la dette européenne. Entre 2010 et 2013, les prix ont à nouveau augmenté, de plus de 3% annuellement sur une plus longue période. Ils ont diminué sensiblement en 2014, laissant présager un atterrissage en douceur, jusqu'à ce que la BNS abandonne le taux plancher par rapport à l'euro en 2015 et introduise des taux négatifs. Ces deux dernières années, les prix ont connu une nouvelle hausse, soutenus par les taux bas.

### Nouvelle progression des prix

Indice hédoniste Raiffeisen - prix des transactions MI, en % yoy



Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

Les prix à la baisse après des années de très forte croissance et un taux moyen de 3,2% sur 5 ans, devraient continuer d'augmenter en 2018, grâce à la stabilité du marché.

### Forte demande et offre limitée

Les prix élevés n'affectent pas la demande de MI. Le nombre de transactions se stabilise à un niveau similaire à celui des années

précédentes, même s'il a nettement diminué depuis la première phase d'essor du boom de la propriété en 2007 - une situation également confirmée par les données des portails immobiliers en ligne. Les centres affichent la plus forte demande, avec 4,1 abonnements de recherche sur 1'000 habitants, les villes touristiques une demande tout aussi solide avec 2,9. Le nombre d'abonnements augmente nettement, en comparaison annuelle, tout type de commune confondu, en mettant un accent particulier sur les abonnements actifs, uniquement, et sans compter les abonnements n'ayant fait l'objet d'aucune modification sur plus d'un an, ou faisant état d'une absence d'informations sur le prix maximum ou au moins la taille recherchée.

### Stabilité de la demande sur les portails immobiliers

Nombre d'abonnements de recherche actifs pour 1'000 habitants, durée médiane d'insertion en jours, MI, 4T17

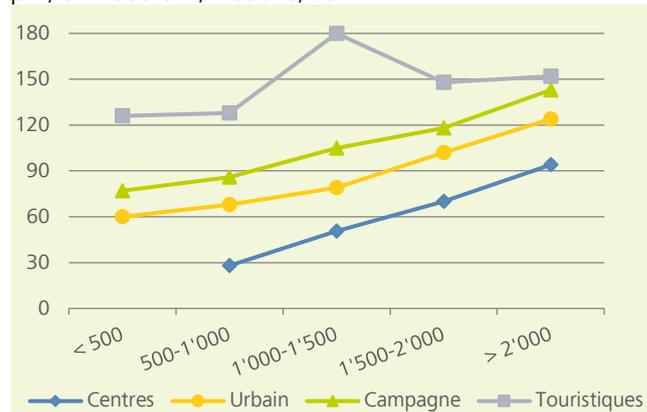
	Abo. de recherche	yoy	Durée d'insertion	yoy
Centres	4,1	7,5%	60	0,0%
Urbain	3,4	9,8%	81	0,0%
Campagne	3,4	8,7%	95	5,6%
Touristiques	2,9	13,0%	137	-0,4%

Source: Meta-Sys, Reamatch360, Raiffeisen Economic Research

D'un autre côté, la durée d'insertion - le temps qu'une maison individuelle est proposée en ligne - est, elle aussi, très stable, et n'a augmenté que dans les communes rurales, en comparaison annuelle. La commercialisation est avant tout facilitée dans les centres, où on ne trouve quasiment plus aucune maison individuelle sous les CHF 500'000. Seuls les objets de CHF 2 mio et plus sont vendus, en moyenne, dans les trois mois et plus. Ce seuil est atteint pour les objets de CHF 1,5 mio dans les villes et de CHF 1 mio dans les communes rurales. Les communes touristiques affichent une durée de commercialisation nettement plus longue, tout segment confondu.

### Prix et emplacement - des critères prisés

Durée d'insertion des MI en nombre de jours en fonction du prix, en 1'000 CHF, médiane, 2017



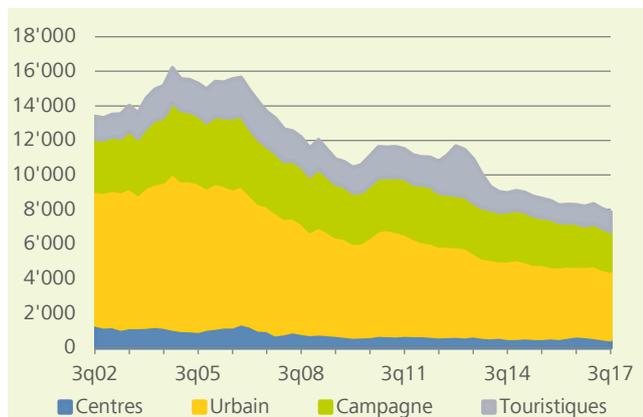
Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

# Segments du marché

La construction neuve est également largement responsable de la stabilité du marché. Le nombre d'octrois de permis de construire pour les MI recule depuis de nombreuses années et s'est poursuivi en 2017, à un rythme moins soutenu. On ne peut donc pas parler d'une offre excédentaire partout en Suisse. Le recensement des locaux vacants de 2017 confirme le faible nombre de MI vacantes. Il s'est tout autant réduit en 2017 qu'en 2016. Selon nos estimations, le taux de vacances dans le segment des MI est nettement inférieur à 1%.

## La construction neuve continue de baisser

Permis construire MI, total sur 12 mois



Source: Meta-Sys (Docu-Media), Raiffeisen Economic Research

## Evolution synchrone des prix y c. au niveau régional

La tendance à l'augmentation des prix des MI reste également très régionalisée. L'an dernier, seul le sud de la Suisse a connu une dynamique négative, à l'inverse de la région côtière du Léman, qui enregistre une nouvelle hausse des prix après une consolidation temporaire. La région de Zurich requiert une attention toute particulière en raison d'une possible tendance à la surchauffe. En effet, les prix y sont très élevés, avaient déjà fortement augmenté entre 2012 et 2017 et leur dynamique s'est de nouveau accélérée depuis deux ans.

## Evolution des prix par région

Indice prix des transactions, MI (2015=100), état 4T17

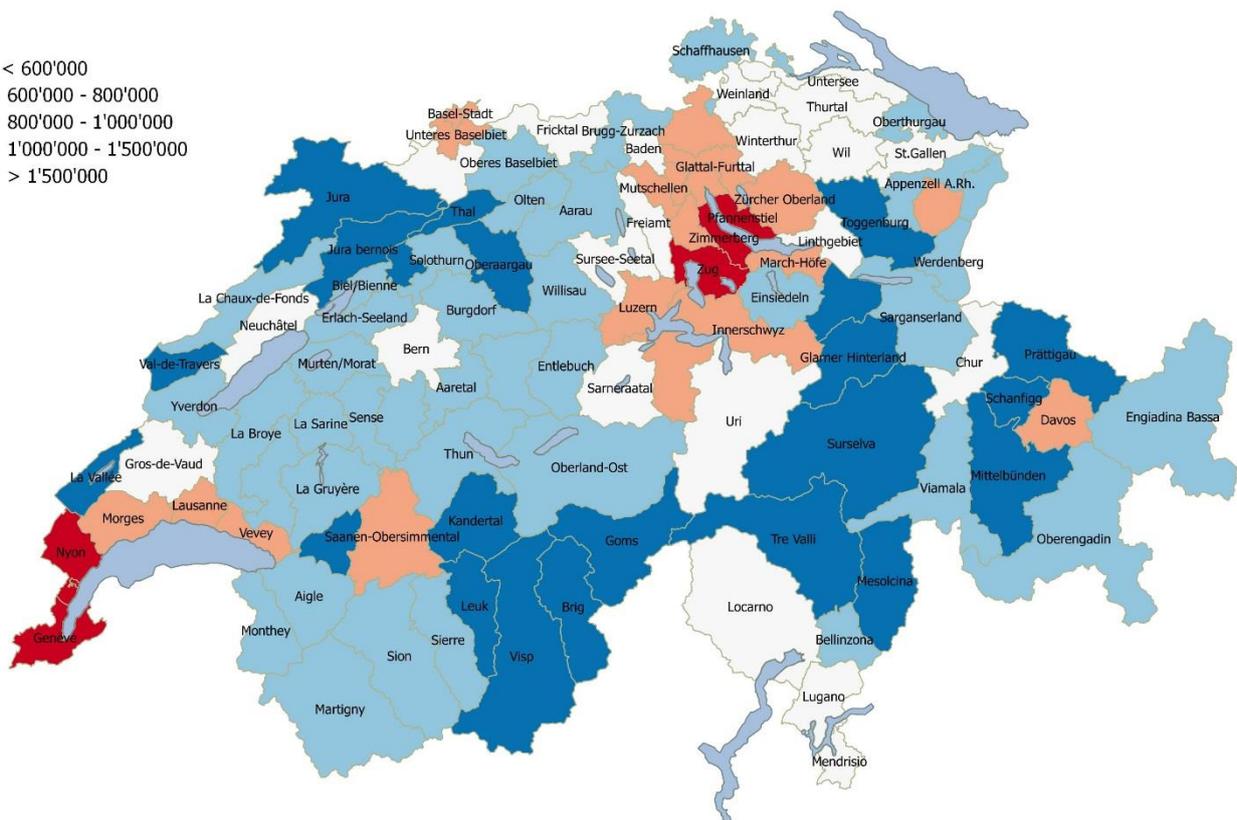
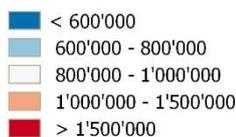
Actuel: évolution moyenne 4 derniers trimestres en % yoy

