



Wordcloud : communes avec la plus petite part de résidences secondaires par rapport au parc de logements. Plus le nom de la commune est grand, plus la part de résidences secondaires est faible. Base de données : ARE, Raiffeisen Economic Research

Raiffeisen Economic Research

Immobilier Suisse – 4T20

On ne change rien

RAIFFEISEN

Editorial

On ne change rien	3
Aperçu du marché	4

Situation du marché

Conditions-cadre économiques	5
Marché hypothécaire	6
Placements immobiliers	7

Segments du marché

Locatif	9
Propriété	13
Surfaces de vente au détail	16

Gros plan

A qui appartiennent nos logements?	18
------------------------------------	----

Annexe	24
--------	----

Editeur

Raiffeisen Economic Research
Martin Neff, Chef économiste
The Circle 66
8058 Zürich-Flughafen

Auteurs

Michel Fleury
Alexander Koch
Francis Schwartz

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](#)

On ne change rien

Plus de six mois se sont écoulés depuis que le Covid-19 a frappé la Suisse, causant en un temps record des bouleversements économiques et sociétaux historiques. Bon gré, mal gré, nous avons tout doucement appris à vivre avec cette nouvelle réalité. Interdictions de rassemblement, télétravail et masques de protection – ce qui l’année dernière était encore impensable pour la plupart – fait aujourd’hui partie de notre quotidien. La deuxième vague qui se déroule actuellement nous montre clairement que le virus va encore nous accompagner pendant un certain temps. Malgré l’effondrement prononcé de nombreux pans de notre économie, le marché immobilier semble largement épargné. Les facteurs fondamentaux soutenant la demande, les aides temporaires étatiques massives ainsi que l’inertie du marché ont jusqu’à présent permis d’éviter la contamination de ce secteur. Tous les segments du marché suivent plus ou moins les tendances prises avant la crise. Même le renforcement des mesures d’endiguement ne devrait pas entraîner de correction importante. L’effondrement conjoncturel, le changement profond du monde du travail ou les nouvelles préférences lors de la recherche d’appartement n’affecteront que progressivement le marché immobilier: l’ajustement sera graduel.

Les vacances n’affectent pas le marché de la propriété

Le dernier dénombrement des logements vacants de l’Office fédéral de la Statistique vers le milieu de l’année indique sans surprise une nouvelle hausse des vacances en Suisse. La hausse plutôt faible du taux de vacance de 1,66% à 1,72% pourra étonner en raison des bouleversements liés à la pandémie, mais souligne la grande résilience à la crise dont fait preuve le marché immobilier dans cette situation exceptionnelle.

La ventilation des vacances entre les segments du marché montre qu’elles concernent toujours avant tout des logements locatifs. Avec 0,57%, le taux de vacance du segment de la propriété est nettement inférieur au taux tous segments confondus. La demande tirée par des conditions de financement extrêmement attractives et l’activité de construction en recul depuis des années sur le marché de la propriété peuvent expliquer cette faible valeur. Dans le contexte d’un environnement de taux bas persistant et d’un pipeline d’offre toujours faiblard, cette situation ne devrait pas changer de sitôt.

Déplacement des vacances vers l’ancien

Les choses se présentent différemment sur le marché locatif. En l’occurrence, le taux de vacance est passé de 2,63% à 2,76%, notamment grâce à une activité de construction toujours élevée mais en baisse. Ce qui est inquiétant est le fait qu’il progresse surtout dans les régions regorgeant déjà de biens vacants, ce qui a mis les loyers proposés sous pression. Les logements neufs ont ainsi pu gagner en attractivité face aux logements anciens sur lesquels la hausse des vacances s’est concentrée ces dernières années.

Outre l’évolution des logements vacants, nous nous penchons dans ce numéro sur la question de savoir à qui appartiennent réellement nos logements locatifs. Le résultat devrait en surprendre plus d’un: près de la moitié de tous les logements loués sont détenus par des particuliers. Il ne saurait donc être question d’une domination des sociétés immobilières ou des sociétés d’investissement. Dans la foulée du boom de la construction des dernières années, les rapports de propriété se sont cependant nettement déplacés en faveur des investisseurs institutionnels. Difficile de dire si cette évolution est une bonne chose. Du strict point de vue du risque, la professionnalisation croissante du marché, surtout face à la hausse des vacances, n’est certainement pas une mauvaise nouvelle. Les grands investisseurs conscients des risques devraient être nettement moins sensibles aux mutations du marché et aux crises.

Les surfaces de vente au détail peu touchées par la crise

Les dernières estimations concernant le degré d’affectation des secteurs dans la foulée du confinement en mars montre que ce sont les exploitants de surfaces de vente qui sont les plus fortement touchés par les fermetures obligatoires. Quoiqu’il en soit, quasiment aucun effet n’est actuellement perceptible sur le marché des surfaces de vente au détail. L’inertie du marché conditionnée par les longs contrats, délais de préavis et les durées de planification aura certainement empêché que l’on ressente immédiatement les effets de la crise. Par ailleurs, les mesures d’aide octroyées par la Confédération ont montré leur effet et pu éviter une vague de faillites jusqu’à présent. Les expériences de crises passées montrent toutefois qu’il faut attendre un certain temps avant d’en percevoir toute l’ampleur. Pour l’instant, les signes sur ce marché constituent plutôt un avis de tempête.

Nous vous souhaitons une agréable lecture !

Demande

→ Population

Pour l'instant, la crise du coronavirus n'a pas entraîné d'effondrement de l'immigration en Suisse. Le taux d'immigration est quasiment inchangé tandis que le taux d'émigration a baissé. Le taux migratoire effectif devrait cette année demeurer sous le seuil de 40 000. Au vu des perspectives d'emploi moroses, à court terme, l'immigration ne devrait pas fournir d'impulsions supplémentaires.

↘ PIB

L'économie mondiale s'est quelque peu remise après l'effondrement au deuxième trimestre, soutenue par des plans de relance massifs. Or, cette reprise s'essouffle à présent de nouveau. La deuxième vague et les restrictions qu'elle impose plombent également l'activité en Suisse. Les risques conjoncturels ont augmenté.

↘ Revenus

Le chômage partiel a limité la hausse du chômage en Suisse. Le nombre de chômeurs partiels a de nouveau baissé depuis la fin du confinement. Les prestations à temps partiel sont en partie arrivées à terme. Comme de nombreuses sociétés souffrent toujours d'une baisse de leur activité, elles n'auront désormais d'autre choix que de supprimer définitivement des emplois. Les revenus agrégés seront par conséquent sous pression.

→ Environnement de financement

Comme les taux courts devraient rester bas pendant de longues années encore, les conditions pour les hypothèques fixes demeurent également proches de leurs plus bas historiques. Les différences de taux entre les différentes échéances ne sont plus que minimales. Malgré la crise, le volume hypothécaire continue de croître et les critères d'octroi d'hypothèques n'ont pas significativement changé.

→ Placements

Tandis que les répercussions du Covid-19 sur des placements à haute teneur en logements étaient limitées, ceux à usage principalement commercial affichent toujours des résultats négatifs, certains de manière très prononcées. Les mesures d'endiguement contre la deuxième vague auront avant tout des effets sur les placements portant sur des biens à usage commercial.

Offre

↘ Activité de construction

Dans le secteur de la construction de logements, les développeurs continuent de ralentir leur activité. Le nombre de nouvelles demandes pour des biens à usage personnel et des logements locatifs s'inscrit à la baisse.

