



## Editorial

Aucune raison de paniquer	3
Aperçu du marché	4

---

## Situation du marché

Conditions-cadres économiques	5
Marché hypothécaire	7
Placements	8

---

## Segments du marché

Propriété	9
Locatif	11
Biens commerciaux	13

---

## Gros plan

Les déménagements en ville sont toujours subis	15
--	----

---

<b>Annexe</b>	<b>18</b>
---------------	-----------

## Editeur

Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff, Chef économiste  
Stampfenbachstrasse 114  
8006 Zürich

## Auteurs

Domagoj Arapovic  
Francis Schwartz  
Beatrice Stadler

[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)

## Autres publications

Vous trouvez cette publication ainsi que d'autres publications Raiffeisen sous le lien ci-dessous.

[lien direct vers le site](#)

## AUCUNE RAISON DE PANIQUER

Une fois par an, le monde de l'immobilier a les yeux rivés sur Berne, attendant la publication par l'Office fédéral de la statistique des derniers chiffres des vacances du marché suisse du logement. Les médias, eux aussi, raffolent de cette thématique, notamment la presse à sensation qui n'hésite pas à qualifier certaines communes de friches industrielles ou de villes fantômes. Or, cette stratégie pour gonfler les tirages est amplement exagérée. Certes en comparaison historique, un taux de vacance de 1,6% se situe à la limite supérieure, mais cela ne signifie pas qu'il y a un risque d'effondrement. Notre analyse est notamment justifiée dans la présente publication Immobilier Suisse – 4T18.

A partir de quand un taux de vacance peut-il être considéré comme critique ? C'est certainement matière à débat, mais loin d'être le cas à 1,6%. Selon de vagues estimations, la Suisse aurait un taux de vacance naturel de 1,3 à 1,5%. Les pays germanophones préfèrent le terme de taux d'offre à celui de taux de vacance. Quoi qu'il en soit, il est supérieur au taux de vacance en Suisse. N'oublions pas que la flexibilité de réaction aux changements d'une économie est conditionnée par les capacités dont elle dispose. Les changements structurels ou frictions sont mieux maîtrisés en présence d'une certaine offre et en l'absence de surchauffe face à la pénurie. Le marché du logement ne déroge pas à la règle. Les déménagements sont à l'ordre du jour dans une économie et société en mutation. C'est pourquoi, le marché du logement requiert des capacités libres, donc une offre relativement liquide.

### **Parfois douloureux, mais globalement supportable**

Néanmoins, toute vacance est irritante voire même très douloureuse pour le propriétaire concerné. Mais là encore, il faut relativiser. Les taux de défaillance de paiement des loyers sont des standards du secteur immobilier et sont bien supérieurs aux taux de vacance actuels. En d'autres termes, les investisseurs intègrent toujours le risque. La mise en location intégrale peut être atteinte dans certains cas, mais la réalité est souvent différente. Un portefeuille d'immeubles présente donc tout naturellement un degré relatif de vacance, supportable jusqu'à un certain point. Comme le taux de vacance est d'un niveau acceptable, seuls ceux qui prennent de «gros risques» peuvent subir des déconvenues. Les investisseurs professionnels le savent et ne mettraient

jamais tout sur une mise. Tout au plus ce qui peut poser problème est une nouvelle arrivée sur le marché et la constitution d'un portefeuille à partir de rien. Lorsque le taux de vacance est élevé, le premier investissement sur le marché sera potentiellement aussi le dernier. Des erreurs qui ne seront pas commises par ceux qui connaissent et analysent parfaitement les marchés locaux. Par ailleurs, il ne faut pas confondre un taux de vacance élevé avec un manque d'opportunités. Mais le produit doit alors être compétitif pour évincer les autres du marché. Ressentie en tant que telle, la problématique du taux de vacance déclenche aussi une nouvelle professionnalisation de la branche et chassera l'un ou l'autre pauvre investisseur (privé) du marché. En tous cas, il n'y a vraiment pas lieu de paniquer.

### **De record en record**

Le marché de la propriété enregistre de nouveaux plus hauts prix historiques. Progression de 1,3 % des maisons individuelles par rapport au trimestre précédent, jusqu'à 1,8% pour les logements individuels. Si ces taux de croissance sont élevés, il ne faut pas oublier que l'économie suisse connaît actuellement une phase d'expansion inédite depuis 2010. La vigueur de l'économie devrait avoir motivé les plus hésitants à devenir propriétaires, surtout qu'elle confirme une vérité établie: le coût d'un achat est bien inférieur à celui d'une location. Comme l'offre est en même temps fortement en repli, les règles du marché s'expriment et les prix augmentent en conséquence. Le boom de la propriété se poursuit donc, mais face au plus faible volume, les prix ne descendront pas en dessous d'un certain seuil.

Nous vous souhaitons une lecture stimulante!

## Demande

### ↘ Population

La stagnation de l'immigration qui est nettement inférieure à celle des années de croissance de 2008 à 2016 ne réussit pas à stimuler la demande immobilière. Par ailleurs, le profil généralement peu solvable des migrants pèse sur la demande.

### ↗ PIB

L'économie suisse connaît une croissance d'une vigueur inédite depuis 10 ans (3%), reposant largement sur tous les secteurs économiques. Par conséquent, l'emploi a également fortement progressé, mais un environnement économique plus difficile s'annonce.

### ↗ Revenus

Jusqu'à présent, la bonne conjoncture ne s'est pas traduite par des négociations salariales généreuses. La croissance de l'emploi entraîne toutefois une nette hausse des revenus globaux des ménages suisses.

### → Conditions de financement

Face à l'absence de pression inflationniste et à la faiblesse de l'euro, la BNS n'a pas encore resserré la vis. Les taux hypothécaires restent faibles et ne devraient que légèrement progresser.

### → Placements

Le nombre de logements vacants a nettement augmenté cette année. Toutefois, face à la pénurie de placements, l'immobilier demeure un placement comparativement attrayant face aux emprunts.

## Offre

### → Activité de construction

L'activité de construction résidentielle a légèrement faibli. Les projets de construction dans le segment locatif demeurent à un haut niveau, à la différence de la propriété où la baisse de la demande a été anticipée par les sociétés de construction.

### ↗ Taux de vacance

Le taux de vacance a nettement progressé cette année, de 1,45% à 1,62%, soit de 13%. Tandis que seuls quelques rares logements sont inoccupés dans les centres-villes, le taux de vacance dans certaines zones urbaines prend des proportions telles qu'une correction est de plus en plus probable.

## Perspectives pour les prix

### ↗ Prix à l'achat

La relance de l'économie ainsi que l'environnement de taux bas ont un impact positif sur la demande. En revanche, l'immigration et les obstacles calculatoires de viabilité et de financement ont un effet négatif. En raison de la pénurie de l'offre, les prix devraient continuer à augmenter, mais faiblement.

### ↘ Loyers

La difficile situation de commercialisation dans les zones à fort taux de vacance contraint les propriétaires à de douloureuses concessions. La tension est encore plus forte sur les loyers proposés en raison d'une offre élevée de nouveaux logements. Du côté de la demande, c'est surtout le recul de l'immigration qui a un impact négatif sur les loyers.

## CONDITIONS-CADRE ECONOMIQUES

**La solidité de la conjoncture ne confère que peu de soutien au marché immobilier marqué par la hausse des vacances, car le pouvoir d'achat stagne, au même titre que l'immigration. Par ailleurs, le faible niveau des intérêts contribue au déroulement ordonné de l'activité de construction.**

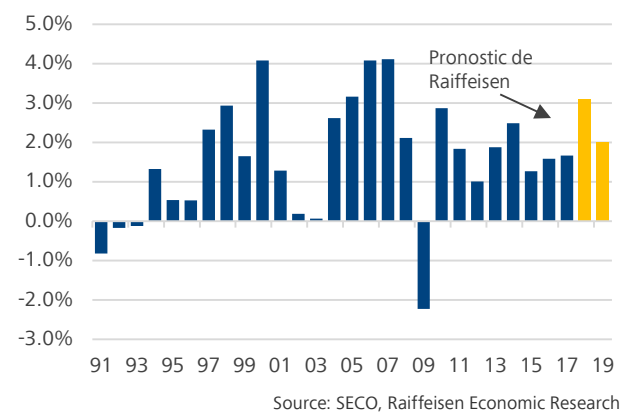
La conjoncture suisse poursuit sur sa lancée haussière. Comme au premier trimestre, le PIB a progressé de près de 3% au 2e trimestre en glissement annuel. 2018 est donc indéniablement la meilleure année enregistrée par la Suisse depuis 2010 (cf. graphique). Les services orientés vers le marché intérieur maintiennent une croissance modérée alors que l'industrie manufacturière tournée vers l'exportation s'emballe (cf. graphique). Cela est dû, d'une part, à la solidité de l'économie mondiale, d'autre part aux résultats des mesures de rationalisation prises après le choc du franc pour rester compétitifs. La quasi-totalité des secteurs industriels connaît une phase d'expansion et les PME aussi ont le vent en poupe. L'indice PMI PME de Raiffeisen, premier indicateur conjoncturel suisse exclusivement consacré aux PME, notait récemment à un haut niveau (cf. [www.raiff.ch/pmepmi](http://www.raiff.ch/pmepmi)).