	Indice	Ø 12-17	Actuel
Suisse	109,9	3,2	2,9
1 Zurich	112,5	3,9	5,3
2 Suisse orientale	110,5	2,6	1,8
3 Suisse centrale	112,5	1,4	2,7
4 Suisse du Nord-ouest	111,7	3,9	3,3
5 Berne	112,5	4,7	3,9
6 Suisse méridionale	100,9	1,6	-0,3
7 Région du Léman	104,2	0,7	3,9
8 Suisse occidentale	109,7	3,7	3,6

Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

## Prix des MI

Prix des transactions, médiane en CHF, 2016-2017



Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

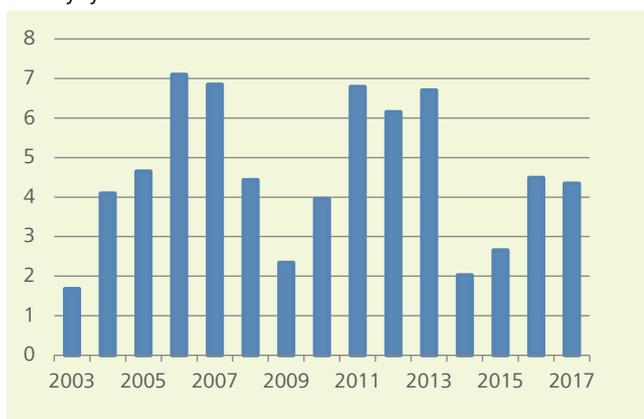
## Propriétés par étages

**La solide dynamique des prix des PPE se maintient. La demande est largement soutenue par les effets d'évitement du segment des MI et du locatif. L'offre diminue - avec des différences régionales.**

Les prix de la propriété par étages (PPE) ont augmenté de 1,5% au T4, une hausse supérieure à la moyenne des précédents trimestres, de près d'1%. En comparaison annuelle, les prix des PPE ont progressé de 4,3% en 2017. Sur toute la période du boom de la propriété, la dynamique de prix des PPE était, elle aussi, plus importante que pour les MI.

### Confirmation de la forte augmentation des prix

Indice hédoniste Raiffeisen - prix des transactions des PPE, en % yoy



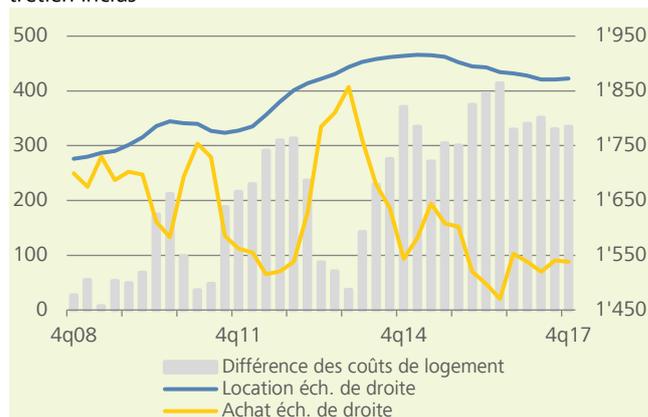
Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

### Les effets d'évitement soutiennent la demande de PPE

Une différence importante entre les PPE et les MI est le niveau des prix. Selon une analyse des données issue de notre pool de transactions, le prix moyen pour un appartement en propriété est de CHF 800'000, comparé à une MI, dont le prix moyen est de plus de CHF 1 mio, notamment en raison de la plus grande superficie du terrain. Un large public est donc en mesure d'acquérir des PPE, surtout dans des zones très prisées comme le centre-ville. La demande de PPE ne bénéficie pas seulement des effets d'évitement du segment des MI. En principe, la propriété reste toujours la forme de logement la plus avantageuse par rapport à la location. Notre indicateur des coûts de logement pour l'achat d'un appartement de 100 m<sup>2</sup> se situe juste en dessous de CHF 1'550 par mois. La location d'un appartement comparable est plus cher, à environ CHF 1'870. Depuis la mi-2014, la différence oscille entre CHF 300 et 400 par mois. Et, afin que celle entre les différents coûts du logement disparaisse totalement, ce qui n'est pas encore envisageable, selon nous, les intérêts hypothécaires devraient augmenter de 50 points de base, le prix de l'immobilier de 5%, et les loyers diminuer de 5%.

### Différence importante des coûts de logement

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



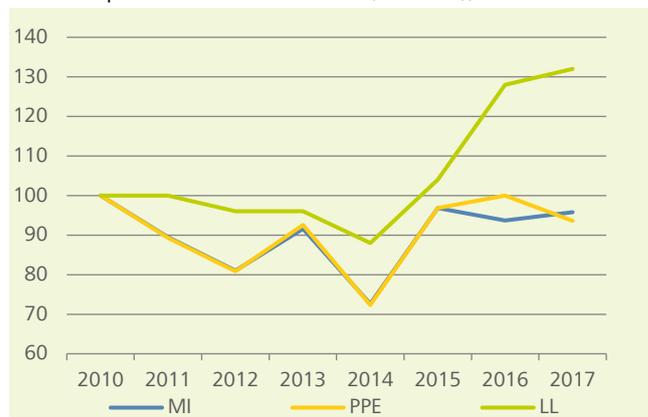
Source: Meta-Sys, BNS, SRED, Raiffeisen Economic Research

Certes, des fluctuations isolées semblent possibles. Or, il est peu probable que les intérêts et les prix augmentent simultanément dans cette ampleur. Par ailleurs, les loyers ont moins reculé sur plus de deux ans, depuis leur pic de 2015.

Comparé à la durée de commercialisation des logements locatifs, qui a nettement augmenté, celle de la propriété en logement stagne (cf. graphique): un indice supplémentaire soulignant la relation intacte entre l'offre et la demande sur le marché des PPE.

### La propriété du logement dans un environnement stable

Durée de publication des annonces (médiane), 2010=100



Source: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

### L'offre plus élargie s'essouffle

L'accalmie d'une offre croissante y contribue également. Suite à un redressement des taux, dernièrement en baisse, le nombre de permis de construire pour les PPE recommence à baisser, notamment dans les communes accessibles et très accessibles. L'activité de construction n'affiche une certaine stabilité que dans les communes moyennement accessibles. En soi, la baisse de la

# Segments du marché

construction est une bonne nouvelle, mais elle ne correspond pas toujours à la demande, globalement, étant plus importante dans les centres.

## Recul de la construction

Permis de construire pour PPE, par accessibilité, total sur 12 mois



Source: Meta-Sys (Docu-Media), SRED, Raiffeisen Economic Research

Le recul d'une offre trop importante de PPE, combiné à une demande solide, souligne que les prix pourraient encore augmenter, à l'image du segment MI. D'ailleurs, ils le font déjà dans

toutes les régions. La région de Zurich affiche toujours la dynamique la plus forte, à l'instar du segment MI, mais dans une moindre mesure pour le segment PPE par rapport aux autres régions. Il en va de même pour la Suisse méridionale, avec la plus faible dynamique: sur les deux derniers trimestres, l'indice y a sensiblement augmenté.