↗ Vacances

Les derniers chiffres des logements vacants montrent la progression continue des vacances. Les logements locatifs sont les principaux concernés. Le rythme va toutefois ralentir car moins de nouveaux biens vont arriver sur le marché et l'effondrement redouté de l'immigration n'a pas eu lieu.

Perspectives de prix

→ Propriété

Pour l'instant, il y a encore peu de traces du Covid-19 sur le marché de la propriété. Les conditions de financement attrayantes ainsi que le pipeline d'offre peu fournie continueront à protéger les prix contre toute chute à l'avenir.

↘ Loyers

Comme les vacances continuent de progresser, les nouveaux loyers restent sous pression. Les régions les plus fortement touchées sont celles présentant des vacances élevées. Les loyers des logements existants sont progressivement mis sous pression par la concurrence de nouvelles constructions moins chères.

CONDITIONS-CADRE ECONOMIQUES

Après le déconfinement, l'économie suisse a dans un premier temps connu une forte reprise. Or, elle s'essouffle déjà, avec la perspective d'une vague de licenciements plus forte. Toutefois, dans la foulée de la crise, malgré un court passage à vide, l'immigration ne s'est pas effondrée.

Après le confinement et l'effondrement inédit qu'il a entraîné, l'économie s'est de nouveau bien rétablie au troisième trimestre. Les mesures de relance massives ont notamment favorisé un rattrapage dans le commerce de détail, où les ventes ont été temporairement, dans certains cas, complètement absentes, comme le montre le graphique avec les données de mobilité Google.

Cette reprise s'est toutefois rapidement essouffée. Et de nouvelles restrictions importantes dues à la deuxième vague d'infections entraîneront à nouveau des pertes de chiffres d'affaires dans le secteur des services. Cela vaut en particulier pour l'hôtellerie et d'autres prestations de services à la personne. En raison de la récession mondiale, la demande est nettement inférieure au niveau d'avant la crise dans l'industrie aussi. Le risque d'un revers pour la reprise conjoncturelle à la fin de l'année a donc nettement augmenté.

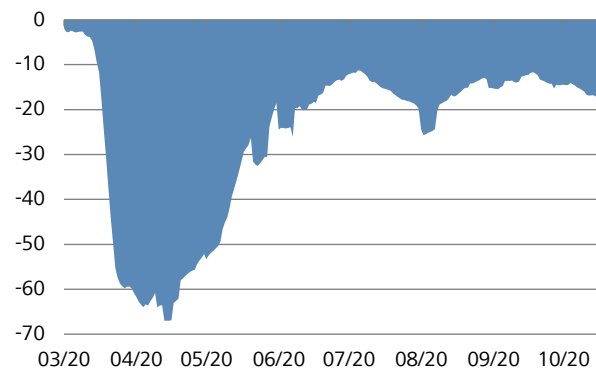
Le recours massif au chômage partiel a pour l'instant fortement limité la hausse des chiffres officiels du chômage en Suisse. Le nombre de chômeurs partiels a de nouveau fortement reculé depuis la fin du confinement. Le niveau du «chômage caché» demeure toutefois élevé. Avec l'expiration partielle des prestations en cas de réduction de l'horaire de travail temporairement accrues et le vent contraire qui souffle à nouveau sur l'économie, de nombreuses entreprises devraient quand même ressentir plus fortement la nécessité de la réduction permanente des effectifs.

Solde migratoire malgré la crise

La crise du coronavirus et les restrictions à l'entrée aux frontières qui y sont associées n'ont pas provoqué d'effondrement de l'immigration. Malgré un passage à vide au printemps, jusqu'en août quasiment autant de personnes ont immigré que l'année dernière. En même temps, l'émigration a nettement chuté. En l'état actuel, le solde migratoire effectif devrait rester relativement stable à plus de 40'000.

Défaillances liées au coronavirus

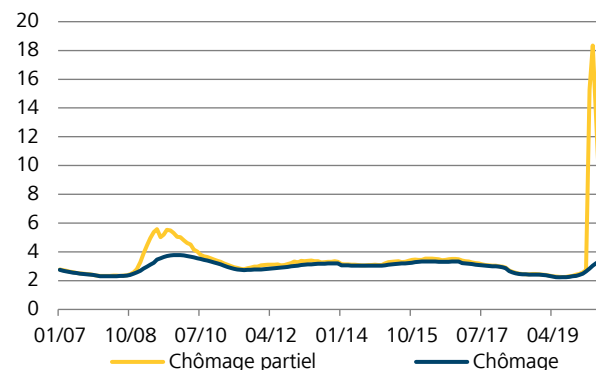
Données de mobilité Google du commerce de détail suisse & postes de travail, en comparaison avec la situation avant la crise, en %



Source: Google, Raiffeisen Economic Research

Marché du travail

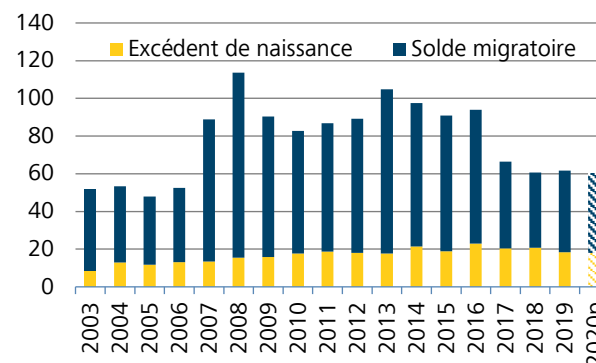
Taux de chômage suisse en %, corrigé des variations saisonnières



Source: SECO, Raiffeisen Economic Research

Evolution de la population

Croissance de la population permanente, en milliers



Source: OFS, SEM, Raiffeisen Economic Research

MARCHE HYPOTHECAIRE

Les banquiers centraux à travers le monde prévoient de maintenir les taux bas encore au moins quelques années. C'est aussi le cas de la Banque nationale suisse qui continue de miser sur des achats de devises pour maîtriser la pression sur le franc. Les taux hypothécaires continuent ainsi d'afficher des niveaux bas record, tant sur les taux longs que courts, sans majoration notable sur les échéances longues.

Après avoir réévalué sa stratégie monétaire pendant un an et demi, la Banque centrale américaine a finalement décidé de passer d'un objectif d'inflation à 2% au pilotage de l'inflation moyenne. Le but visé est que les taux demeurent inchangés jusqu'à obtention du plein-emploi et que l'inflation dépasse le seuil de 2% pendant un certain temps.

Traduit depuis la langue cryptique des banquiers centraux, cela signifie qu'à l'avenir on attendra nettement plus longtemps que lors de cycles antérieurs avant d'entamer une potentielle normalisation des taux. La majorité écrasante des banquiers centraux américains ne prévoit pas de changement de taux avant au moins fin 2023.

Cela s'applique d'autant plus pour la Banque centrale européenne, car l'inflation est tombée à un nouveau plus bas record dans la foulée de la crise du coronavirus. La BCE va, par conséquent, prolonger ses achats d'obligations au-delà du premier semestre 2021. En revanche, une nouvelle baisse des taux n'est pas envisagée, notamment car les effets secondaires négatifs sur la rentabilité des banques pourraient restreindre l'octroi de crédits.

La BNS n'envisage pas, elle non plus, de faire baisser les taux. Elle continue de privilégier les interventions «accrues» sur les marchés des devises pour contrer la pression à la hausse sur le franc. Au premier semestre 2020, elle a de nouveau frappé fort et acheté pour CHF 90 mia de devises.