### La conjoncture suisse a dépassé un sommet

Le sommet a certainement déjà été atteint par la conjoncture dans un environnement global plus difficile. En Europe, les attentes en matière d'exportation ont été nettement corrigées, ce qui explique la tendance baissière continue de l'indice des directeurs d'achats. Les Etats-Unis et la Chine accusent également un ralentissement. Le vent favorable pour la Suisse s'essouffle donc, laissant présager un affaiblissement de la croissance pour 2019. La stabilité de la demande intérieure devrait à nouveau générer une croissance respectable du PIB. En revanche, la croissance conjoncturelle n'a qu'un impact limité sur les consommateurs. Certes, l'emploi a progressé d'env. 2%. Or, contrairement à l'inflation, les salaires nominaux n'ont quasiment pas augmenté, entraînant une stagnation des salaires réels (cf. graphique). Les nouvelles créations de postes concernent surtout les secteurs affichant une productivité inférieure à la moyenne. Dans le secteur de la santé et des affaires sociales proches de l'Etat, 30.000 postes à temps plein ont été créés depuis le choc du franc, soit un tiers de la progression totale de l'emploi (cf. graphique page suivante). Dans d'autres branches où les salaires tendent à être plus élevés, l'emploi a diminué, par ex. dans les secteurs manufacturier ou financier.

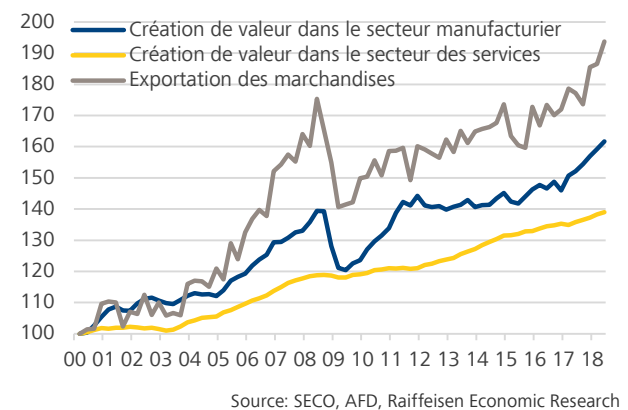
### 2018 sera la plus forte année de croissance depuis 2010

PIB réel, en % yoy, pronostic pour 2018 et 2019



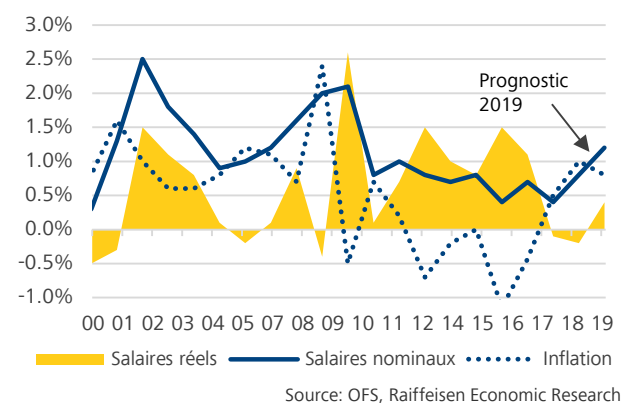
### Secteur manufacturier en grande forme

2000 = 100



### La relance n'atteint pas les consommateurs

Salaires et prix à la consommation, en % (yoy)



A cela s'ajoute qu'en Suisse, comme dans d'autres nations industrielles, à la différence des décennies précédentes, le recul du chômage n'accroît pas systématiquement la dynamique des salaires. Cela est lié aux changements structurels, tels que par ex. la mondialisation ou les progrès de l'automatisation, deux facteurs qui ont certainement contribué à l'affaiblissement des négociations salariales au fil des années.

### Pas d'explosion de la consommation malgré la relance conjoncturelle

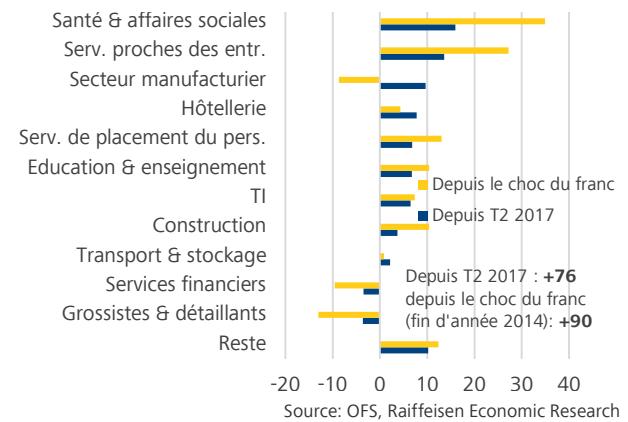
Malgré la faible amélioration du pouvoir d'achat en dépit de la croissance économique, la consommation affiche une hausse modérée. Il est donc peu probable que la consommation s'emballe comme ce fut le cas après la crise financière avec une progression moyenne des salaires réels de 1% par an. En outre, l'immigration, trop faible, n'est pas venue en renfort. Après 2008, l'immigration nette a fortement progressé (75.000 personnes en moyenne par an), ce qui a étayé la demande, notamment dans le commerce de détail ou le secteur immobilier. Depuis, et malgré la relance conjoncturelle, le rétablissement du marché du travail en Europe a endigué le flux de migrants vers la Suisse. On constate néanmoins une récente stabilisation: à 45'000-50'000, en 2018, le solde migratoire devrait être comparable à celui de 2017. C'est inférieur de 25'000 à 30'000 à la phase de 2008 à 2016, mais au même niveau que l'immigration nette moyenne depuis 1990.

### Atterrissage en douceur sur le marché immobilier

La relance conjoncturelle arrive à point nommé pour le marché immobilier suisse, grâce à la hausse continue du taux de vacance dans le segment résidentiel. A l'heure actuelle, près de 72'000 logements sont vacants, en 2017, ils étaient au nombre de 64'000. Le taux de vacance est donc passé de 1,45% à 1,62%. Certes, la vigueur de l'économie n'apporte qu'un soutien limité à la demande de logements résidentiels en raison de la stagnation des salaires ainsi que de l'immigration nette. Elle contribue toutefois à l'accalmie ordonnée de l'activité de construction. Celle-ci est déjà enclenchée et devrait bientôt atteindre la construction commerciale dont les carnets de commande ont commencé à se vider. Il n'y a donc pas à craindre de surchauffe de l'économie de construction qui annonce généralement un retournement de tendance sur le marché immobilier.

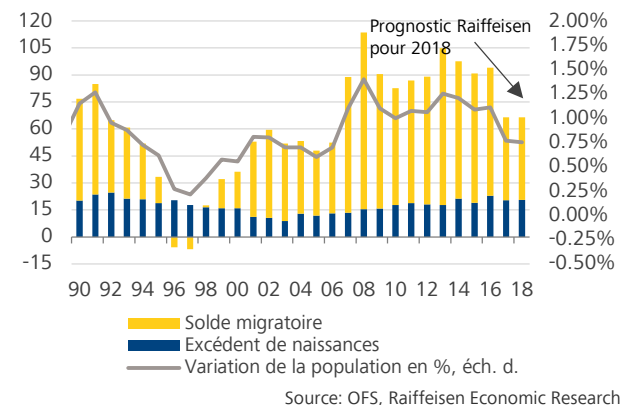
### Plus forte progression de l'emploi dans la santé

Variation des équivalents à temps plein (en milliers)



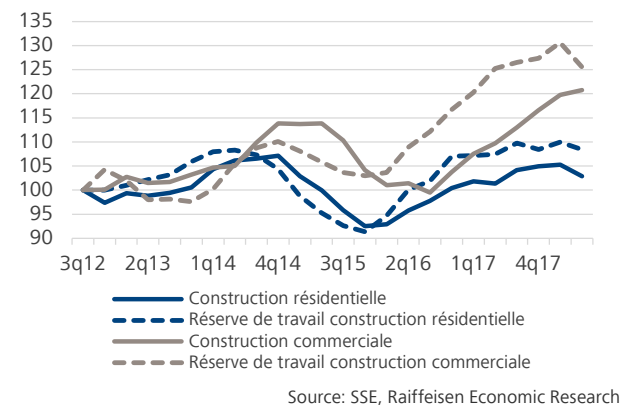
### Stabilisation de l'immigration nette en 2018

Variation de la population résidente permanente en 1'000 et %



### Accalmie de l'activité de construction en cours

Activité de construction, cumulée sur 12 mois, 3T12 = 100



## MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE

Selon les prévisions, l'inflation devrait rester modérée, mais si les marchés financiers mondiaux ne sont pas déstabilisés, la BNS relèvera son taux directeur d'ici un an. Comme il restera en territoire négatif, sur l'horizon d'un an, les hypothèques ne devraient que légèrement se renchérir.

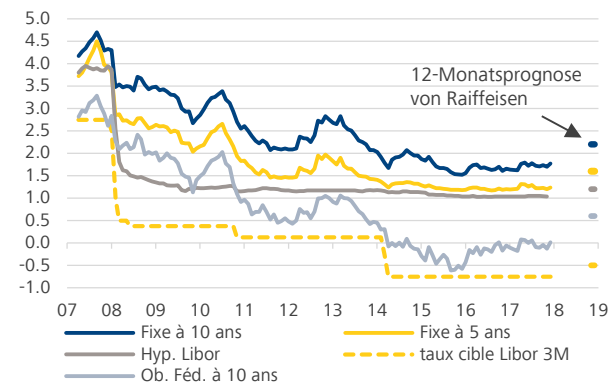
La croissance suisse connaît actuellement une vigueur inédite sans aucun signe de surchauffe conjoncturelle: lors de son appréciation de la situation économique et monétaire de septembre, la BNS a donc laissé le taux directeur à -0,75%. Les salaires n'augmentent que légèrement et les prix sont sous contrôle. Le taux d'inflation actuel de près de 1% est certes nettement plus élevé que les années précédentes. Ceci est toutefois largement dû à la hausse des prix du pétrole sur le marché mondial. Avec une inflation sous-jacente à 0,5%, il ne saurait être question de pression inflationniste. 2019 se présente sous les mêmes auspices, notamment au vu du léger repli de la croissance du PIB. Une forte hausse des taux est donc peu probable. Si les turbulences sur les marchés financiers mondiaux sont limitées, nous pensons que d'ici un an, la BCE et, dans la foulée, la BNS, relèveront leurs taux. En Suisse, la hausse devrait porter sur 25 points de base et demeurer à un taux négatif de -0,50% (cf. graphique). Ainsi, pour la première fois depuis longtemps on observe également un renchérissement des hypothèques Libor, de quelques dixièmes de points de base pour les hypothèques fixes, plus fortement sur les échéances longues que les courtes, mais ici aussi, avec une hausse limitée. Comme c'était le cas jusqu'à présent, il faut s'attendre à des poussées à la hausse et à la baisse par intermittence.