## Evolution des prix par région

Prix des transactions PPE, indice (2015=100), état au 4T17

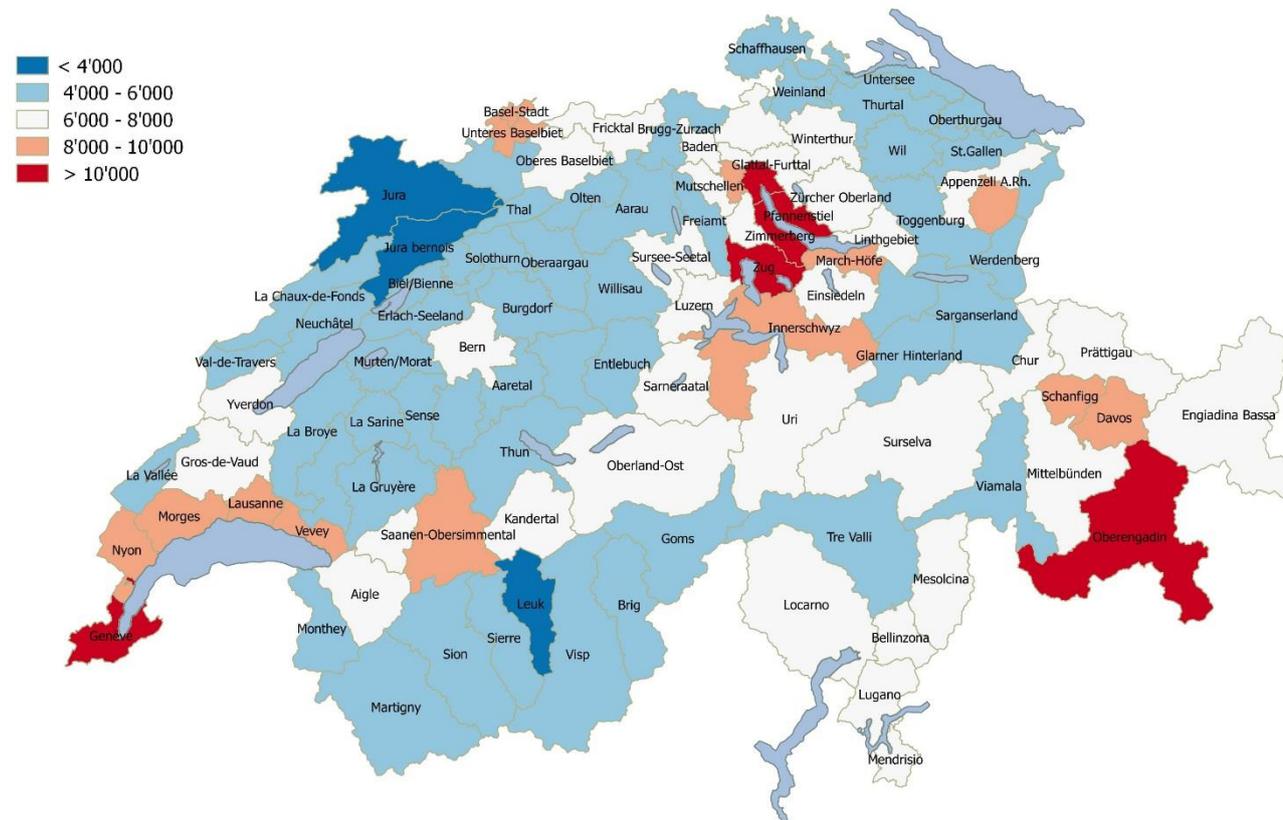
Actuel: évolution moyenne 4 derniers trimestres en % yoy

	Indice	Ø 12-17	Actuel
Suisse	111,1	4,0	4,3
1 Zurich	111,4	4,5	5,9
2 Suisse orientale	111,9	5,6	5,1
3 Suisse centrale	107,7	4,6	4,7
4 Suisse du Nord-ouest	110,2	4,8	4,2
5 Berne	115,2	5,2	5,6
6 Suisse méridionale	112,8	3,5	1,7
7 Région du Léman	108,9	2,6	3,4
8 Suisse occidentale	110,0	5,2	5,8

Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

## Prix des PPE

Prix des transactions, médiane en CHF/m<sup>2</sup>, 2016-2017



Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

## Logements locatifs

**L'excédent de l'offre de logements locatifs, en forte croissance, intensifie la pression baissière sur les loyers, mais de nombreux bailleurs redoutent encore des réductions directes des loyers. Depuis, l'offre a commencé à s'adapter dans de nombreuses régions. Dans l'ensemble, le nombre de locaux vacants devrait augmenter davantage entre-temps, en raison d'une suroffre existante.**

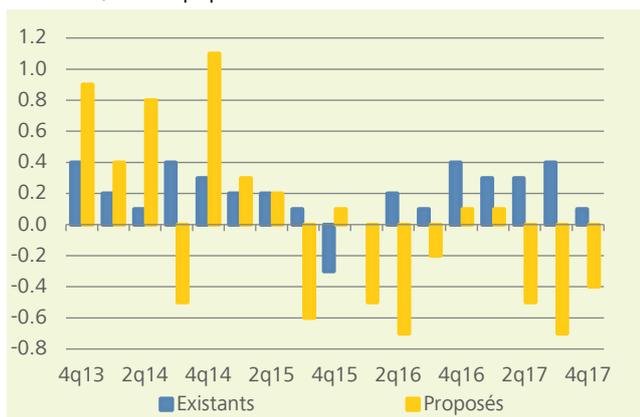
Fin 2017 a vu une baisse continue des loyers proposés, en recul de 0,4% par rapport au trimestre précédent. Ils ont cédé de plus 3% au total, depuis leur pic début 2015.

### Faible disposition à des concessions directes sur les prix

Cet ajustement, relativement modéré, sous-estime toutefois la pression baissière sur les loyers. En effet, de nombreux bailleurs hésitent à faire des concessions directes, plus importantes sur les prix, ce qui ferait baisser les prix. Les biens difficiles à louer font souvent l'objet d'actions promotionnelles. Les bailleurs essaient d'attirer les locataires, en leur offrant une tablette, en remboursant les frais de déménagements, en renonçant à la caution locative, voire en offrant plusieurs mois de loyer, avec, dans certains cas, six mois de loyer offerts. Une durée d'occupation moyenne d'un logement locatif de cinq ans équivaut à une remise nette de 10% sur les loyers.

### Les loyers offerts affichent une baisse modérée

Locations, en % qoq



Source: OFS, WP, Raiffeisen Economic Research

Les loyers en cours ont de nouveau progressé de 0,1% au T4. La croissance s'est toutefois sensiblement ralentie par rapport aux trimestres précédents, en raison de l'abaissement du taux d'intérêt de référence hypothécaire, à instar d'il y a deux ans. Les loyers en cours ne profitent que tardivement des baisses des loyers, qui en ont découlé, en raison des délais de résiliation contractuels et des éventuelles divergences entre le locataire et le bailleur au sujet de l'ajustement légitime du loyer. L'abaissement du taux d'intérêt de référence à 1,5% en juin de l'année dernière

devrait donc de nouveau tempérer l'évolution des loyers. Par expérience, il ne faut toutefois pas s'attendre à une plus forte correction.

### La pression baissière se maintient sur nouvelles locations

Pour leur part, les nouvelles locations devraient rester sous pression. En effet, le boom de la construction dans le segment des logements locatifs, engendré par la pénurie des placements, se poursuivra cette année. Les données disponibles indiquent que les demandes de construction et de permis de construire pour les logements locatifs ont battu leur record l'an dernier. Or, lors des T1, T2 et T3 2017, le nombre de permis de construire a reculé d'à peine 20% par rapport à l'année précédente. Malgré la forte correction, le niveau reste toutefois très élevé (cf. graphique).

### Surconstruction massive en perte de vitesse

Nombre de permis de construire logements locatifs, total sur 12 mois



Source: Meta-Sys (Docu-Media), Raiffeisen Economic Research

L'offre record de nouveaux logements locatifs est confrontée à une baisse de la demande potentielle. Le taux de croissance démographique a baissé en 2017 pour la 4e année consécutive, en raison de la baisse constante de l'immigration. Fin 2017 faisait toutefois état d'une stabilisation de cette dernière. Le nombre d'immigrés de l'Europe du Nord et de l'Ouest s'est accru. Et au vu des projets d'embauche plus ambitieux des entreprises suisses, il ne faut pas s'attendre à une nouvelle baisse de la croissance démographique en 2018. Seule une diminution nette du nombre de permis de construire ces prochains trimestres permettrait de garder la situation des logements locatifs vacants sous contrôle.