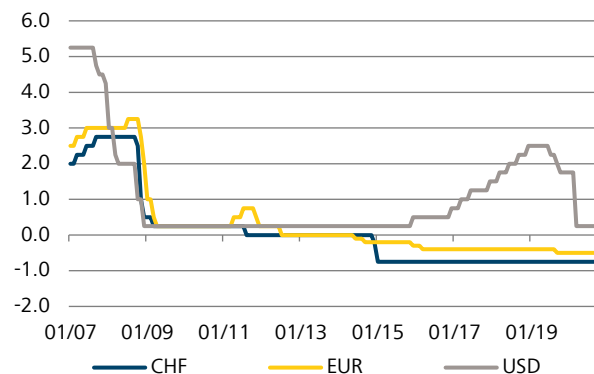
Les taux les plus bas maintiennent la demande hypothécaire à un niveau élevé

Avec la perspective de plusieurs années de taux courts inchangés, les conditions pour les hypothèques fixes à long terme restent proches des plus bas record. Il n'y a plus qu'une différence de taux minime entre une hypothèque SARON et une hypothèque à taux fixe sur 10 ans.

Les conditions hypothécaires très attractives ont largement contribué à stabiliser la demande de crédit dans la foulée de la crise du coronavirus. La croissance hypothécaire ne s'est que modérément affaiblie à 2,9% jusqu'au troisième trimestre par rapport à l'année précédente.

Taux des banques centrales

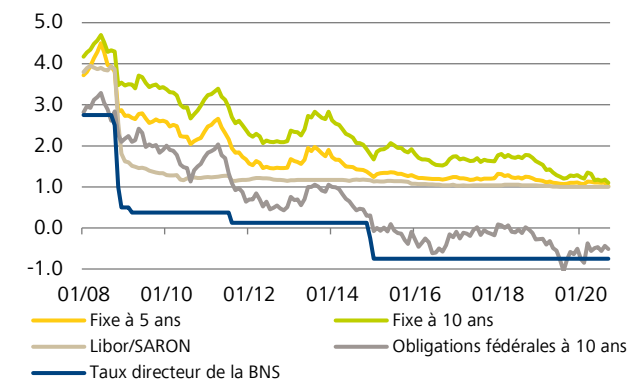
Taux directeurs des banques centrales, en %



Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Taux hypothécaires

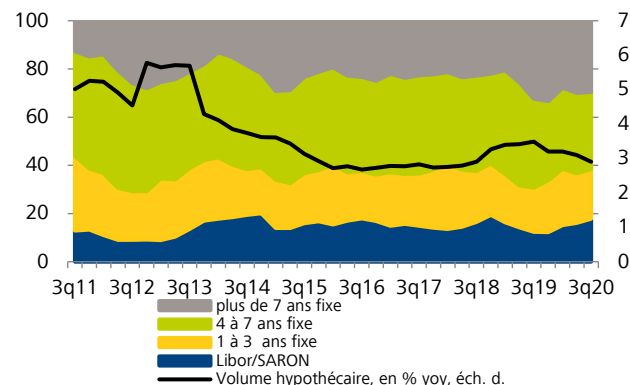
Taux pour les nouveaux contrats, valeur médiane, en %



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

Croissance hypothécaire et structure tarifaire des échéances

Structure des échéances de nouvelles hypothèques Raiffeisen, en %



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

PLACEMENTS IMMOBILIERS

Qui investit dans l'immobilier accède à deux sources de rendements: des revenus locatifs constants d'une part et la hausse des prix de l'immobilier d'autre part. Ces 30 dernières années, ce ne sont que ces premiers qui ont versé à flots. En revanche, les retours sur valeur étaient très volatils et n'ont apporté à long terme qu'une contribution minimale aux rendements globaux. Cette source de rendements risque-t-elle de se tarir après 20 années fastes en comparaison historique ou la politique des taux d'intérêts bas va-t-elle apporter de nouvelles plus-values?

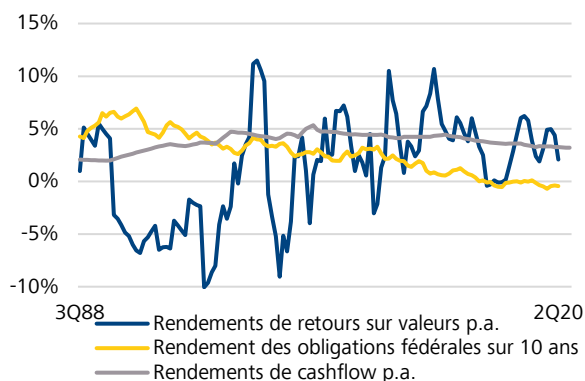
Les années 90 du siècle passé sont souvent considérées comme la «décennie perdue» dans le secteur immobilier. Durant la crise immobilière, les prix de l'immobilier de placement se sont effondrés de plus d'un tiers en moins de 10 ans. Ce n'est qu'au début du nouveau millénaire que l'immobilier a entamé une course effrénée de rattrapage, puis de dépassement. Depuis leur plus bas, les prix de l'immobilier de placement ont presque doublé. Depuis 1990, la hausse nette s'élève donc à 25%. Ceci correspond à un retour sur valeur annuel de 0,8%. Globalement, sur cette période, les investissements directs dans l'immobilier de placement ont généré des rendements globaux de 4,8%. Avec 4%, les rendements des revenus locatifs ordinaires, ou «rendements de cash flow» sont donc cinq fois supérieurs aux retours sur valeurs.

Retours sur valeurs peu fiables

Face à l'évolution très stable dans le temps des rendements de cashflow, les retours sur valeurs étaient extrêmement volatils. Ces 30 dernières années, les rendements de cashflow étaient non seulement plus élevés, mais ils ont aussi contribué à stabiliser le rendement total.

Composants de rendements de l'immobilier

Rendement de cashflow et retours sur valeurs de placements directs en immobiliers



Source: BNS, CIFI, Raiffeisen Economic Research

Qu'apportera la prochaine décennie?

Après cette rétrospective se pose naturellement la question de l'avenir: les prix de l'immobilier peuvent

Ils encore poursuivre leur inéluctable hausse? Ou risque-t-on une nouvelle décennie perdue suite à la flambée des prix de l'immobilier?

Comparaison historique des composants du rendement

Total Return, rendements de cashflow et retours sur valeur de placements directs en immobilier, annualisés, rendements moyens d'obligations fédérales

	Total Return	Rendements de cashflow	Retours sur valeur	Rendements obligations fédérales sur 10 ans
depuis 1990	4.8%	4.0%	0.8%	2.7%
1990-2000	0.0%	3.5%	-3.5%	4.8%
2000-2010	6.7%	4.5%	2.2%	2.8%
2010-2020	7.6%	3.8%	3.7%	0.4%

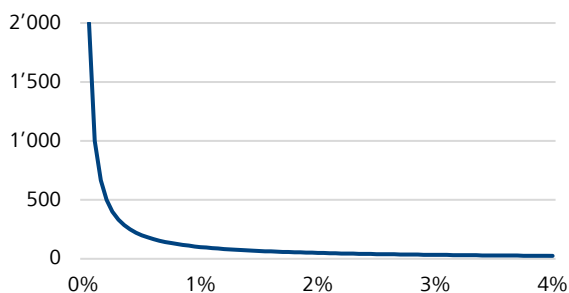
Source: BNS, CIFI, Raiffeisen Economic Research

Les taux bas comme moteur des prix

La baisse des taux est considérée comme le principal moteur de la hausse des prix immobiliers des deux dernières décennies. Face à la baisse constante de l'attractivité des placements à taux fixes, les investisseurs sont passés du marché des capitaux à celui de l'immobilier, provoquant une envolée des prix immobiliers. L'augmentation des prix dans un contexte de taux bas suit la logique de l'évaluation des flux de trésorerie futurs, ce que sont les loyers récurrents. En effet, la question de savoir combien on serait prêt à payer aujourd'hui pour une rente annuelle infinie et sûre d'un franc dépend du taux d'intérêt en vigueur. Si les taux sont élevés, un investisseur préférera garder son argent sur son compte d'épargne pour profiter des généreux versements. Si les taux sont bas, il sera prêt à payer davantage pour une telle rente. Ce rapport est représenté sur la page suivante. La valeur actualisée d'une rente est précisément la valeur que recherche un investisseur pour optimiser son patrimoine, peu importe s'il obtient cette valeur actualisée aujourd'hui ou si la rente lui est versée à vie. Plus le taux tend vers zéro, plus vite cette valeur actualisée augmentera.