### Stagnation à un faible niveau de la croissance des hypothèques

Même en cas d'augmentation surprise plus prononcée des taux, la grande majorité du marché est constituée d'hypothèques fixes (cf. graphique), ce qui réduit la vulnérabilité à la hausse des taux d'intérêts. La poursuite de l'atterrissage en douceur du marché hypothécaire demeure bien plus probable qu'un scénario négatif avec des turbulences boursières. Les excès font désormais partie du passé. L'expansion des hypothèques a constamment faibli ces dernières années: en 2018, elle a connu un niveau bas historique inédit depuis 20 ans, bien avant l'avènement du boom de la propriété. Par ailleurs, le PIB nominal croît pour la première fois plus rapidement que le volume hypothécaire (cf. graphique), ce qui a entraîné un recul du taux d'endettement.

### Léger renchérissement des hypothèques en 2019

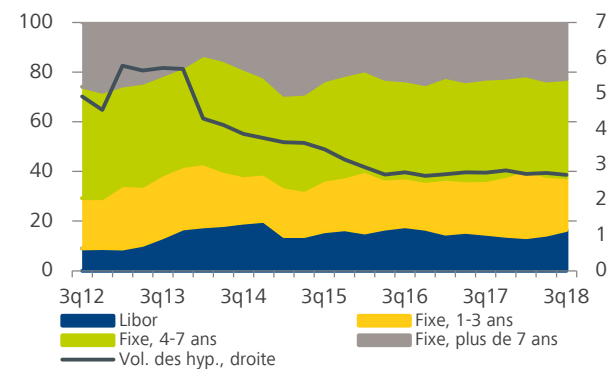
Taux d'int. pour nouv. opérations, valeur moyenne, en %



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

### Les hypothèques fixes représentent 85% du marché

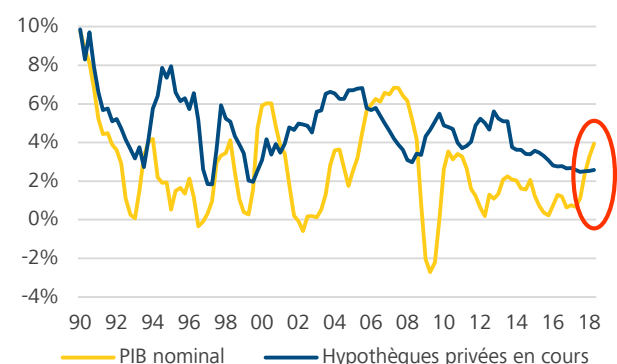
Structure des échéances de nouvelles hypothèques Raiffeisen, en %



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

### La croissance du PIB dépasse le volume hypothécaire

PIB et hypothèques privées et en cours, moy en %



Source: SECO, BNS, Raiffeisen Economic Research

## PLACEMENTS

**Au vu de la hausse modérée des taux d'intérêts longs, les rendements sur distribution des fonds immobiliers devraient rester attrayants par rapport aux obligations de la Confédération. L'afflux de capitaux continuellement élevés placent les placements immobiliers sous pression d'émission.**

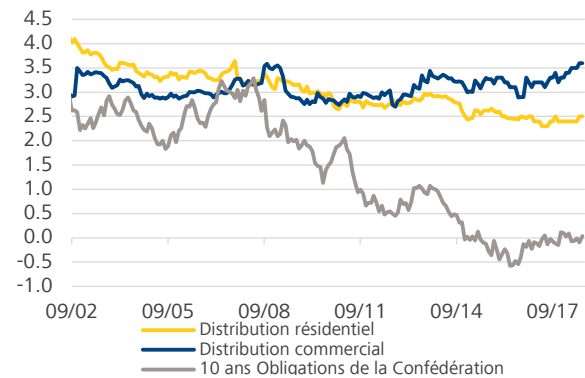
Avec un rendement sur distribution d'en moyenne 2,5% des fonds dominés par l'immobilier résidentiel et de 3,6% des fonds axés immobilier commercial, la prime demeure attrayante par rapport aux rendements des obligations de la Confédération. Les distributions dépendent essentiellement des revenus locatifs. Malgré la hausse des taux de défaillance de paiement des loyers, la majorité des fonds a décidé d'augmenter les revenus locatifs en maintenant le montant du versement absolu à un niveau élevé. Pour le garantir, dans près d'un tiers des cas, les redistributions étaient supérieures aux revenus d'exploitation. Avec la perspective de plus-values nettement inférieures à moyen terme et de loyers en baisse, les fonds immobiliers résidentiels devraient alors éprouver des difficultés à maintenir ce niveau. Ceux à orientation commerciale, plus sensibles à la conjoncture, continuent d'être soutenus par l'expansion économique et la croissance de l'emploi.

### Afflux de capitaux élevés chez les placements immobiliers

Outre le montant de la distribution, l'évolution des cours est déterminante pour la performance globale. Les fonds immobiliers cotés subissent une pression d'émission depuis le début de l'année et approchaient un taux de -4,4% fin septembre 2018. A cet égard, les augmentations de capital et les nouvelles émissions ont eu un effet particulièrement modérateur. En effet, les investisseurs privilégiant les indices réduisent leur engagement dans les fonds immobiliers en faveur de nouvelles transactions. Depuis l'introduction de taux négatifs en Suisse (2014), les augmentations de capital ont quasiment doublé. La majorité du capital a alimenté les fonds axés sur l'immobilier résidentiel. A partir de 2016, les augmentations de capital se sont déplacées vers les biens commerciaux, un mouvement qui s'est accéléré en 2017 avec le début du rétablissement conjoncturel. Conjointement à la légère hausse des intérêts, les agios ont nettement baissé. L'agio moyen de fonds immobiliers résidentiels est nettement supérieur à celui des fonds à orientation commerciale. Grâce aux fondamentaux de qualité et aux rendements de distribution plus élevés, les fonds immobiliers commerciaux présentent un meilleur profil rendement-risque.

### Les rendements de distribution demeurent assez élevés

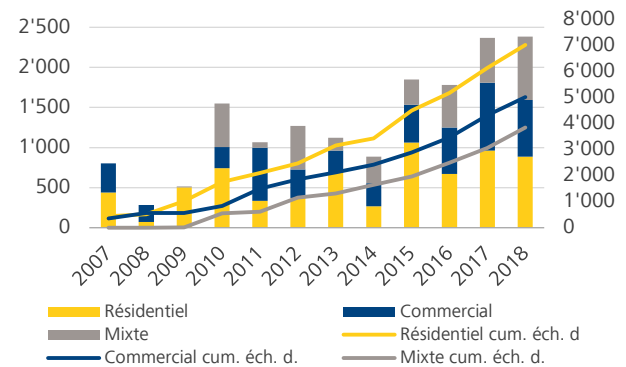
Rendements en %



Source: Bloomberg, rapports d'activités, Raiffeisen Economic Research

### Transactions de marchés de capitaux de fonds immobiliers

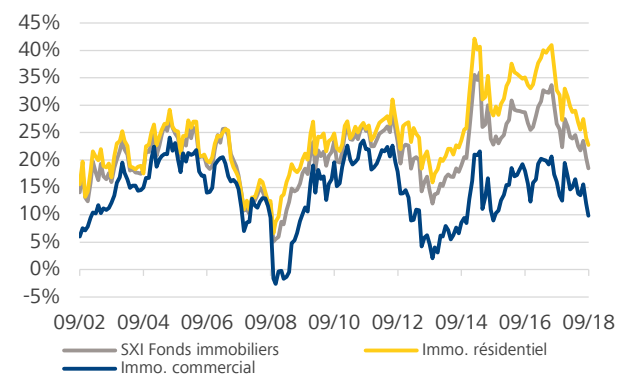
en mio. CHF, augmentations de capital prévues incluses



Source: SIX, rapports d'activités, Raiffeisen Economic Research

### Les agios bas offrent des conditions d'entrée attrayantes

Agios en %, pondéré en fonction de la capitalisation boursière



Source: Bloomberg, rapports d'activités, Raiffeisen Economic Research



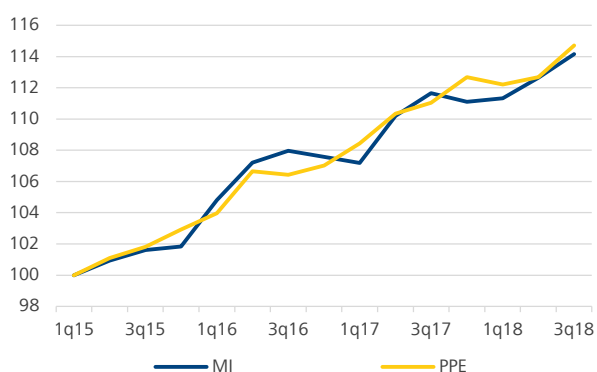
## PROPRIÉTÉ

**Au troisième trimestre, les prix de la propriété (tant les MI que les PPE) ont une nouvelle fois fortement augmenté, notamment les PPE. L'indice des transactions atteint ainsi de nouveaux records.**

Les prix de la propriété ont fortement augmenté au troisième trimestre 2018. Par rapport au trimestre précédent, les prix des maisons individuelles (MI) ont progressé de 1,3% et ceux des propriétés par étages (PPE) de 1,8%. Après un fléchissement ces derniers trimestres, les prix flambent à nouveau, relativisant les signes hésitants du léger refroidissement qui se profilait.