Toutefois, l'offre excédentaire de logements locatifs continuera d'augmenter fortement à court terme. Elle se concentre, géographiquement, sur les régions en zones urbaines et rurales encore accessibles. Le marché locatif ne joue qu'un rôle subordonné dans les régions rurales, moins accessibles, en raison de

# Segments du marché

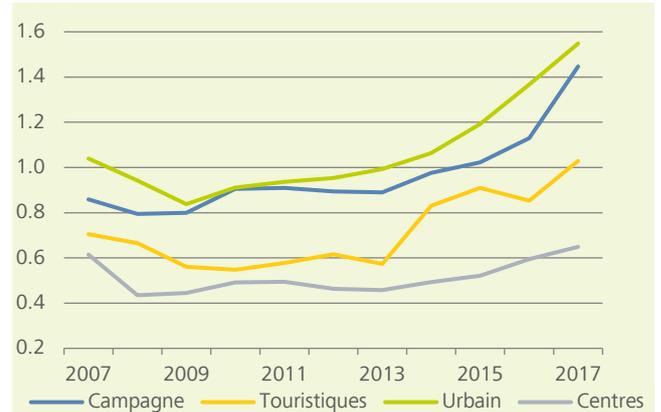
la part importante de propriétaires. Et dans les centres, l'augmentation des appartements vacants est surtout limitée au segment haut de gamme. En l'occurrence, les abonnements de recherche affichent une disponibilité moins importante à payer, uniquement pour les biens locatifs coûteux; la demande reste forte pour les autres segments.

Les régions affichent toutefois des différences importantes. L'offre s'y est adaptée entre-temps. Plus de la moitié des 106 régions MS (MS = mobilité spatiale, regroupant les plus de 2'200 communes suisses en régions avec une certaine homogénéité géographique) affichent une diminution du nombre de permis de construire en 2017, par exemple les agglomérations d'Aarau et d'Olten. La construction reste toutefois importante dans certaines régions, qui font état d'une hausse du nombre de locaux vacants depuis quelques années déjà. Dans certains cas isolés, on constate même une accélération de l'extension des zones d'habitation prévues, dont les régions MS Haute-Argovie et Loèche (cf. graphique ci-dessous). La Vallée du Limmat et l'Unterland zurichoïse affichent actuellement la plus forte dynamique dans les permis de construire pour les logements locatifs.

Malgré la proximité de Zurich et une forte augmentation de la population ces dernières années, la commercialisation des appartements devrait devenir plus compliquée.

## Concentration des locaux vacants en périphérie

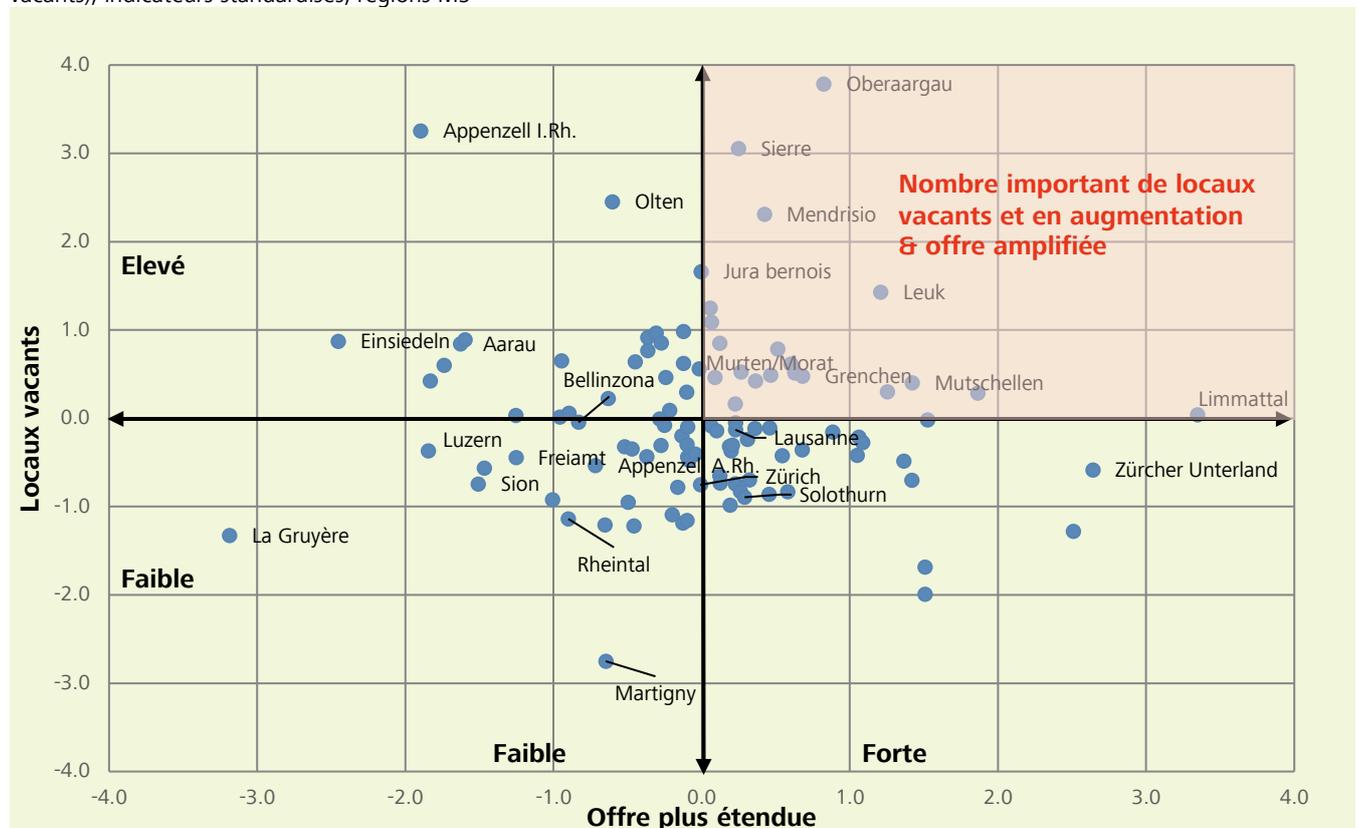
Chiffre des logements vacants en % du nombre total d'appartements



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

## Perspectives de l'offre très disparates entre les régions

Offre plus élargie (dynamique des autorisations de construire / population); locaux vacants (niveau et variation des logements locatifs vacants), indicateurs standardisés, régions MS



Source: Meta-Sys (Docu-Media), OFS, Raiffeisen Economic Research

## Fonds immobiliers à des fins d'habitation: toujours prisés

**Le rallye fin 2017 a permis aux fonds immobiliers à des fins d'habitation de réaliser un rendement élevé de 6%. Mais ils ne devraient pas réaliser la même performance cette année, en raison de la hausse du nombre de locaux vacants, de la baisse des revenus locatifs et des risques d'évaluation. Comme la hausse des intérêts est modérée, les placements immobiliers indirects restent prisés.**

La Banque nationale suisse (BNS) ne cesse de mettre en garde contre les déséquilibres sur les marchés hypothécaire et immobilier. Malgré une certaine stabilité des crédits hypothécaires, les banques centrales craignent toutefois la dynamique au niveau des immeubles de rapport à des fins de logement. En raison de la pénurie constante des placements, les investisseurs restent cependant très intéressés, peu importe les prix élevés et les risques accrus d'une correction sur le marché locatif.

### Rallye fin 2017 pour les fonds immobiliers

Les fonds immobiliers sont un instrument de placement indirect classique et simple pour les investisseurs privés, également. Au second semestre, les cours de ces fonds cotés à la bourse suisse ont subi une forte pression, notamment à cause des augmentations du capital et de nouvelles émissions. Afin de pouvoir participer à de nouvelles transactions sur le marché des capitaux, des investisseurs s'étant basés sur l'indice ont diminué leur nombre de positions dans les fonds immobiliers, exerçant ainsi une pression sur leurs cours. Les fonds dominés par l'immobilier d'habitation se sont toutefois redressés en décembre, favorisés par des niveaux d'entrée plus attrayants et le réinvestissement des distributions de certains fonds. Le rallye fin 2017 a permis aux placements immobiliers indirects à des fins d'habitation de réaliser à nouveau un rendement élevé de 6%.

### Les fonds immobiliers à des fins d'habitation génèrent à nouveau un rendement important en 2017

Performance globale, indice (01.01.2017=100)



Source: Bloomberg, rapports de gestion, Raiffeisen Economic Research

### La hausse des taux d'intérêt favorise la baisse des agios

Le rendement global des placements en fonds immobiliers est également déterminé par la variation de la valeur nette d'inventaire (total des valeurs vénales de tous les biens immobiliers moins les engagements des fonds), de l'agio (supplément du cours par rapport à la valeur d'inventaire nette) et les distributions, hormis les effets de l'offre à court terme. Si la valeur nette d'inventaire et les distributions connaissent une évolution relativement stable sur la durée, les agios présentent une volatilité beaucoup plus importante. Ces fluctuations dépendent largement des évolutions sur les marchés financiers, et surtout des prévisions de taux. Début 2018, les agios des fonds immobiliers à des fins d'habitation sont encore supérieurs à leur moyenne à plus long terme de 27% (cf. graphique), en raison du très faible niveau des taux actuellement.