Valeur d'une rente en fonction du taux

Valeur actualisée d'une rente annuelle sûre à durée infinie d'un franc, en fonction du taux sans risques



Source: Raiffeisen Economic Research

Vers la hausse infinie des loyers avec les taux zéro?

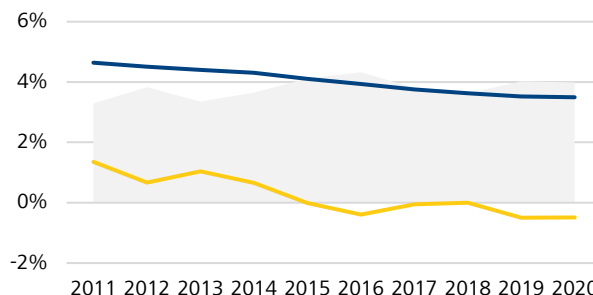
Comme un compte d'épargne ne génère factuellement plus d'intérêts, un modèle d'évaluation économique simpliste pourrait nous amener à supposer que les prix de l'immobilier continueront d'augmenter aussi longtemps que les taux baissent. Au lieu du taux d'intérêts sans risque, les flux de paiement des loyers dans le secteur immobilier sont évalués avec un taux d'escompte. Ces 10 dernières années, il a en moyenne certes baissé de pair avec le taux d'intérêts sans risques, mais est toutefois nettement supérieur à ce dernier et très éloigné du zéro qui justifierait le prix fantaisiste susmentionné.

Le taux n'est qu'un élément du taux d'escompte

De toute évidence, outre le taux sans risques, d'autres facteurs sont importants pour les évaluations immobilières. Les investissements dans l'immobilier comportent des risques pour lesquels les investisseurs sont dédommés financièrement. Globalement, les autres facteurs de risques ont peu changé ces dernières années. La chute du taux d'escompte peut effectivement s'expliquer presque entièrement par la baisse du taux d'intérêts sans risques. Dans le graphique à droite, outre le taux d'intérêts, d'autres facteurs sont représentés qui déterminent le taux d'escompte et par conséquent, la valeur d'un bien immobilier de placement. Afin que les prix de l'immobilier continuent de progresser à l'avenir, il faudrait du mouvement au niveau des facteurs d'influence. Car le potentiel de nouvelles baisses du taux sans risques sera certainement progressif. Un environnement avec des taux encore plus faibles est quasiment inenvisageable, car à partir d'un certain taux négatif, la thésaurisation d'argent liquide commence à être intéressante pour éviter des taux négatifs de plus en plus lourds. Que cette composante baisse encore de plus de quelques points de base est donc difficile à imaginer.

Baisse en parallèle des taux d'escompte et des intérêts

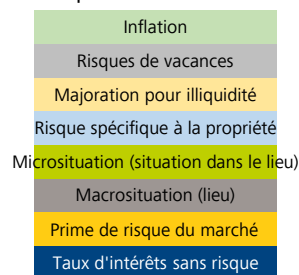
Taux d'escompte pondéré du marché de tous les fonds immobiliers suisses cotés



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

Composants du taux d'escompte

Répartition des composants du taux d'escompte



Source: CUREM, Raiffeisen Economic Research

Espérer des hausses de valeurs revient à spéculer

Il est en revanche très incertain de savoir dans quelle direction se déplace la somme des autres facteurs d'influence sur le taux d'escompte: tandis que la composante «Risque de vacances» devrait augmenter dans un contexte d'activité de construction toujours intense et de hausse modérée de l'immigration, la majoration pour illiquidité devrait baisser en raison de la numérisation croissante et de la bonne négociabilité des biens immobiliers. La prime de risque du marché, qui mesure l'indemnisation de la prise de risque entrepreneurial général, pourrait baisser en raison de l'aggravation de pénurie d'alternatives de placements. Or, ce facteur est extrêmement difficile à prédire et celui qui mise là-dessus peut investir dans des actions qui rémunèrent plus généreusement le risque. De fait, les prévisions de tous ces facteurs demeurent toujours à forte teneur spéculative et par conséquent les hausses de valeurs escomptées aussi. Pour cette raison, les investisseurs immobiliers «sérieux» se basent toujours exclusivement sur la fiabilité des rendements de cashflow.

LOGEMENTS LOCATIFS

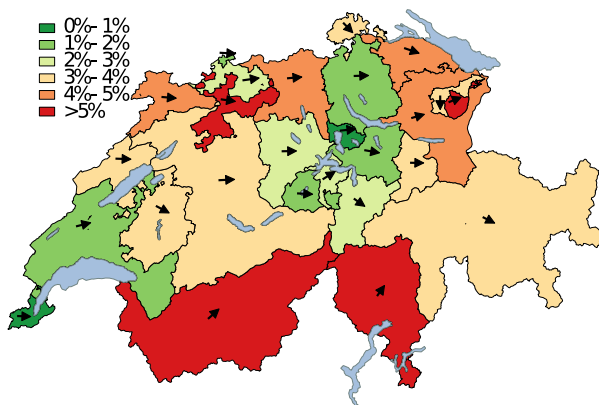
Année après année, il y a toujours plus de logements locatifs vacants. Il convient toutefois de noter que pour la première fois, le taux de vacance des logements locatifs neufs était en léger repli. Or, ils sont comparativement chers mesurés à l'ensemble du parc. Dans la foulée de cette baisse, l'avantage de prix de l'ancien n'a plus progressé, tandis que la qualité du neuf séduit. Cela explique certainement en partie que le parc soit plus fortement touché par les vacances.

En 2020, le taux de vacance s'est encore creusé, poursuivant la tendance des dix dernières années. Passant de 1,66% à 1,72%, la hausse des vacances était quasiment identique à l'année précédente (+ 0,04 point de pour cent). Toutefois cela représente un net ralentissement par rapport aux années avant 2019 et s'explique par l'étranglement du pipeline de construction.

La hausse des vacances était de nouveau exclusivement tirée par la multiplication des logements locatifs vacants. Le taux de vacance déjà très faible des biens en propriété a encore baissé. Pour différencier les deux marchés, nous calculons un strict taux de vacance pour les logements locatifs. En ne considérant qu'eux, le taux de vacance pour la Suisse s'élevait à 2,76% par rapport à 2,63% l'année précédente.