### Niveaux records

Indice hédonique Raiffeisen des transactions de prix, 1t15=100



Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

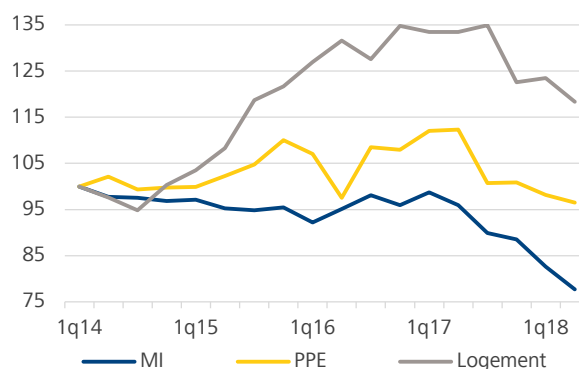
Aux trois moteurs principaux des prix de la propriété des dernières années – environnement de taux bas, propriété immobilière financièrement plus attrayante que bien en location, anticipation de la baisse de la demande par le promoteur – vient s'ajouter un quatrième facteur: la vigueur de l'économie suisse. Même si elle n'a jusqu'à présent pas entraîné de généreuses négociations salariales, de nombreux ménages susceptibles d'accéder financièrement à la propriété ressentent les effets positifs dans leur budget via les revenus du capital. Par ailleurs, l'effet de l'immigration sera ressenti au mieux avec un léger décalage, car les migrants sont dans un premier temps locataires. L'affaiblissement démographique sur le marché de la propriété n'est donc pas encore totalement enclenché.

### L'activité de construction continue de faiblir

Par rapport au trimestre précédent, les demandes de permis de construire pour de nouveaux projets ont encore chuté. La construction de MI s'est véritablement effondrée. Le nombre de permis de construire y a baissé de 20% par rapport à l'année précédente tandis que les PPE présentent des chiffres similaires.

### Pipeline d'offre en repli

Demandes de permis de construire, nouvelles constructions, cumul sur 12 mois, 1t14=100



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

### Presque pas de risque d'effondrement des prix

Au vu des fondamentaux économiques solides, de l'environnement de taux bas persistant, de l'expansion modérée de l'offre suite à la faible activité de construction, il n'y a actuellement aucune raison de craindre un effondrement des prix.

La flambée des prix va toutefois continuer à réfréner la demande, directement et indirectement notamment via des facteurs calculatoires de viabilité et de fonds propres de plus en plus stricts. Alors que l'évolution des salaires nominaux ne parvient pas à suivre l'évolution dynamique des prix de la propriété et les exigences de fonds propres se renforcent, devenir propriétaire tient de plus en plus du rêve pour une grande partie de la population.

**Evolution régionale des prix**

Indice des prix des transactions, état 3T18

Actuellement: moyenne glissante des variations par rapport à l'année dernière sur 4 trimestres en %

	MI		PPE	
	ø 12-17	actuel	ø 12-17	actuel
Suisse	3.2	2.9	4.0	3.5
1 Zurich	3.9	4.5	4.5	4.1
2 Suisse orientale	2.6	3.4	5.6	3.5
3 Suisse centrale	1.4	7.1	4.6	5.5
4 Nord-ouest	3.9	3.6	4.8	1.4
5 Berne	4.7	2.1	5.2	4.3
6 Suisse mér.	1.6	0.5	3.5	1.8
7 Région du Léman	0.7	3.1	2.6	4.2
8 Suisse occ.	3.7	1.4	5.2	6.0

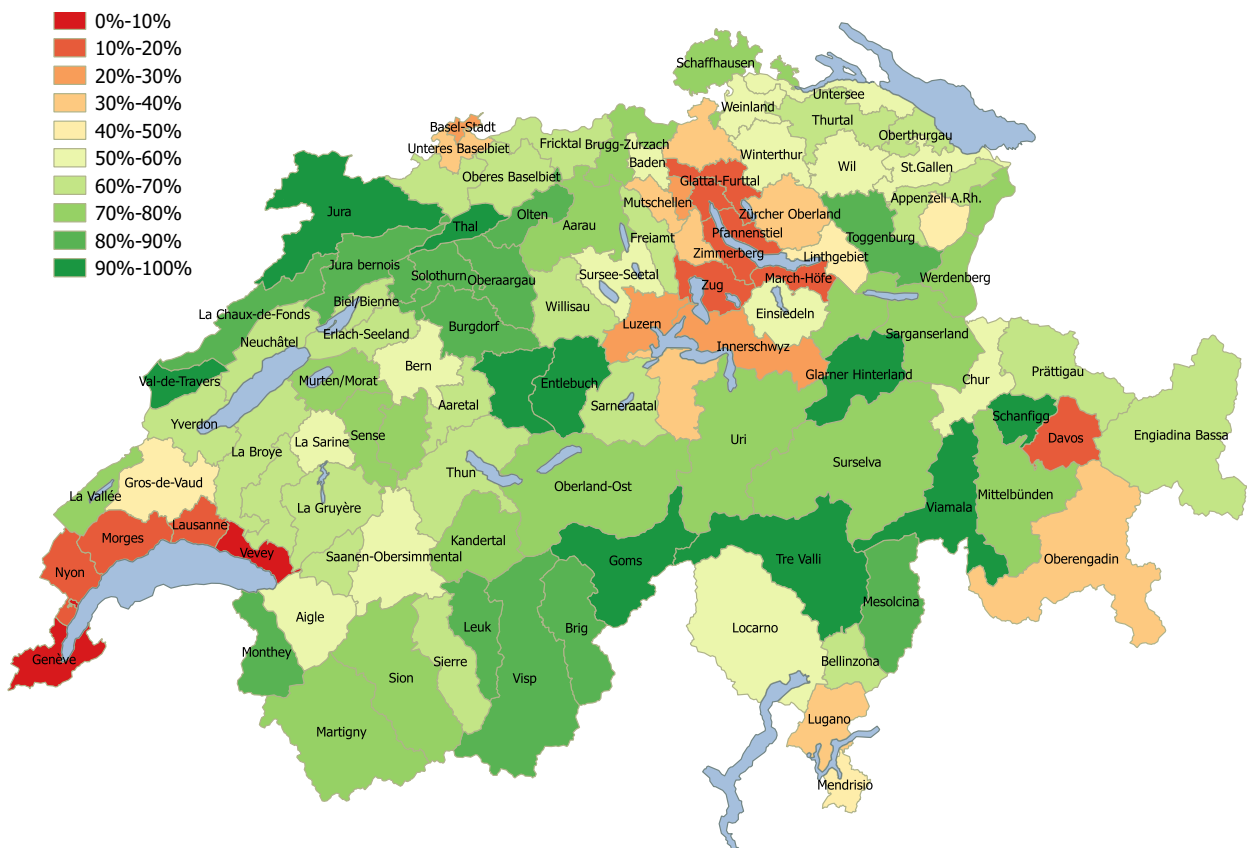
Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

En Suisse centrale et dans l'Arc lémanique, la hausse des prix dépasse actuellement nettement la moyenne sur cinq ans tant des MI que des PPE. En revanche, dans les régions de Berne et du Sud de la Suisse, sur le long terme, un recul des prix se profile dans les deux segments de propriété.

**MI à moins d'un million**

Part des MI au prix d'offre < CHF 1 million

En pourcent de l'offre totale de MI (2017-2018)



Source: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

La Suisse romande détone par une évolution divergente des prix. Face à la légère augmentation des prix des MI, les PPE ont enchéri de 6% par rapport à l'année précédente.

**Où reste-t-il des maisons individuelles abordables?**

De nos jours, les MI abordables viennent sans vue sur le lac, en tous cas ceux du Léman, de Zurich, de Zoug, de Lugano ou des quatre cantons. Sur les rivages de ces lacs, les MI à moins de CHF 1 mio. sont extrêmement rares. En revanche, pour moins d'un million, il y a une pléthore de demeures avec vue sur la montagne. Hormis les hotspots touristiques de Davos et de la Haute-Engadine, des MI abordables existent à travers tout l'Arc alpin ainsi que l'Arc jurassien. Les montagnes ne protègent donc pas seulement la patrie, mais aussi le rêve d'accession à la propriété. En revanche, des maisons abordables dans le plateau sont avant tout disponibles autour de Soleure, Berthoud et en Haute-Argovie.

Or, pour qui est-ce «abordable»? Pour assurer la viabilité financière d'une maison d'un million, un ménage suisse nécessite des revenus annuels de près de CHF 180'000, dont ne disposent que 7% des ménages suisses.

## LOCATIF

**Le marché locatif est sur toutes les lèvres. Le taux de vacance s'élève désormais à 1,6%, de quoi en inquiéter plus d'un: 82% de ces vacances concernent les appartements, 14% dans les constructions récentes. Les nouvelles locations entraînent alors une baisse des loyers, mais les constructions se poursuivent. Y a-t-il péril en la demeure ?**

Nous connaissons tous au moins un bien immobilier actuellement vacant qui ne trouve pas de locataires. Qui s'en étonnera: pourquoi louer pour 2'700 CHF dans la commune X, lorsqu'on peut avoir un appartement pour 2'300 CHF proche du tramway dans la commune Y voisine?