### Agios encore supérieurs à leur moyenne à long terme

Agios fonds immobiliers à des fins d'habitation en %, pondérés de la capitalisation boursière



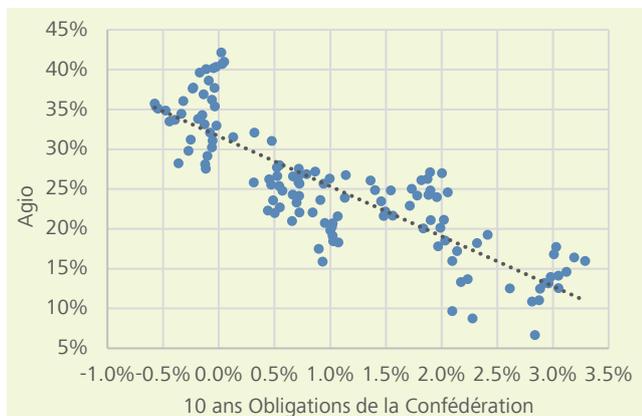
Source: Bloomberg, rapports de gestion, Raiffeisen Economic Research

Le niveau des agios a durablement augmenté, soutenu par la politique monétaire ultra-expansionniste de la BNS. Ils ont atteint un nouveau sommet en janvier 2015, suite à l'abandon du taux plancher par rapport à l'euro, en raison de l'importante perte d'attrait des placements dans des obligations.

Au vu de la conjoncture mondiale solide et du début d'une lente normalisation de la politique monétaire de la BCE, les intérêts à long terme suisses devraient augmenter, ne serait-ce que modérément, en 2018, les obligations de la Confédération à 10 ans, quant à eux, générer un rendement de 0,5% sur l'année. La majoration moyenne actuelle de 34% présente un potentiel de correction (cf. graphique à la page suivante), sur la base de la relation historique entre le niveau de l'agio des fonds immobiliers à des fins d'habitation et du niveau des taux. Plus ce potentiel augmente, plus les taux prévus à long terme pourraient augmenter.

## Forte sensibilité aux taux d'intérêt des agios des fonds immobiliers à des fins d'habitation

Agios en %, pondérés de la capitalisation du marché (08.07-12.17)

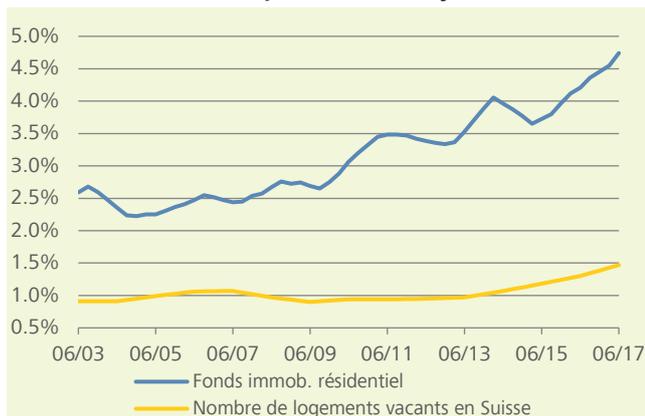


Source: Bloomberg, rapports de gestion, Raiffeisen Economic Research

## Les locaux vacants pèsent sur les revenus locatifs

Or, les dividendes des fonds immobiliers dépendent pour l'essentiel des revenus locatifs. Le nombre de logements locatifs vacants en Suisse a sensiblement augmenté, en raison de la forte activité de construction ces dernières années et le recul de l'immigration nette. Cette tendance affecte également les fonds immobiliers à des fins d'habitation. Le taux de locaux vacants est actuellement nettement supérieur au niveau de l'ensemble du marché locatif suisse, et ne cesse de grimper depuis longtemps. Selon nos calculs, le taux moyen des locaux vacants était de 4,7% à la mi-2017.

## Taux de défaillance de paiement des loyers en hausse



Source: OFS, rapports de gestion, Raiffeisen Economic Research

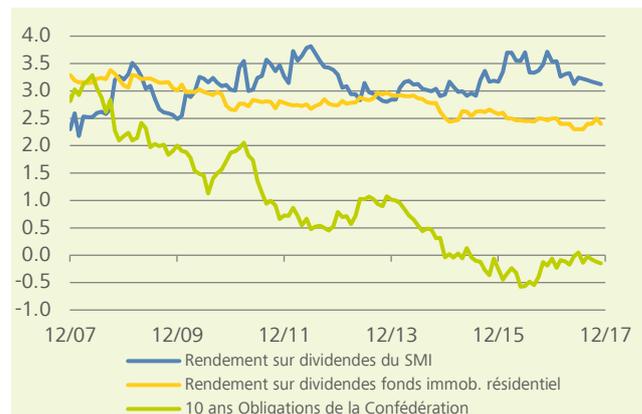
La performance globale des fonds immobiliers, et de ce fait leur attrait par rapport à d'autres placements, dépend également du montant du dividende, hormis l'évolution des cours. Certes, le rendement sur distribution des fonds immobiliers est en recul depuis 2013, principalement en raison de la hausse des cours, mais reste toujours largement supérieur à celui des obligations de la Confédération à 10 ans. En revanche, de nombreux fonds n'ont pas encore diminué leur dividende absolu ces dernières années, malgré la hausse des taux de défaillance de paiement

des loyers. Ils étaient même parfois supérieurs au bénéfice d'exploitation, afin de maintenir le niveau des dividendes. Les fonds ayant opté pour cette stratégie peineront à l'avenir à maintenir le niveau des dividendes, dans la perspective d'une nette baisse des gains de valorisation.

Leurs revenus locatifs pourraient même diminuer davantage cette année, en raison d'une nouvelle hausse des taux de logements locatifs vacants, de la baisse des loyers proposés et en cours, suite à la dernière diminution du taux d'intérêt de référence hypothécaire. Le rendement moyen sur distribution des fonds immobiliers à des fins d'habitation a déjà reculé de 2,4% fin 2017. D'un point de vue mathématique, il devrait même passer sous la barre des 2%, si le taux de locaux vacants augmentait de 5 points de pourcentage.

## Les rendements distribués diminuent constamment

Rendement en %



Source: Bloomberg, rapports de gestion, Raiffeisen Economic Research

Globalement, la situation s'annonce délicate pour les placements immobiliers indirects début 2018. Ils ne devraient pas être en mesure de réitérer leur excellente performance des dernières années, dans la perspective d'une hausse des taux à long terme, d'une baisse des revenus locatifs et de certains risques d'évaluation. Les fonds immobiliers à des fins d'habitation devraient rester prisés, dans le contexte des taux toujours bas et des fortes évaluations des autres catégories de placement, et profiter de l'atterrissage en douceur sur le marché du logement, que nous prévoyons depuis toujours, et la prudence inchangée des banques centrales.

## Conditions-cadres économiques

**La croissance mondiale positive et le franc faible stimulent l'économie suisse, et la croissance de l'emploi retrouve également son dynamisme. Cette situation devrait freiner le fort recul de l'immigration en provenance de l'UE.**

Au 3T 2017, l'économie suisse s'est accélérée, encouragée par la solide demande à l'exportation. Le choc des taux de change se ressent encore dans certains secteurs et beaucoup d'entreprises devraient à nouveau investir plus, mais seulement après une amélioration durable des marges. Dans l'ensemble, l'économie reste plus solide. La croissance mondiale durablement positive et la dépréciation sensible du franc par rapport à l'euro laissent prévoir une accélération de la croissance du BIP à environ 2% en 2018.

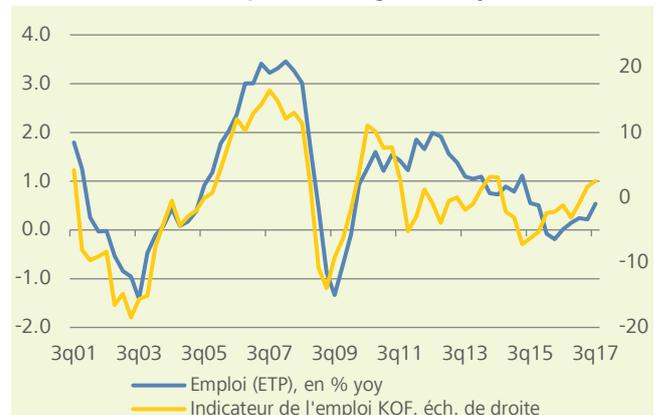
La reprise durable se reflète de plus en plus dans les données du marché du travail, qui s'améliorent. Le chômage diminue constamment. Les projets d'embauche plus ambitieux des entreprises nous permettent de prévoir une nouvelle hausse du nombre d'emplois (cf. graphique).