Taux de vacance logements locatifs

Les flèches indiquent la direction et l'intensité de l'évolution des vacances par rapport à l'année précédente



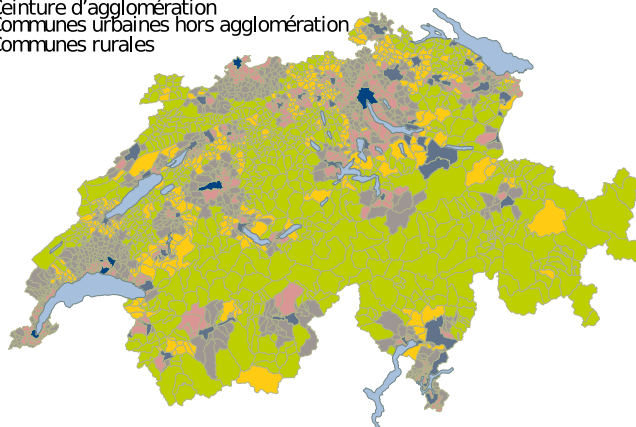
Encore plus de vacances dans le Valais et le Tessin

Les vacances affichent une répartition extrêmement hétérogène à travers la Suisse. Tandis que très peu de logements sont vacants dans les cantons avec les grands centres économiques et en Suisse centrale avec sa fiscalité avantageuse, le taux de vacance dans les autres cantons est dans certains cas nettement supérieur à la moyenne suisse. Le canton de Soleure, tou-

jours en tête avec un taux de 6,5% de logements locatifs vacants, suivi du Valais (6,3%), du Tessin (5,4%) et du canton d'Appenzell-Rhodes intérieures (5,3%). Tandis que la situation s'est du moins légèrement détendue dans le canton de Soleure, dans les trois autres cantons du peloton de tête, elle s'est encore aggravée. Dans la plupart des autres cantons, la tendance était à une évolution latérale.

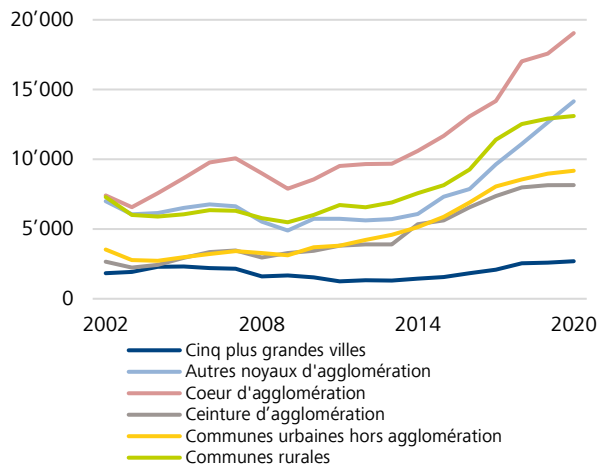
Typisation des communes suisses

- Cinq plus grandes villes
- Autres cœurs d'agglomérations
- Noyau d'agglomération
- Ceinture d'agglomération
- Communes urbaines hors agglomération
- Communes rurales



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Nombre de logements locatifs vacants



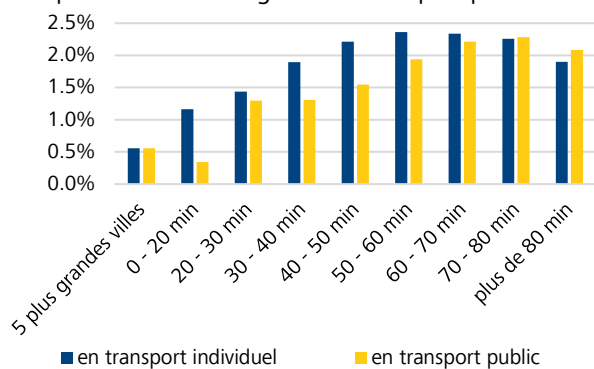
Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Où il y en déjà beaucoup, il y en aura encore plus

Tandis que les grands centres suisses (Zurich, Berne, Bâle, Lausanne et Genève) ne sont quasiment pas touchés par les vacances depuis deux décennies, le tableau est tout autre dans les autres grands noyaux d'agglomération suisses. Dans ces «villes B» le nombre de logements vacants a quasiment été multiplié par 2,5 en dix ans avec une tendance fortement haussière. Il en va de même pour les agglomérations intérieures des villes, ou cœurs d'agglomération. On y construit toujours plus que ce qui peut être absorbé. En revanche, la dynamique des vacances s'est affaiblie ces deux dernières années dans les plus petites villes en dehors des agglomérations, les communes rurales ainsi que les ceintures d'agglomération extérieures. Surtout dans ces dernières, l'industrie de la construction a nettement réduit son activité.

Taux de vacance et desserte des transports

Les taux de vacance dans les communes selon la durée de déplacement vers la grande ville la plus proche



Source: OFS, ARE, Raiffeisen Economic Research

L'atout d'une bonne desserte

Plus un des cinq grands centres est accessible rapidement depuis une commune, plus faible sera en moyenne le taux de vacance dans celle-ci. Dans les communes situées à 20 minutes en voiture de Zurich, Berne, Bâle, Lausanne ou Genève, le taux de vacance s'élève en moyenne à près de 1,2%. Dans les communes éloignées de plus d'une heure du prochain centre, ce taux est le double.

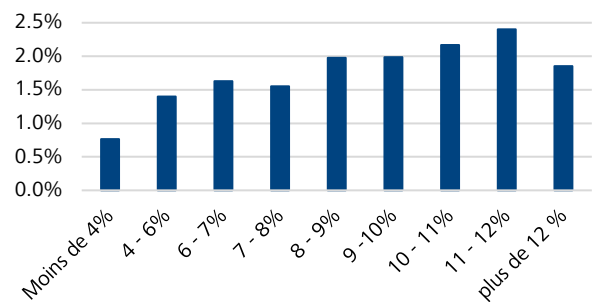
Le taux de vacance augmente avec la charge fiscale

Outre l'accessibilité de la commune, la charge fiscale influe également sur le taux de vacance: celui des communes à faible fiscalité tend à être inférieur à celui des communes aux impôts élevés. Les deux facteurs, accessibilité et fiscalité affichent une importance capitale dans les modèles qui expliquent le risque de vacances et sont propices à une évaluation différenciée des risques de va-

cances par commune. Toutefois, il y a de grandes différences entre les communes. Mais comme de nombreux autres facteurs jouent également, certaines communes à faible fiscalité ou bien desservies présentent tout de même un taux de vacance élevé.

Taux de vacance et imposition

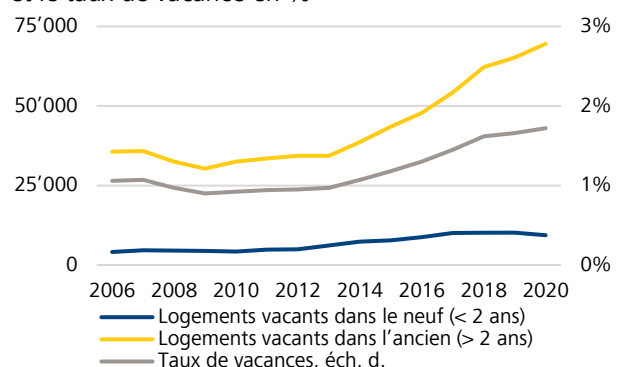
Taux de vacance dans des communes selon l'imposition en % du revenu brut



Source: OFS, ESTV, Raiffeisen Economic Research

Vacances dans l'ancien et le neuf

Nombre de logements vacants selon l'âge du bâtiment et le taux de vacance en %



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Développeurs déconnectés du marché ?