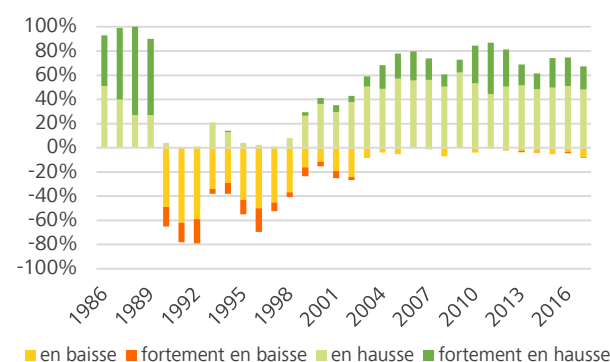
Il n'est pas judicieux de conclure à un cas isolé – en l'occurrence fictif – sur le marché global. Il vaut bien mieux faire exactement l'inverse. Un taux de vacance de 1,6% signifie tout d'abord concrètement une perte de rendement de 1,6%. Sur les rendements nets actuels de tous les immeubles locatifs, cela représente tout juste 5 points de base (0,05 point de pourcentage). Par rapport aux rendements des obligations de la Confédération de 0% ou moins, c'est supportable. Mais quoi d'autre alors? La crise immobilière des années 1990, les taux de vacance record, «la décennie perdue» et l'effondrement des prix?

### „This time it's different“

D'emblée, il convient de dire que la comparaison avec le grand crash immobilier suisse est délicate. Il y a bien sûr des parallèles avec la situation à la fin des années 80: la planche à billets marche à nouveau à plein régime, la croissance est au rendez-vous et la démographie fléchit, tout en restant solide. Mais il y a des différences: l'économie était plus vigoureuse et la croissance de la population dépendait plus fortement de l'immigration. Par ailleurs, en 1989, le taux de vacance était à un plus-bas historique, aujourd'hui, il est bien plus élevé et augmente depuis trois ans. Enfin, l'environnement réglementaire est tout à fait différent: les produits de financement sont bien plus variés, les loyers ne sont plus couplés au taux des premières hypothèques et les autorités de surveillance financière encadrent fortement l'octroi de crédit. La principale différence réside dans deux autres aspects: premièrement, pendant les quatre années précédant 1990, les acteurs du marché s'accordaient sur le très fort renchérissement des placements. Cette fois-ci, ils perçoivent une croissance constante et constatent même une stagnation de l'évolution des prix au premier semestre 2018.

### Evolution perçue des prix sur le marché immobilier

Prix des maisons multifamiliales (réponses en %)



Source: APF, Raiffeisen Economic Research

Deuxièmement, il n'y a quasiment pas d'inflation. En 1989, elle s'élevait à 3,2%, passant même à 5,4% l'année suivante et se reflétant dans les taux hypothécaires. Aucun problème à cela si les rendements nets ne s'étaient pas retrouvés à un niveau similaire (2,7%) qu'aujourd'hui (2,8%). Le spread avec le rendement des obligations de la Confédération sur 10 ans était alors négatif (-2,4%); aujourd'hui, il se situe à + 2,8%.

### Fondamentaux de la situation du marché 1989 et 2018

	1989	2018
Vacances	0.43	1.62
Croissance du PIB (réel) (3 dernières années)	9.50	5.40
Croissance de la population (3 dernières années)	2.30	3.00
<i>Suisses</i>	1.10	1.90
<i>Etrangers</i>	9.10	6.40
Inflation	3.20	0.90
Taux hypothécaire 1ère hypothèque/taux de réf.	5.50	1.50
Rendements nets	2.70	2.80
Spread (rendements nets-obligations de la Conf.)	-2.40	2.80

Source: BNS, OFS, SECO, Raiffeisen Economic Research

Les prix des immeubles de placement sont élevés et vont certainement légèrement reculer suite à la hausse des intérêts. Or, de soudains effondrements de prix massifs dans le marché global comme en 1990 ne sont pas à craindre, car le cycle des taux n'a même pas encore commencé. Quoi qu'il en soit, dans notre exemple fictif, le promoteur dans la commune X doit probablement réaliser des amortissements ou d'importantes concessions de prix. Le placement direct est certainement devenu plus complexe pour les investisseurs privés et le moment est donc peut-être venu de se focaliser sur les placements indirects, surtout que ces investisseurs ont un meilleur aperçu du marché global (cf. segment du marché des placements page 8).

### Taux de vacance: la force dans la tranquillité

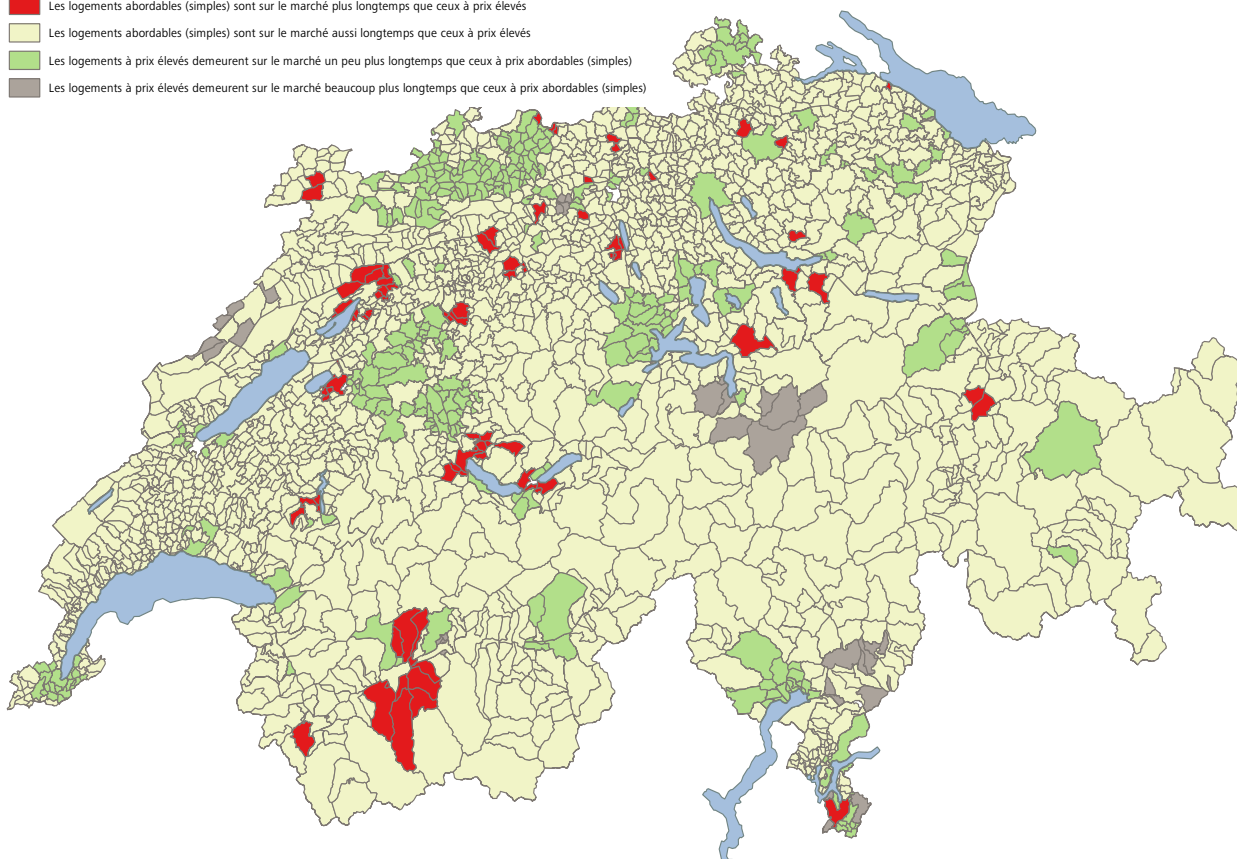
En règle générale, les ménages n'occupent qu'un seul appartement. Dans le marché global, les baisses de loyers n'apportent donc que peu pour stimuler la demande. En revanche, c'est efficace pour les nouvelles constructions vacantes. En cas d'offre excédentaire, ce processus d'adaptation – en règle générale de longue haleine – fait qu'in fine, des biens immobiliers plutôt anciens, peu conformes au marché sont vides. Pour

observer l'avancée de ce processus, l'une des solutions consiste à analyser les durées de mise sur les marchés régionaux. Les biens plus chers sont en règle générale proposés plus longtemps. Tant le propriétaire que le locataire prennent donc soin d'affiner leur choix. La carte ci-dessous classe les logements locatifs en fonction de leurs prix et des durées de mise sur le marché. Si la différence est négative, c'est plutôt l'offre de logements (simples) qui est excédentaire, si elle est nettement positive, plutôt des logements luxueux ou neufs.

La carte confirme également l'évaluation d'une offre certes excédentaire mais sans dérapage du marché global. Aucune situation spéciale n'est observée dans les grandes villes. Un ajustement des segments se constate certes dans les zones rurales, mais le revirement du marché ne génère de tension qu'à certains endroits, notamment dans l'immobilier ancien (zones rouges). Dans l'immobilier neuf, seules quelques rares zones sont sous tension. Il s'agit de l'Arc jurassien, du Tessin, d'Interlaken et de certaines zones de Suisse centrale. Il n'y a donc pas péril en la demeure.