### L'immigration issue de l'UE à nouveau en recul en 2017

L'immigration en Suisse a nettement diminué en raison de la reprise économique dans la ZE et de la baisse de la demande de main-d'œuvre après le choc du franc. En 2017, le solde migratoire a de nouveau baissé de plus de 10% pour s'établir à environ 53'000. Depuis le pic atteint en 2013, l'immigration nette a globalement chuté de quasiment 40%. L'année dernière, le recul était imputable quasi-exclusivement aux pays du Sud de l'UE. L'immigration nette en provenance du Portugal a baissé de 90% depuis 2013 suite à la reprise conjoncturelle qui s'est produite dans ce pays par exemple. A l'inverse, l'immigration en provenance du nord et de l'ouest de l'Europe s'est stabilisée à un faible niveau. La contribution d'autres régions à l'augmentation de la population résidente permanente reste relativement stable. Malgré des demandes d'asile plus faibles depuis la fermeture de la route des Balkans, l'intégration progressive des demandeurs d'asile dans la population résidente permanente se maintient à un niveau élevé une fois que les demandes d'asile sont terminées.

Le taux de croissance démographique a baissé en 2017 pour la 4e année consécutive. On estime que l'augmentation devrait passer sous la barre des 75'000. Le taux de croissance annuelle (+0,9%) est nettement inférieur aux pics des années précédentes mais reste proche de la moyenne à long terme. Et les perspectives favorables pour le marché du travail suisse devraient atténuer le recul continu de l'immigration.

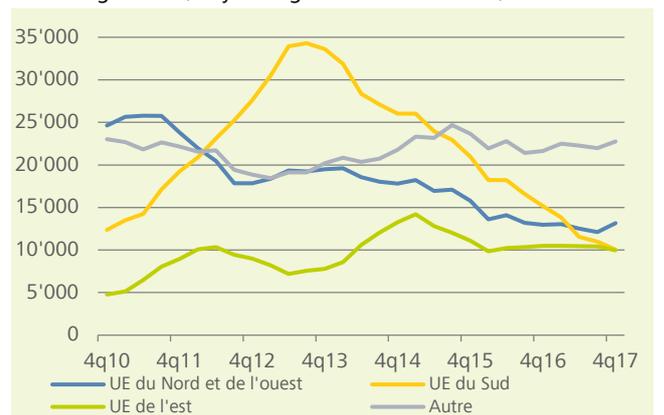
### La croissance de l'emploi a un regain de dynamisme



Source: KOF, OFS, Raiffeisen Economic Research

### Net recul de l'immigration en provenance de l'UE en 2017

Solde migratoire (moyenne glissante sur 12 mois)



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

### Stabilisation du taux de croissance démographique

Variation de la population résidente permanente en 1'000



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

## Conditions de financement

**Les coûts de financement de la propriété du logement ont battu des records abyssaux. Néanmoins, la capacité financière effective reste bonne, et les conditions de financement devraient rester attrayantes sur une perspective annuelle en raison de la prudence des banques d'émission.**

La conjoncture US, déjà solide, profite ainsi de la réforme fiscale. La pression inflationniste devrait donc augmenter, et la Fed ainsi poursuivre la normalisation progressive de sa politique monétaire. Depuis le début de l'année, la BCE achète moins d'obligations et pourrait cesser les rachats nets dès octobre. Or elle ne semble pas pressée, au vu de la pression sur l'inflation et les salaires. La BCE présuppose donc, comme avant, que ses taux directeurs perdureront encore un certain temps, et bien au-delà ses achats d'obligations. Il ne faudrait donc pas tabler sur une hausse des taux, avant 2019.

Dans cette perspective les taux à long terme européens ont à peine franchi leur seuil. Le rendement des obligations de la Confédération à 10 ans regagne difficilement la zone positive. Et les intérêts des hypothèques à taux fixe à long terme ne bougent pas de leur bas historique. Dans une perspective annuelle également, nous tablons sur une hausse modérée des intérêts hypothécaires à long terme, en attendant une normalisation prudente de la politique monétaire de la BCE. En l'absence d'une autre dévaluation plus importante du franc par rapport à l'euro, il est peu probable que la BNS ajuste ses taux négatifs avant la BCE. Les niveaux des taux d'intérêt suisses à court terme devraient rester bas en 2018 également.

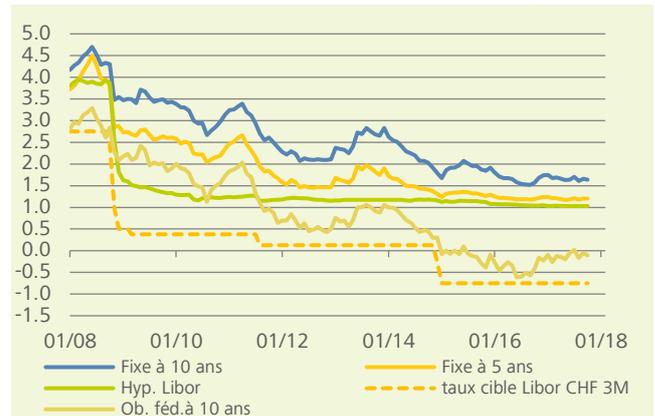
### Les conditions de financement restent attractives

La capacité financière réelle d'un financement immobilier reste bonne, malgré la légère hausse des taux, et la hausse continue des prix. La charge financière pour l'acquisition d'un appartement en propriété par rapport au revenu s'élevait à seulement 18,5% fin 2017 (sur la base d'un taux fixe sur 5 ans, amortissement linéaire et provisions pour entretien). Or, les valeurs indicatives de la capacité financière pour de nouveaux financements immobiliers restent supérieures au tiers de la limite de la capacité financière, en raison du taux d'intérêt de 5%, ainsi appliqué. Dans le segment des MI plus prisés, la valeur de la capacité financière indicative est de 48% (cf. graphique).

Néanmoins, la croissance du volume hypothécaire des banques s'est récemment stabilisée à un taux annuel un peu inférieur à 3%, avant tout en raison de la demande persistante d'objets de rapport. Dans les nouveaux crédits conclus, en fin d'année, la demande s'est réorientée vers les hypothèques à taux fixe de longues durées (cf. graphique).

### Taux d'intérêt hypothécaires seulement légèrement au-dessus de l'étiage historique jusqu'ici

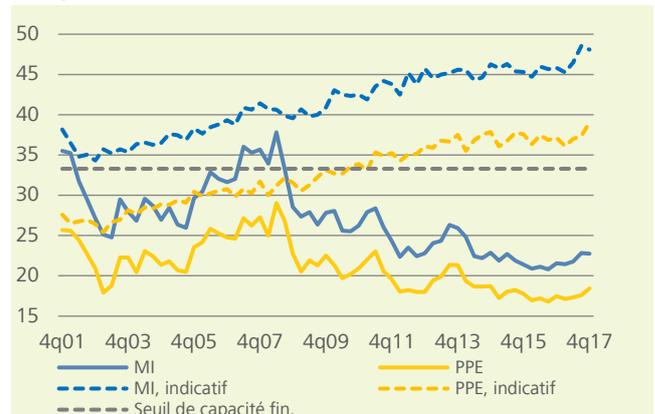
Taux d'intérêt pour les nouvelles affaires, valeur moyenne, en %



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

### La capacité financière réelle s'est quelque peu dégradée

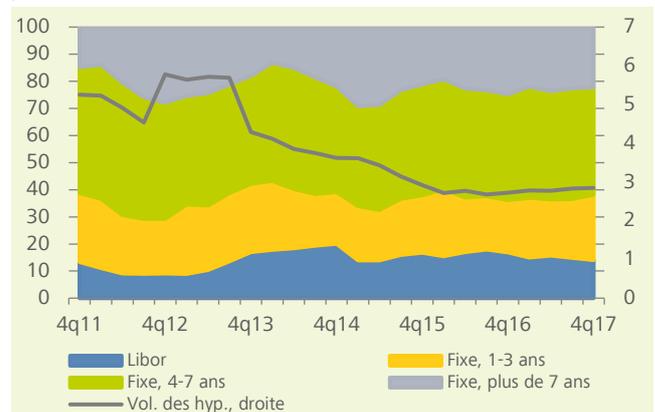
Charge financière en % du revenu brut



Source: OFS, AFC, BNS, SRED, Raiffeisen Economic Research

### Croissance stable des hypothèques

Structure des durées des nouvelles hypothèques Raiffeisen, parts en %



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

## Placements immobiliers

**Le niveau de performance des placements directs reste élevé, soutenu par la hausse continue des prix de l'immobilier. Le rallye fin 2017 a permis aux placements immobiliers indirects de réaliser, eux aussi, à nouveau un rendement élevé.**

La performance d'un placement immobilier direct dans un appartement en propriété s'est encore améliorée au 4T 2017 et s'établissait à 8,2% à la fin de l'année. Les rendements sur fluctuation de valeur ont augmenté à plus de 5%, en raison de la tendance haussière solide des prix pour les PPE. Le rendement net du cash-flow (rendement locatif), plus stable, était en léger repli, et s'établit à un peu moins de 3%. Aucun supplément pour l'entretien et le risque de locaux vacants pour les appartements locatifs, nettement en hausse, ne figure toutefois dans le calcul des rendements pour le placement direct.