Dans le contexte des vacances accrues, on reproche souvent aux développeurs et constructeurs de construire sans tenir compte des besoins du marché. Si cette critique était encore en partie pertinente avant 2017, il faut à présent la relativiser. Le nombre de constructions neuves vacantes a presque doublé entre 2006 et 2016. Pendant cette période, le nombre d'appartements vacants âgés de plus de deux ans a augmenté de près d'un tiers. Depuis, le vent a tourné. Alors que les nouveaux logements sont désormais de nouveau un peu mieux absorbés par le marché, les plus anciens ont plus de difficultés à trouver des locataires. De 2017 à 2019, le taux de vacance se situait constamment légèrement au-dessus de 10 000. En 2020, il est de nouveau descendu sous ce seuil. Et pourtant, près de 9 300 nouveaux logements étaient vides. Le nombre de logements de plus de deux ans vacants

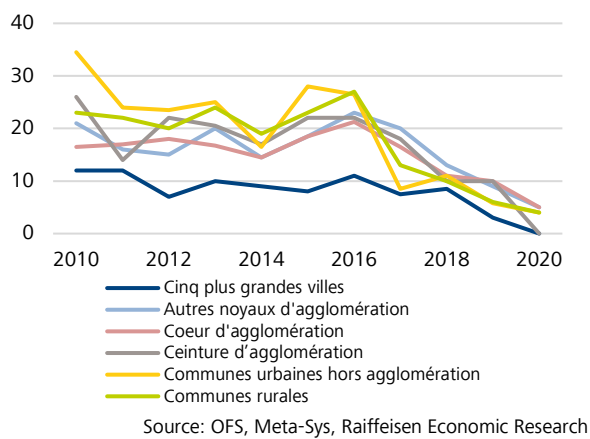
en 2016 a augmenté de près de 50% et en 2020, les vacances dans «l'ancien» se sont encore accentuées.

L'ancien délaissé

Dans la lutte concurrentielle avec le neuf, dont les caractéristiques correspondent davantage aux besoins actuels des locataires, les logements anciens sont de plus en plus délaissés. Face à la baisse des loyers du neuf à bien des endroits, il est possible d'avoir un logement moderne au lieu d'un domicile obsolète pour une majoration justifiée. Désormais, la question du choix entre «ancien ou neuf?» ne se pose pas seulement pour les nouveaux arrivants. Même les occupants de longue date s'interrogent s'ils ne devraient pas déménager pour du neuf au sein de leur commune afin d'optimiser leur cadre de vie. Le coronavirus pourrait ici aussi jouer un rôle de catalyseur.

Durée de commercialisation de l'ancien et du neuf

Différence de la durée de commercialisation moyenne entre logements neufs et anciens, en jours



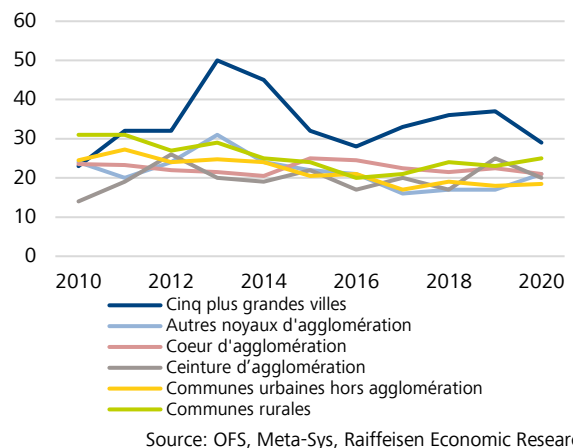
L'ancien de plus en plus acculé par le neuf

Dans un marché «normal», les logements neufs mettent en règle générale bien plus longtemps que les anciens avant de trouver preneur. Il y a plusieurs raisons à cela. Premièrement, à la construction d'un nouvel édifice, plusieurs appartements identiques ou similaires arrivent d'un seul coup sur le marché et il peut s'écouler un certain temps avant qu'un locataire adapté soit trouvé pour chacun. Deuxièmement, les bailleurs de logements neufs sont nettement plus libres pour fixer les loyers. Ainsi, en période de hausse des loyers, ils sont plus élevés dans le neuf que dans les logements anciens, lesquels sont plus encadrés par le droit de bail. Ces dernières années, les conditions de marché avec un taux de vacance élevé et la baisse des loyers du neuf ont toutefois nettement réduit les écarts

dans la durée de commercialisation du neuf et de l'ancien. Un nombre croissant de logements anciens reste désormais sur la touche car leur rapport prestation-prix n'est plus concurrentiel.

Différences de loyers entre le neuf et l'ancien

Différence du loyer moyen au mètre carré par an, entre les logements neufs et anciens, en CHF



Source: OFS, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Ce n'est pas le prix de l'offre qui fait la différence

Il est intéressant de noter qu'il n'y a quasiment eu aucune évolution de l'écart de loyers entre l'ancien et le neuf – si l'on exclut les villes – par rapport à l'année dernière. Dans la plupart des régions, la différence de loyer par mètre carré était constante ces dernières années. Le degré d'attractivité relatif du neuf s'expliquerait donc avant tout par la satisfaction des attentes des locataires et moins par des remises de prix.

Logement neuf, abonnement Netflix inclus

Dans certains cas, la signature du bail était due à des mois gratuits, un parking gratuit ou d'autres avantages. La concurrence stimule la créativité et les agents immobiliers redoublent d'ingéniosité pour des prestations supplémentaires (abonnements Netflix, iPads ou bons d'achat chez Migros). Ces méthodes ont effectivement pu inciter l'un ou l'autre locataire à opter pour un logement neuf et accélérer le processus de location.

Il est urgent de revoir le parc

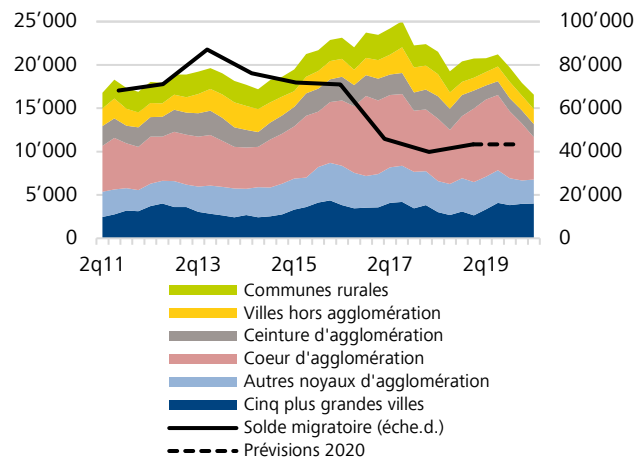
Les propriétaires de logements anciens doivent réagir à cette concurrence accrue exercée par le neuf sur l'ancien. Pour attirer de nouveaux locataires, ils ont deux options: baisser le loyer ou accroître la qualité du logement par des travaux d'assainissement ou de rénovation. Selon le bien, telle ou telle stratégie sera payante et engendrera des frais, quel que soit le scénario.

Jeu à somme nul

Il est clair que le taux de vacance élevé qui règne sur le marché ne pourra globalement pas être réduit par la concurrence d'éviction qui fait rage entre l'ancien et le neuf. Pour ce faire, il faudrait une plus forte baisse de l'activité et/ou une hausse de l'immigration nette, respectivement la création de nouveaux ménages.