### Commercialisation: fortes divergences régionales

- Les logements abordables (simples) sont sur le marché plus longtemps que ceux à prix élevés
- Les logements abordables (simples) sont sur le marché aussi longtemps que ceux à prix élevés
- Les logements à prix élevés demeurent sur le marché un peu plus longtemps que ceux à prix abordables (simples)
- Les logements à prix élevés demeurent sur le marché beaucoup plus longtemps que ceux à prix abordables (simples)



Source: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

## BIENS COMMERCIAUX – SURFACES DE VENTE

**Le commerce de détail ne profite quasiment pas de la croissance, en raison d’une mutation structurelle trop forte. L’offre de surfaces commerciales continue de progresser. Les emplacements centraux attirent toujours des occupants, mais les bailleurs doivent s’attendre à un rendement moyen plus faible.**

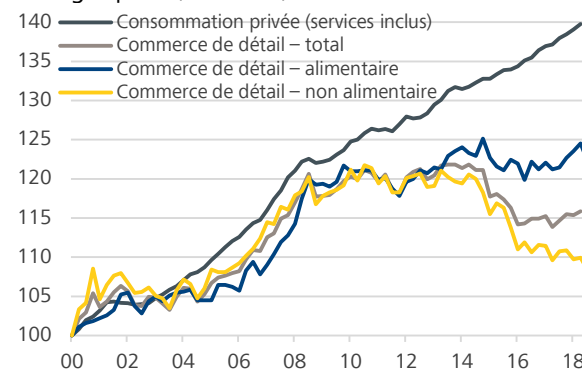
Le commerce de détail suisse profite de la forte relance conjoncturelle. Au premier semestre 2018, la croissance nominale du PIB, donc non corrigée des prix, a progressé d’un taux élevé de 3,6% en glissement annuel. En revanche, la hausse du CA du commerce de détail n’a progressé que de 1% et s’explique presque exclusivement par la hausse des prix des aliments. Le volume des ventes est inchangé tant dans le domaine alimentaire que non alimentaire. Ce dernier accuse même un léger recul des ventes. Dans la mode, les ventes dans le commerce stationnaire ont chuté de 7% par rapport au premier semestre 2017.

### Poursuite de la forte mutation structurelle

Malgré l’excellente conjoncture, le pouvoir d’achat des consommateurs ne progresse que peu (cf. page 5), notamment en raison d’un tourisme d’achat toujours élevé et du recul de la dynamique migratoire. Le réel problème principal est toutefois la forte mutation structurelle qui pèse sur le commerce de détail et empêche une croissance positive des ventes, même en période d’expansion. A l’instar d’autres économies matures, la Suisse subit une saturation de la consommation. Voilà pourquoi la tendance qui consiste à se détourner des produits classiques du commerce de détail au profit de la consommation de services se poursuit par ex. dans le segment des loisirs et de la santé. Le commerce de détail (activité en ligne incluse) ne représente désormais plus qu’un quart de la consommation privée (cf. graphique). La deuxième force motrice de la mutation structurelle est le commerce en ligne qui génère entre-temps près d’un franc de CA sur dix, ce qui exerce une pression accrue sur le commerce stationnaire. Ceci vaut en particulier pour le segment de l’habillement et de l’électronique grand public, où la part du chiffre généré en ligne représente jusqu’à près d’un tiers des ventes.

### Stagnation du segment non alimentaire

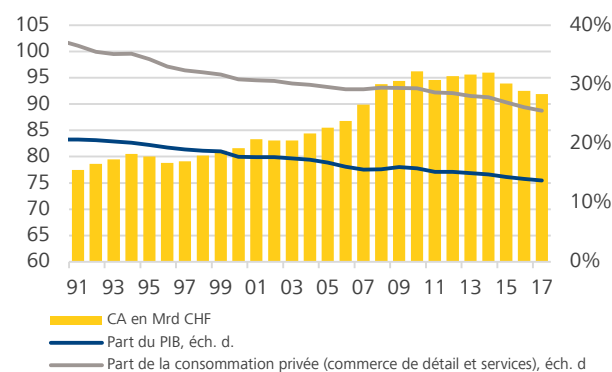
CA du commerce de détail et dépenses de cons. des ménages privés, nominal, 2000 = 100



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

### Hausse de la part des services dans la consommation

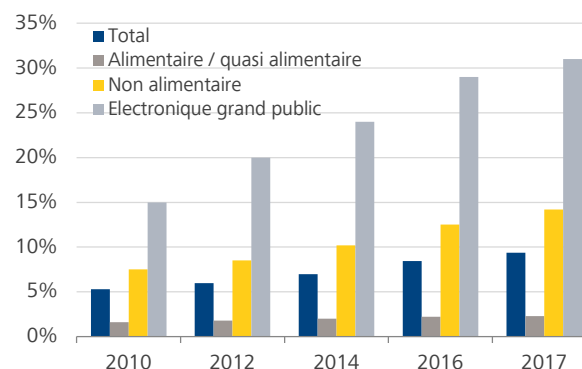
Comparaison CA du commerce de détail et cons. privée



Source: ASVPC, Raiffeisen Economic Research

### Importance accrue du commerce en ligne

CA dans le commerce en ligne, parts en %



Source: ASVPC, Raiffeisen Economic Research

Par conséquent, voilà longtemps que les surfaces de commerce de détail sont sous tension dans la plupart des villes. Depuis 2013, l'offre (mesurée aux magasins proposés par rapport au volume d'activités) a pratiquement doublé, passant de 6% à près de 11,5%. Les villes présentant la plus forte progression se situent en majorité en Suisse romande et dans le Tessin (cf. graphique), mais les régions à moindre croissance (Arc jurassien et Suisse orientale) sont également concernées.

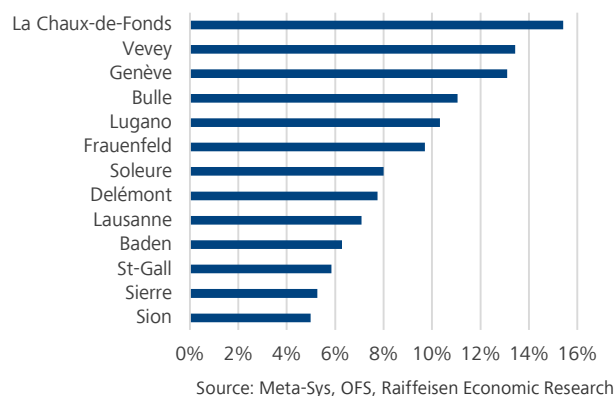
L'analyse de l'évolution des loyers et de la durée de commercialisation depuis 2013 révèle que dans la majorité des offres, c'est avant tout la fluctuation des locataires qui a augmenté, les loyers proposés n'ayant que partiellement reculé. Or, cela ne s'applique pas à tous les types de biens, car on observe en même temps un «taux de vacance de base» de près de 4% qui correspond aux biens très longuement vacants.

### Les occupants potentiels existent

Le nombre de sites professionnels est en net repli depuis 1995 dans la quasi-totalité des catégories du commerce de détail (cf. graphique). Il ne faut pas s'attendre à une nouvelle progression élevée de ce chiffre à l'avenir, la mutation structurelle étant trop forte. L'exploitation des centres doit successivement être redéfinie et les occupants potentiels existent: ces 20 dernières années, une hausse massive des sites professionnels a été constatée (cf. graphique). Il s'agit par exemple de prestataires de services personnalisés (salons de coiffure, de beauté ou studios de yoga) qui ne recherchent pas tous des surfaces commerciales au rez-de-chaussée avec vitrines. Un artiste ou une sage-femme acceptent un emplacement central attrayant s'il est judicieux et abordable et à moyen terme, les rez-de-chaussée centraux trouveront à nouveau preneurs. Il ne devrait pas y avoir de vacances sur toute la superficie du territoire et les bailleurs doivent s'attendre à une baisse du rendement moyen. Les nouveaux locataires affichent une productivité inférieure à celle des commerçants de détail classiques.

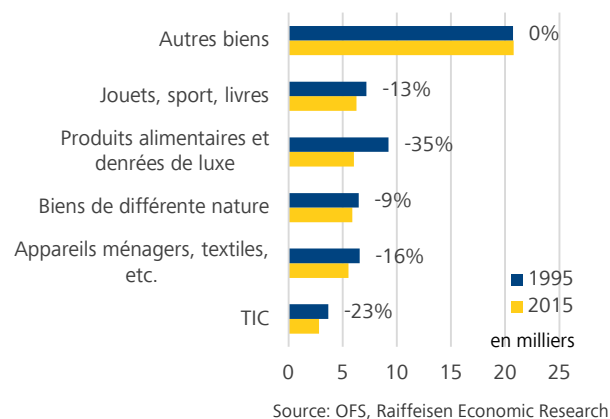
### L'offre de surfaces commerciales a fortement augmenté

Hausse de l'offre depuis 2013 en pourcentage



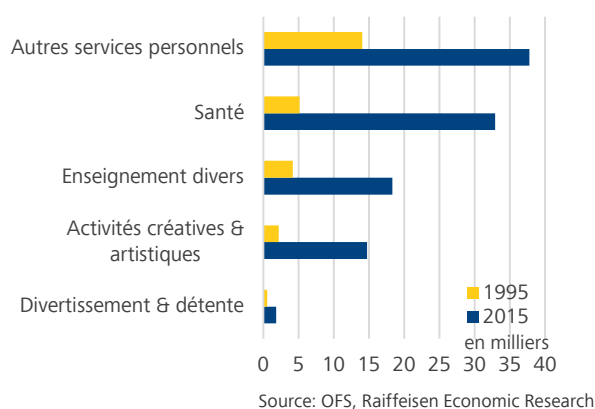
### Le commerce de détail classique perd en importance

Nombre de sites professionnels dans le commerce de détail



### Hausse des prestations de services

Nombre de sites professionnels dans le secteur des services



## LES DEMENAGEMENTS EN VILLE SONT TOUJOURS SUBIS

L'analyse des flux de déménagement intercommunaux donne des indications quant à l'attractivité de l'offre de logements des communes. Un déménagement en ville n'améliore que difficilement le rapport qualité/prix.