La perspective conjoncturelle et les bons résultats des entreprises ont permis au marché des actions suisse (SPI) de générer un rendement de 20%, très supérieur à la moyenne. Les placements immobiliers indirects restent nettement inférieurs au résultat du SPI. En finissant l'année en beauté, les actions immobilières, de même que les fonds immobiliers cotés en bourse, ont également généré un rendement global très satisfaisant de 10,1%, respectivement 6,6%. Début 2018, les cours des cotations des placements immobiliers ont cédé du terrain en raison de la hausse des taux d'intérêt à long terme. Ce sont les cours des actions immobilières qui se sont retrouvés davantage sous pression, en raison de leur part de capitaux tiers nettement plus importante que les fonds immobiliers.

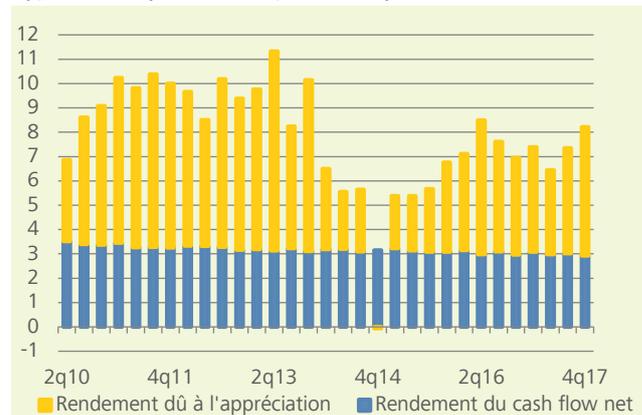
### Fonds immobiliers à des fins d'habitation restent favorisés

Avant 2013, l'évolution des rendements sur distribution des fonds de placement à des fins d'habitation et à usage commercial était largement synchrones. L'écart s'est creusé depuis en raison de l'évolution différente des cours. Les investisseurs préfèrent toujours nettement les fonds immobiliers à des fins d'habitation, moins sensibles à la conjoncture et qui s'accompagnent de cash-flows plus stables. Toutefois, le risque de pertes de loyer augmente sur le marché du logement (cf. Gros plan page 9), tandis que la reprise économique et l'accélération de la croissance de l'emploi ont tendance à favoriser les fonds immobiliers à usage commercial.

Comparés au rendement des obligations de la Confédération, les rendements sur distribution des fonds immobiliers restent relativement attractifs avec 3,2% en particulier pour ceux à usage commercial, avec les bureaux au centre-ville, et des contrats de bail de longue durée. Les fonds immobiliers à des fins d'habitation ne génèrent qu'un rendement nettement inférieur de 2,4% et tendanciellement à la baisse.

### Les augmentations des prix, moteurs du rendement global

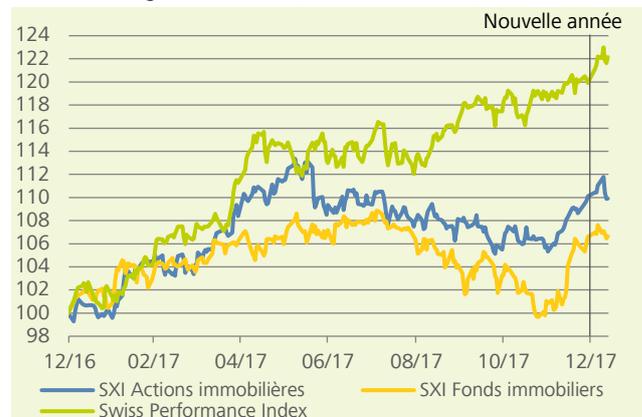
Performance placements directs (objet individuel PPE), en % yoy  
Hypothèse: loyer net sans perte de loyer ni entretien



Source: Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research

### Les placements immobiliers indirects réalisent de nouveau une bonne performance annuelle

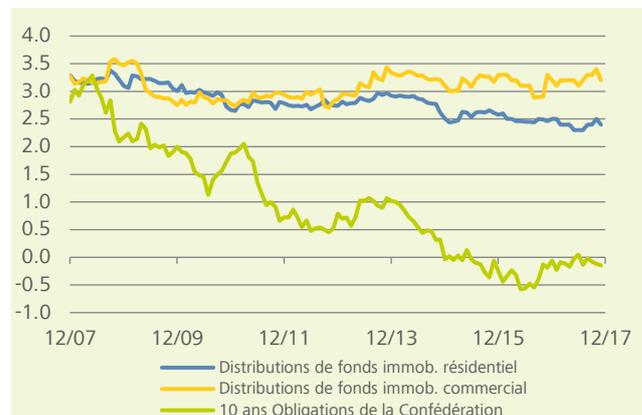
Performance globale, indice (01.01.2017=100)



Source: Bloomberg, rapports de gestion, Raiffeisen Economic Research

### Les rendements distribués restent relativement attractifs

Rendements en %



Source: Bloomberg, rapports de gestion, Raiffeisen Economic Research

## Activité de construction

**Après une période de pause, la construction a été de nouveau robuste au T3. Les nouvelles commandes indiquent une nouvelle forte augmentation de l'offre à court terme. Le nombre de permis de construire accuse une nette baisse, à moyen terme, malgré un niveau élevé.**

Alors que l'activité semblait stagner à un niveau élevé au T4, la construction de logements a de nouveau largement augmenté au T3. La reprise depuis la baisse temporaire, qui a suivi le boom de construction de résidences secondaires, se poursuit. En comparaison annuelle, la construction augmente de 6,5%. Les carnets de commande affichent à nouveau un certain dynamisme et ne suggèrent aucun arrêt soudain de la construction très active de logements. Les projets de constructions déclarés restent encore très nombreux.

### Accalmie suite à une baisse des permis de construire

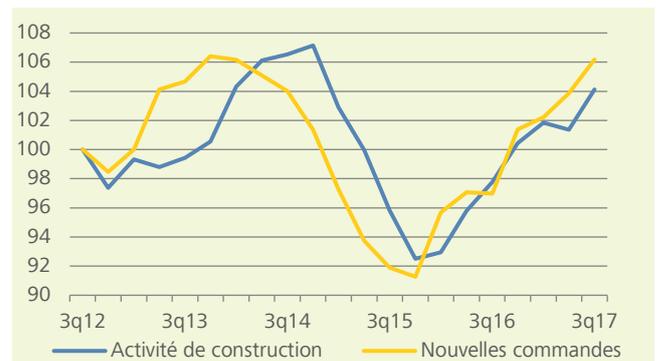
Une accalmie est prévue pour 2018. En effet, les permis de construire avancées ont largement dépassé leur record, depuis. Au T3, les logements autorisés étaient quasiment inférieurs de plus de 11% à leur niveau de l'an dernier. Le recul concerne depuis tous les segments. Après avoir atteint un record l'an dernier, le recul des autorisations de construire se ressent aussi dans la construction de logements locatifs. L'intérêt pour les immeubles de rapport est toujours aussi grand en raison de la pénurie des placements. Dans le contexte actuel d'hausses modérées des taux et du nombre de locaux vacants, les défis semblent toutefois influencer le comportement des investisseurs.

Ces dernières années, la construction de logements locatifs s'est développée presque exclusivement dans les centres et les régions urbaines. Ils commencent de leur côté à corriger les niveaux records. La prévision d'une offre plus élargie était nettement supérieure à la moyenne, notamment dans les régions urbaines. Les centres font état d'une normalisation bien avancée. Il en va de même dans les régions rurales et touristiques, où le nombre de permis de construire, déjà à des niveaux bas, continue de baisser.

Au total, le nombre de permis de construire pour 2018 indique une offre plus étendue de plus de 45'000 logements. Avec le fort recul de l'immigration nette et l'augmentation beaucoup moins importante de ménages, l'offre excédentaire d'appartements à louer devrait encore nettement augmenter.