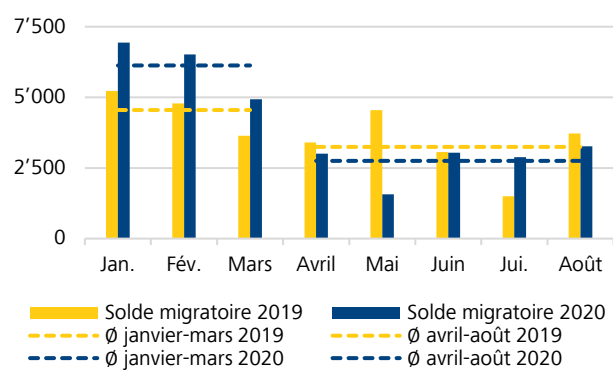
Permis de construire des logements locatifs

Nombre de logements locatifs selon les nouveaux permis de construire (somme sur 4 trimestres) et solde migratoire annuel



Solde migratoire

Solde migratoire mensuel ou population étrangère permanente



L'impulsion d'immigration sera plus faible

Depuis plusieurs trimestres, le nombre de nouveaux logements locatifs planifiés est certes clairement orienté à la baisse, mais conjointement aux propriétés à usage personnel projetées, il existe toujours un grand nombre d'unités résidentielles dans le pipeline de pro-

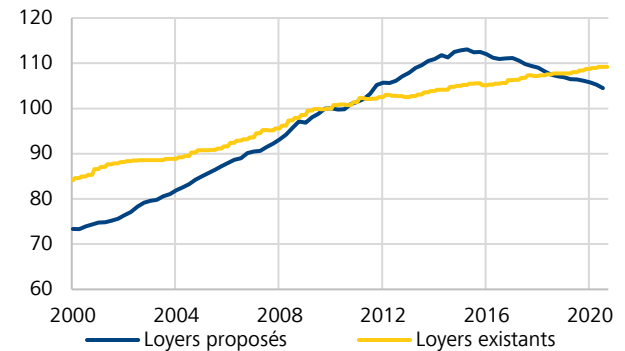
jets. Les scénarios pessimistes concernant les répercussions de la pandémie du coronavirus sur le solde migratoire ne se sont jusqu'à présent pas réalisés et même après la crise du coronavirus, l'immigration se situe tout juste sous le niveau de l'année précédente. Il est toutefois largement inférieur à celui des années après la crise financière et de l'euro. L'industrie de la construction n'a pas encore réduit son activité dans la même ampleur que le recul de l'immigration. Il ne saurait donc être question d'un cycle du porc comme le grand crash des années 90.

L'incertitude cimente le statu quo

Même la formation de nouveaux ménages ne devrait pas libérer de nouvelles impulsions de la demande. Dans des périodes d'incertitude, on tend à retarder les décisions ayant une grande portée financière.

Loyers proposés et loyers existants

indexé, 2010 = 100



Les loyers existants stagnent pour la première fois

Rien ne semble donc actuellement indiquer une réduction rapide des vacances. L'offre excédentaire de logements locatifs continuera éventuellement même d'augmenter, si l'activité de construction ne baisse pas davantage. Ce faisant, les nouveaux loyers demeurent sous pression. La tendance baissière des loyers proposés des cinq dernières années devrait donc se poursuivre. Ce n'est pas sans conséquences sur le parc immobilier, car pour la première fois depuis 2015, les loyers existants n'ont plus augmenté ce trimestre. Le renversement de tendance tant attendu pourrait donc enfin s'amorcer.

PROPRIETE

Le taux de vacance n'est un problème de fait que sur le marché locatif. Dans le segment de la propriété, il a même légèrement baissé depuis un faible niveau. Sur le plan régional, il existe toutefois certaines anomalies de biens qui ne trouvent pas preneurs et restent donc vacants. En attendant, même le troisième trimestre frappé par la pandémie du coronavirus n'a eu quasiment aucun effet sur le marché de la propriété à usage personnel. Le nombre de transactions est orienté à la hausse et le volume hypothécaire continue d'augmenter.

Alors qu'en Suisse, désormais 2,76% de tous les logements locatifs sont vacants, le taux de vacance dans le segment la propriété s'élève à tout juste 0,57%. Contrairement au marché de la location, où le taux est en hausse depuis des années, celui des logements à usage personnel a légèrement baissé de 0,01% pour se stabiliser.

Différences explicables

Le taux de vacance comparativement faible s'explique d'une part par le fait que, ces dernières années, de moins en moins de biens destinés à être occupés par leur propriétaire ont été construits (à la différence des logements en location), tandis qu'en même temps, la demande a augmenté en raison des conditions de financement attractives. D'autre part, en cas de difficultés de commercialisation, des réductions de prix propices à stimuler les ventes seront plus facilement accordées que dans le marché locatif. La raison: les normes comptables, qui sont souvent utilisées pour les logements locatifs. En cas d'octroi d'un loyer inférieur, il y aura des répercussions sur la valeur bilancielle lors de la prochaine évaluation. Il en résulte une correction de valeur douloureuse, car sur le plan comptable, on s'attendra à un loyer plus faible «ad vitam aeternam». Les vacances, quant à elles, peuvent être comptabilisées sans effet à long terme, via le compte de résultats.

Par ailleurs, dans une maison plurifamiliale où un appartement difficile à louer s'est libéré, la structure des loyers peut se déséquilibrer si une baisse de loyer est octroyée. Le voisin comprendra vite qu'à appartement identique, il paie bien plus et il exigera l'alignement de son loyer.

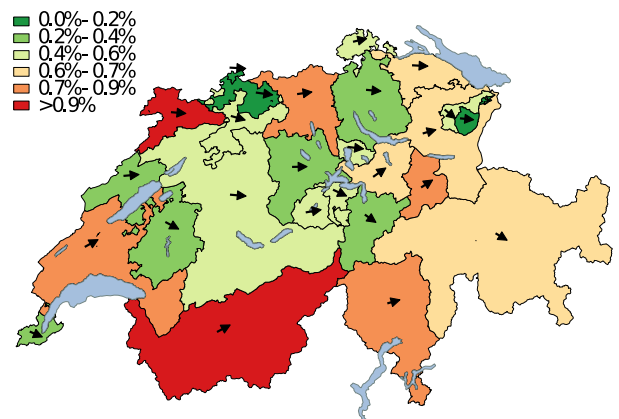
Vacances élevées dans le Valais et le Jura

Les faibles vacances dans le segment de la propriété sont une valeur moyenne à échelle nationale, car certaines régions présentent beaucoup plus de biens en propriété vacants. C'est ainsi que dans le Valais et dans le Jura, plus de 1% des MI et PPE sont vacants.

Mais même au Tessin, dans le canton de Vaud, en Argovie et dans le canton de Glaris, les vacances sont nettement supérieures à la moyenne. Seuls les deux Bâle et le canton d'Appenzell-Rhodes Intérieures ne présentent qu'un taux de vacance très faible. Il en va de même dans les cantons de Zurich et Genève, avec de grands centres urbains.