Ci-dessous nous voulons approfondir une situation assez courante: un déménagement intercommunal. Il est souvent le résultat d'un changement des conditions de vie: poste de rêve dans une nouvelle ville, démarrage de la vie à deux, départ à la campagne en vue d'une augmentation de l'espace familial. Les autres causes peuvent être un décès, une séparation ou des problèmes de santé liés au grand âge. Ces déménagements se font tous dans la douleur, car ils sont décidés sous des contraintes de temps, de ressources et d'informations. Et ils se feront dans les logements alors disponibles sur le marché.

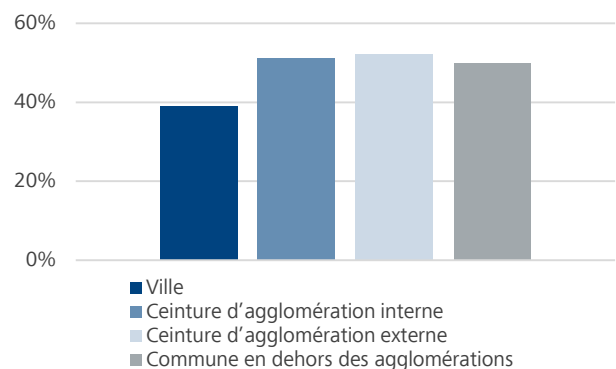
### Déménagement en vue d'une optimisation

Certains déménagements ne sont pas motivés par un changement de situation de vie, il n'y a donc pas d'impératif précis, et ils se font de toute évidence pour optimiser les conditions de vie.

L'analyse du comportement des «optimiseurs» est extrêmement intéressante d'un point de vue économique, car ces ménages déménagent au sein de la région et connaissent les différentes communes. Leur motif principal de déménagement est le cadre de vie. Le comportement de ces «optimiseurs» fournit ainsi également une indication de l'attractivité d'une commune en termes de logement. En phases de pénurie, il est en effet difficile de déceler la demande effective de logements – presque tout peut être vendu ou loué. Seuls les cas d'offres excédentaires permettent de séparer le bon grain de l'ivraie. Il est alors utile de savoir dans quelle mesure le bien immobilier personnel est attrayant sur le long terme – et présente peut-être une grande valeur.

### Part d'optimiseurs de logement

En pourcent du total des déménagements intercommunaux, classés selon le type de commune d'arrivée.



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

### La fable de la ville attrayante...

Si l'on compare le comportement des «déménageurs contraints» et celui des «optimiseurs», on constate que l'offre de logements en ville, prétendue attrayante, ne l'est pas tant que cela. Les optimiseurs bien informés, qui après une analyse approfondie sans pression de temps ni souffrance choisissent leur lieu de vie en toute connaissance de cause, ne déménagent pas en ville. Ils choisissent l'agglomération, et, pour être précis, les communes de la ceinture d'agglomération interne. Ils y trouvent de toute évidence une meilleure offre qu'en ville et peuvent améliorer leur cadre de vie. Selon les ménages, cette amélioration peut prendre différentes formes: baisse du loyer, plus d'espace à disposition, cadre plus agréable ou meilleur standing. En tous les cas, un déménagement optimise le rapport qualité/prix pour le ménage qui peut accroître l'utilité globale.

### ...même pour les célibataires

Qu'il s'agisse de célibataires, de couples ou de familles avec enfants: s'ils veulent optimiser leur cadre de vie et ne sont pas contraints par de nouvelles circonstances de vie, en règle générale, ils ne déménagent pas en ville. Sans surprise, le phénomène est le plus marqué chez les couples et les familles. Ils optimisent leur situation en quittant les villes pour se rendre dans la ceinture d'agglomération interne. Même s'il est nettement moins marqué, le phénomène s'applique également aux célibataires réputés préférer la ville.

Si l'on considère par ailleurs la structure des âges des personnes qui déménagent, on constate ce qui suit: les jeunes (<40 ans) déménagent avant tout en ville, car ils y sont contraints par un changement de situation de vie: formation, études, poste de travail, vie de couple ou situation familiale. Si toutefois, ils souhaitent optimiser leur cadre de vie sans impératif, ils ne privilégient pas les centres-villes et trouvent un meilleur cadre de vie dans les communes de l'agglomération. Il est intéressant de constater que la population âgée (65+) est la moins concernée par ce phénomène de fuite de la ville. Dans cette catégorie, il y a presque autant d'arrivées que de départs. Ces habitants plus âgés optimisent leur cadre de vie en déménageant des communes rurales vers l'agglomération interne.

### Appartements de ville peu attrayants?

Or, si de nombreux ménages ne trouvent pas le meilleur rapport qualité/prix en ville, pourquoi les vacances demeurent-elles aussi faibles et les prix aussi élevés? Nombreuses sont les personnes qui sont tout bonnement contraintes de déménager et ne disposent que d'informations limitées. Le meilleur exemple à cet égard est l'étranger qui arrive en Suisse pour un nouveau poste de travail. S'il le trouve à Zurich, il n'a que trois mois pour trouver un nouveau lieu de vie qu'il ne cherchera pas à Bassersdorf ou Uitikon, mais en ville, car il ne connaît pas suffisamment le marché local et il se tournera vers les logements laissés par les « optimiseurs », malgré la prétendue pénurie de logements. Par manque de temps et en raison de coûts de recherche élevés, l'immigrant optera alors pour la ville de Zurich. Il ne s'agira généralement pas d'un logement de rêve car celui-ci a déjà été pris par un optimiseur. C'est là la « malédiction classique du gagnant » et ce qui vaut pour les étrangers, vaut pour des Suisses devenus « outsiders » dans un nouveau marché à la faveur de déménagements suprarégionaux. Mais ils ne resteront pas éternellement dans leurs logements de ville peu

attrayants, ils deviendront eux aussi des optimiseurs de logement et laisseront la place à de nouveaux arrivants eux aussi mal informés. Les prix demeurent élevés, les vacances faibles et ainsi de suite – du moins aussi longtemps que l'immigration et le marché du travail dans les villes génère suffisamment de nouveaux arrivants.

### Commune cible des déménagements

Cercle interne : arrivants de l'étranger

Cercle externe : déménagements internes à la Suisse



- Ville
- Ceinture d'agglomération interne
- Ceinture d'agglomération externe
- Commune en dehors des agglomérations

Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

### Pour beaucoup, le logement de rêve se trouve en ville

Que les optimiseurs ne privilégient pas la ville ne signifie pas qu'il ne s'y trouve pas de logements attrayants. Bien au contraire, cela signifie que certains de ces logements sont tellement attrayants que leurs occupants les quittent au plus tard « une fois trépassés ». 25% des citoyens vivent depuis 30 ans ou plus en ville, à la différence de la ceinture d'agglomération externe où ce chiffre atteint tout juste 20 ans. Un grand nombre d'appartements de ville attrayants n'est donc pas sur le marché pendant une longue période et quand c'est enfin le cas, ils sont aussitôt pris d'assaut. Ils apparaissent ainsi très rarement dans l'offre de logements et ne sont pas à la disposition des « optimiseurs ».

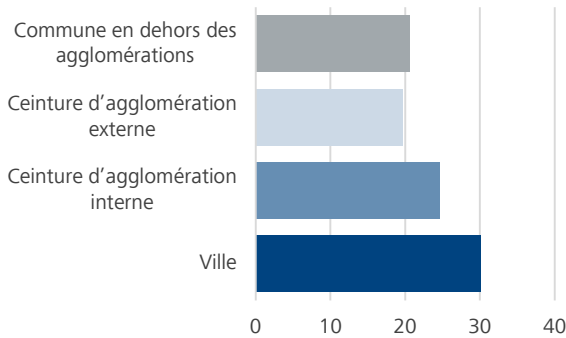
Notre analyse montre par conséquent que l'offre trouvée par les optimiseurs en ville est inférieure à celle d'autres communes, en particulier celle de l'agglomération interne. Et cela rend l'agglomération prétendument impopulaire relativement attrayante.



### Durée d'habitation selon le type de commune

Quantile à 75% en années

Exemple de lecture : «25% des habitants des communes urbaines y vivent depuis plus de 30 ans»



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

### Qui habite dans ma maison?

Les considérations ci-dessus permettent aux propriétaires ou promoteurs d'un bien immobilier de tirer des conclusions pertinentes sur le plan commercial. Le propriétaire doit se demander si son bien attire des «déménageurs contraints» ou des «optimiseurs». S'il privilégie des étrangers et des personnes venant d'autres régions, il connaîtra de fréquents changements de locataires, car