### La construction a de nouveau largement augmenté

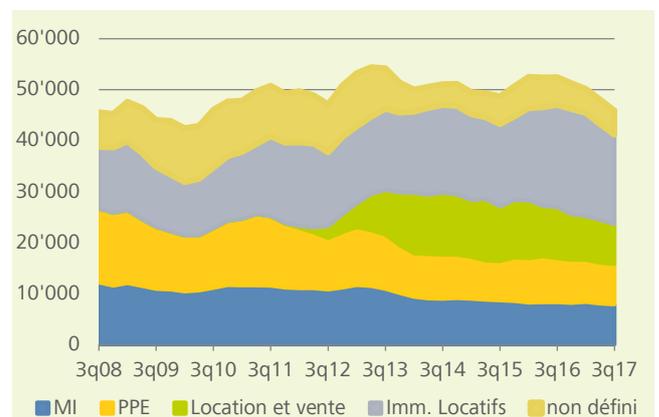
Construction de logements, indice (3T12=100), cumulé sur 12 mois



Source: SSE, Raiffeisen Economic Research

### Nombre de permis de construire à la baisse

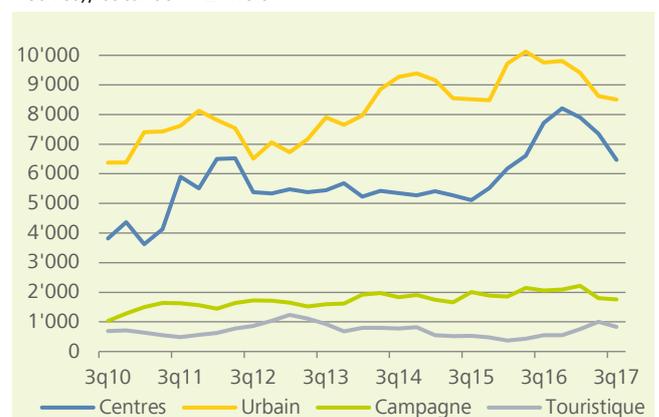
Constructions d'unités de logement autorisées (neuf), cumulé sur 12 mois



Source: Meta-Sys (Docu-Media), Raiffeisen Economic Research

### Recul confirmé de la construction de logements locatifs

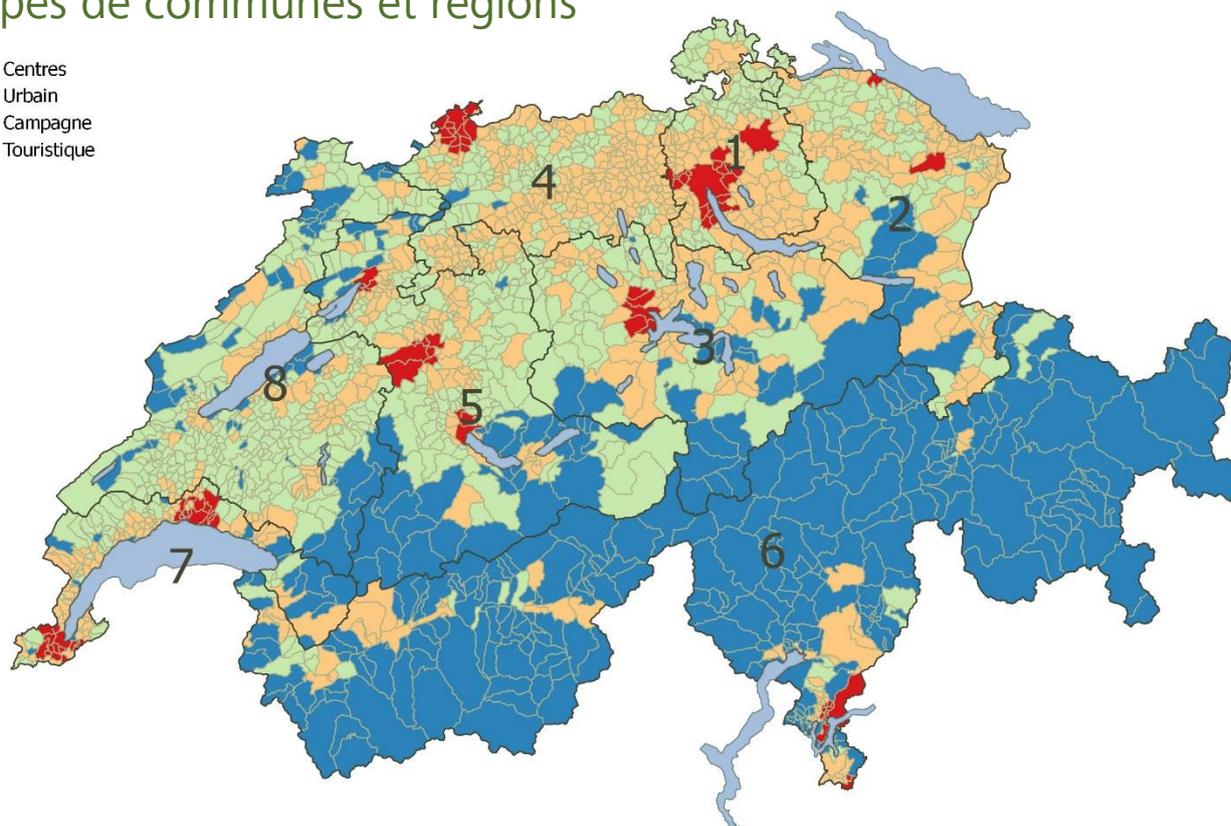
Constructions de logements locatifs autorisées (constructions neuves), total sur 12 mois



Source: Meta-Sys (Docu-Media), Raiffeisen Economic Research

## Types de communes et régions

Centres  
Urbain  
Campagne  
Touristique



**Taux de vacance (2017)**  
en %

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.5	0.7	1.8	1.8	1.8
1 Zurich	1.0	0.5	1.3	2.0	-
2 Suisse orientale	1.8	1.7	1.9	1.7	1.7
3 Suisse centrale	1.1	1.0	1.1	1.4	1.4
4 Nord-ouest	1.8	0.6	2.3	1.9	2.0
5 Berne	1.9	0.9	2.8	2.3	1.5
6 Suisse méridionale	1.9	1.8	2.1	1.7	1.9
7 Région du Léman	0.7	0.5	0.7	1.6	1.8
8 Suisse occidentale	1.5	-	1.5	1.5	1.6

**Permis de construire bâtiments nouveaux (2016)**  
en % du portefeuille des logements

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.2	1.0	1.3	1.5	0.5
1 Zurich	1.2	0.9	1.5	1.5	-
2 Suisse orientale	1.3	1.3	1.2	1.7	0.6
3 Suisse centrale	1.4	2.1	1.1	1.7	0.6
4 Nord-ouest	1.2	0.6	1.4	1.2	0.4
5 Berne	0.8	0.5	1.2	0.7	0.4
6 Suisse méridionale	1.0	1.3	1.8	2.4	0.5
7 Région du Léman	1.2	1.2	1.3	2.0	0.5
8 Suisse occidentale	1.4	-	1.3	1.8	1.0

**Population (2016)**  
Pop. résidente en perm., total et en %

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	8'419'550	29.5	49.7	13.9	6.9
1 Zurich	1'568'738	48.5	44.8	6.6	-
2 Suisse orientale	921'426	10.5	69.8	17.2	2.5
3 Suisse centrale	827'585	19.4	58.1	17.7	4.8
4 Nord-ouest	1'401'556	24.3	65.6	9.9	0.2
5 Berne	1'018'551	35.9	38.3	20.1	5.8
6 Suisse méridionale	813'893	12.9	38.0	5.4	43.6
7 Région du Léman	1'073'431	60.7	28.4	5.5	5.4
8 Suisse occidentale	794'370	-	54.3	40.0	5.8

**Revenu imposable (2014)**  
Moyenne, en CHF

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	59'000	61'000	62'000	53'000	47'000
1 Zurich	67'000	66'000	69'000	60'000	-
2 Suisse orientale	54'000	52'000	55'000	52'000	43'000
3 Suisse centrale	70'000	56'000	81'000	55'000	53'000
4 Nord-ouest	60'000	67'000	58'000	56'000	54'000
5 Berne	50'000	52'000	51'000	46'000	45'000
6 Suisse méridionale	47'000	61'000	48'000	43'000	44'000
7 Région du Léman	70'000	61'000	91'000	76'000	64'000
8 Suisse occidentale	51'000	-	52'000	51'000	47'000

Sources: AFC, Docu-Media (Meta-Sys), Geostat, OFS, Régions: WP, Raiffeisen Economic Research

**Editeur**

Raiffeisen Economic Research  
Stampfenbachstrasse 114  
8006 Zürich

**Auteurs**

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

[economics@raiffeisen.ch](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.