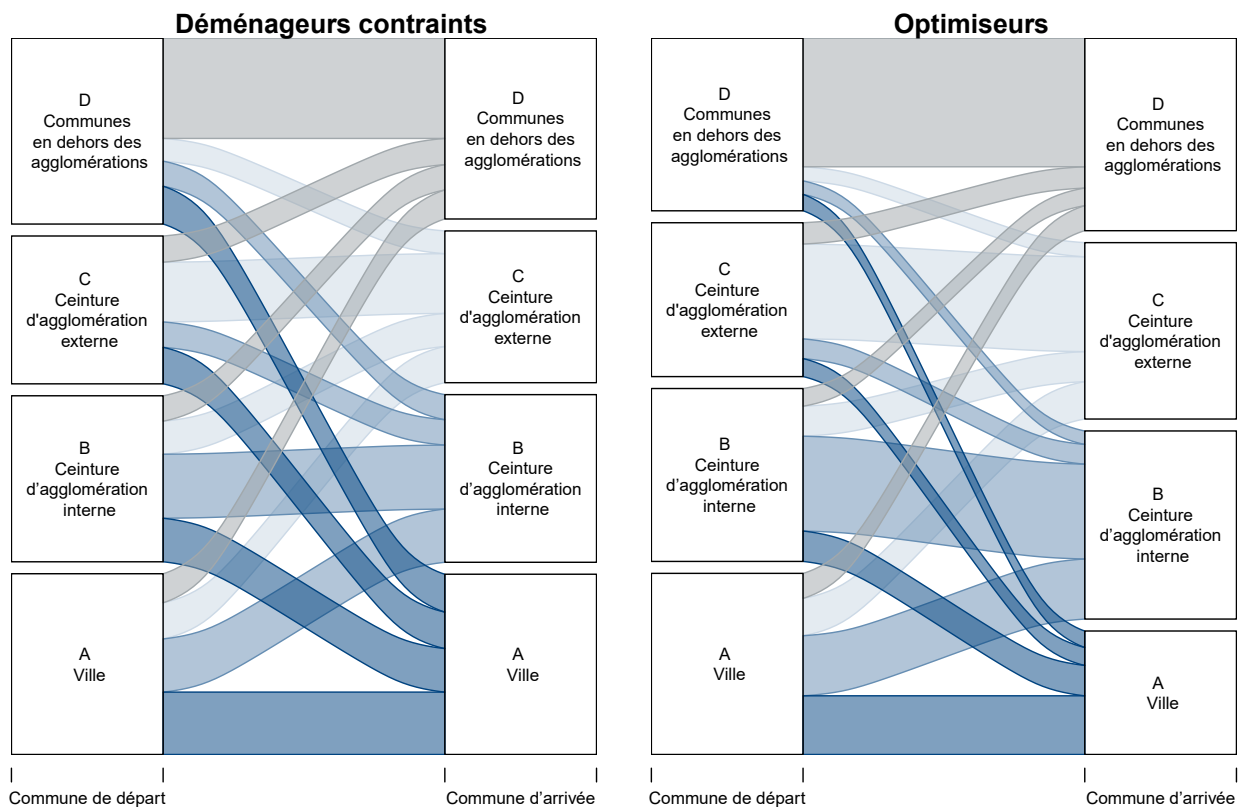
à un moment donné, même ses appartements en ville qui jusqu'à présent étaient assurés d'être loués seront menacés. C'est notamment le cas quand l'immigration continue de baisser et que les travaux de construction dans l'agglomération se poursuivent tout de même. Les propriétaires ne devraient donc pas se laisser éblouir par les potentiels loyers élevés envisageables dans les centres-villes. En effet, ils sont aussi élevés pour ces appartements peu attractifs en raison de la forte fluctuation et de la rareté de locataires existants et payants. Si la roue tourne et entraîne une offre excédentaire, le jeu des loyers du marché ira dans l'autre direction.

Dans le contexte actuel de prix élevés, la vente d'un bien immobilier à des investisseurs institutionnels souffrant d'une pénurie de placements ou individuellement en tant que propriété par étages est une option. Même la vente d'appartements actuellement en location pour en faire des unités de propriété par étage est envisageable. Il peut s'agir d'une alternative attrayante pour les optimiseurs qui souhaitent devenir propriétaires et qui n'ont pas encore trouvé d'offre en ville afin de réduire leurs frais de logement. C'est donc potentiellement une situation classique où chacun est gagnant, l'acheteur et le vendeur.

### Flux de déménagement: comparaison entre «déménageurs contraints» et «optimiseurs»

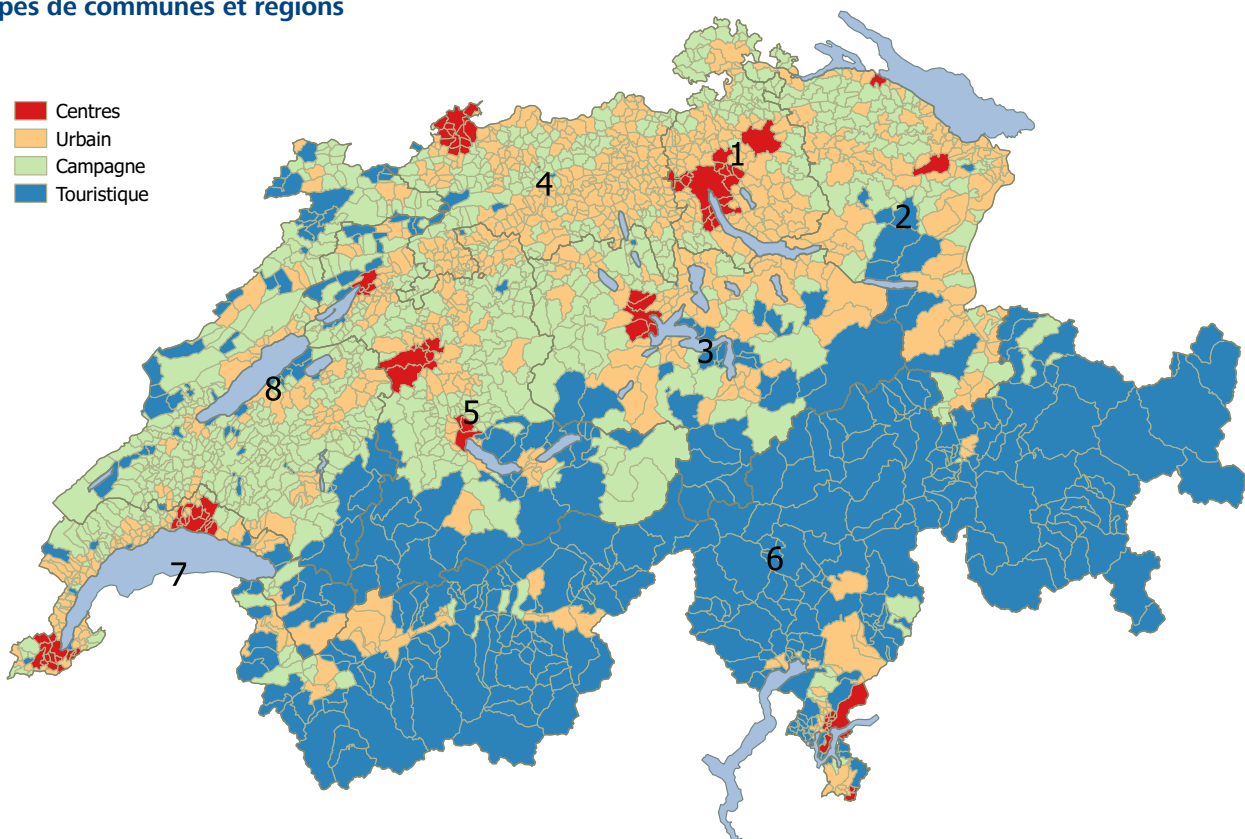
Mouvements de migration intercommunaux des ménages, selon le type de commune de départ et d'arrivée

La hauteur des encadrés et l'épaisseur des lignes de flux sont proportionnels au nombre de ménages qui déménagent.



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

## Types de communes et régions



## Taux de vacance (2017)

en %

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.6	0.9	2	1.9	1.8
1 Zurich	1.1	0.5	1.6	2	-
2 Suisse orientale	2.2	2.3	2.2	1.9	1.7
3 Suisse centrale	1.3	1.5	1.1	1.5	1.4
4 Nord-ouest	2	0.8	2.5	2	1.6
5 Berne	1.8	0.9	2.7	2.1	1.4
6 Suisse méridionale	2.1	2.6	2.4	2.1	1.9
7 Région du Léman	0.8	0.5	0.9	1.6	2.2
8 Suisse occidentale	1.7	-	1.7	1.8	1.6

## Permis de construire (2017)

en % du portefeuille des logements

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	0.8	0.6	1.0	1.1	0.4
1 Zurich	0.8	0.7	0.9	1.1	-
2 Suisse orientale	0.9	0.8	1.0	1.0	0.6
3 Suisse centrale	1.1	1.0	1.0	1.2	1.3
4 Nord-ouest	0.9	0.4	1.1	1.3	1.7
5 Berne	0.6	0.5	0.8	0.8	0.3
6 Suisse méridionale	0.7	0.9	1.4	1.7	0.3
7 Région du Léman	0.6	0.4	1.2	0.6	0.4
8 Suisse occidentale	1.0	-	1.0	1.2	0.6

## Population (2017)

Pop. résidente en perm., total et en %

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	8'482'152	29.5	49.7	14.0	6.9
1 Zurich	1'585'254	48.6	44.7	6.7	-
2 Suisse orientale	927'284	10.5	69.8	17.2	2.5
3 Suisse centrale	834'354	19.2	58.2	17.7	4.8
4 Nord-ouest	1'412'781	24.2	65.7	9.9	0.2
5 Berne	1'022'804	35.9	38.2	20.1	5.8
6 Suisse méridionale	815'289	12.8	38.1	5.4	43.6
7 Région du Léman	1'084'444	60.7	28.4	5.6	5.4
8 Suisse occidentale	799'942	-	54.1	40.1	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

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

### Abréviations employées

OFS	Office fédéral de la statistique	SIX	Swiss Exchange
AFD	Administration fédérale des douanes	BNS	Banque nationale suisse
APF Suisse	Association des propriétaires fonciers de Suisse	SRED	Swiss Real Estate Datapool
SSE	Société suisse des entrepreneurs	ASVPC	Association Suisse de Vente par Correspondance
SECO	Secrétariat d'Etat à l'économie		

**Ceci n'est pas une offre**

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

**Exclusion de responsabilité**

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

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

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