Taux de vacance cantonales de la propriété

Les taux de vacance des MI et les PPE et changement sur l'année précédente, les flèches indiquent la direction et l'intensité de l'évolution des vacances

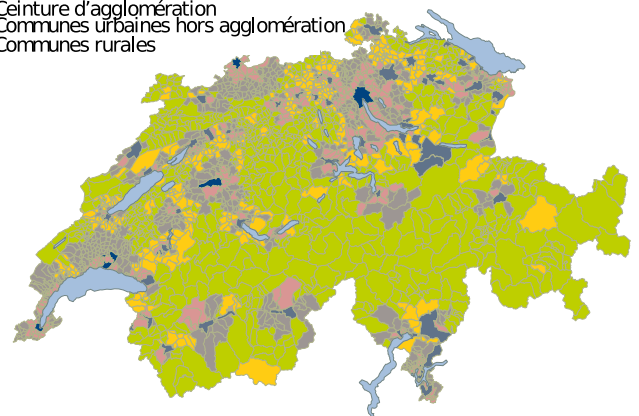


Source: OFS, ARE, Raiffeisen Economic Research

Centres suisses et leurs agglomérations

Typisation selon le caractère urbain

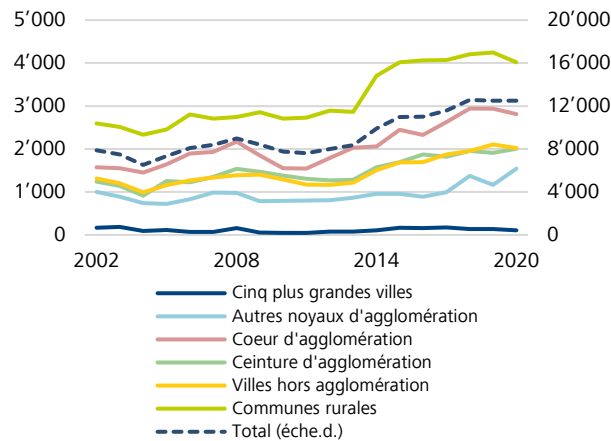
- Cinq plus grandes villes
- Autres cœurs d'agglomérations
- Noyau d'agglomération
- Ceinture d'agglomération
- Communes urbaines hors agglomération
- Communes rurales



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Vacances selon le type de commune

Nombre de MI et de PPE vacants selon le type de commune



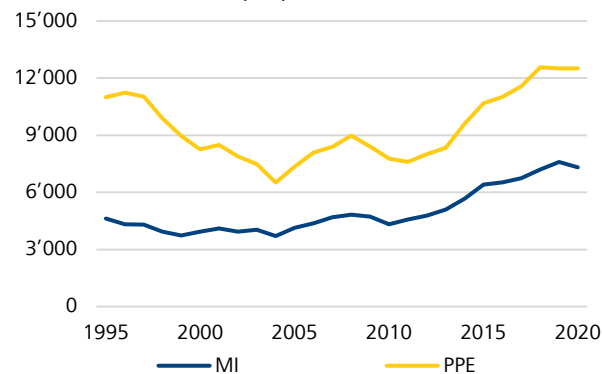
Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Plus de vacances à la campagne

Fondamentalement, il suffit de s'éloigner de la ville vers la périphérie pour trouver des propriétés vacantes. Dans les cinq plus grandes villes Zurich, Bâle, Berne, Lausanne et Genève, au 1^{er} juin 2020, 111 propriétés étaient vides. Les vacances dans le segment de la propriété ne sont pas à l'ordre du jour dans les villes. Un plus grand nombre de biens est vacant à la campagne où la situation s'est stabilisée après l'embellie de 2014-2015.

Vacances des MI et PPE

Nombre de biens en propriété vacants



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

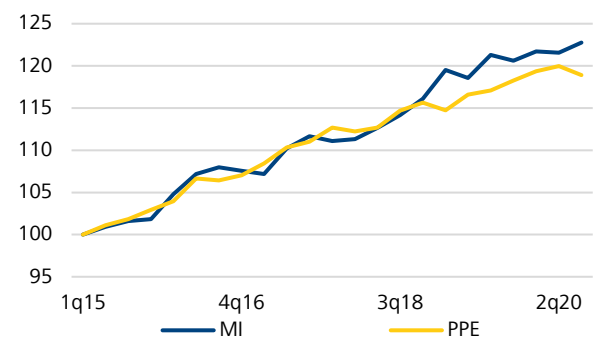
Au 1^{er} juin 2020, le nombre de maisons individuelles vacantes était légèrement inférieur à la situation l'année précédente. Il y avait pratiquement autant de PPE vacantes que l'année dernière.

Maisons plus chères, appartements plus abordables

L'évolution actuelle des prix du marché des propriétés à usage personnel est certainement plus aléatoire que causale. Au troisième trimestre 2020, les prix pour les petites maisons individuelles ont augmenté de près de 1%, tandis que ceux des propriétés par étages ont reculé de 0,9%. Ainsi, l'indice des prix des propriétés par étages de Raiffeisen a enregistré sa plus forte baisse depuis son lancement début 2015. Mais il serait certainement trop tôt d'en déduire une tendance pour les PPE. Grâce à l'environnement de financement toujours attractif et l'attractivité relative de la propriété par étages, par rapport aux appartements en location, les prix des PPE restent protégés contre une pression à la baisse. Ce qui est fort probable en revanche est que la légère baisse liée à une plus grande prudence chez les acheteurs due au Covid-19 peut s'expliquer par des perspectives d'avenir un peu plus sombres et leur désir de ne plus tester les limites de leurs capacités financières.

Evolution des prix de la propriété

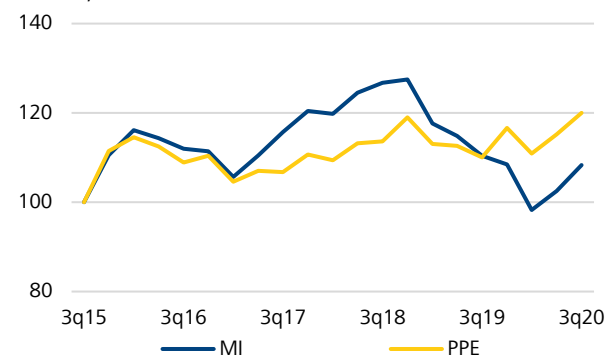
Indice des prix des transactions de Raiffeisen, 1t15 = 100



Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

Volume de transactions dans le segment de la propriété

Nombre de transactions sur le marché de la propriété, indexé, 3T15=100



Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

Les volumes de transactions augmentent ...

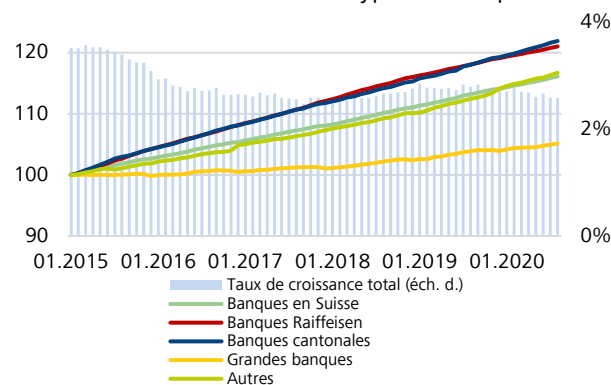
Les incertitudes évoluent toutefois dans une fourchette très étroite: il suffit de jeter un œil aux transferts de propriétés financés par des banques. Pour les maisons individuelles et même les propriétés par étages, le nombre de transactions est supérieur aux valeurs enregistrées avant la pandémie. Ceux qui veulent acheter le font toujours et ceux qui veulent vendre y parviennent à des prix similaires à la situation avant la pandémie.

...ainsi que les dettes hypothécaires privées

La même image se reflète également dans l'endettement hypothécaire croissant des ménages privés. La croissance du volume hypothécaire a certes un peu faibli depuis le début de l'année, mais avec plus de 2,5% par an, demeure toujours considérable. Les maisons individuelles et les appartements sont donc toujours demandés, achetés et aussi financés. Ceci atteste de la confiance inébranlable de tous les acteurs du marché. Aucun groupe bancaire n'a fortement freiné l'octroi d'hypothèques, sauf les banques Raiffeisen, dont la croissance est désormais légèrement inférieure à celle des banques cantonales et du marché.

Hypothèques aux ménages privés

Selon le groupe bancaire, indexé, janvier 2015 = 100, taux de croissance du volume hypothécaire privé



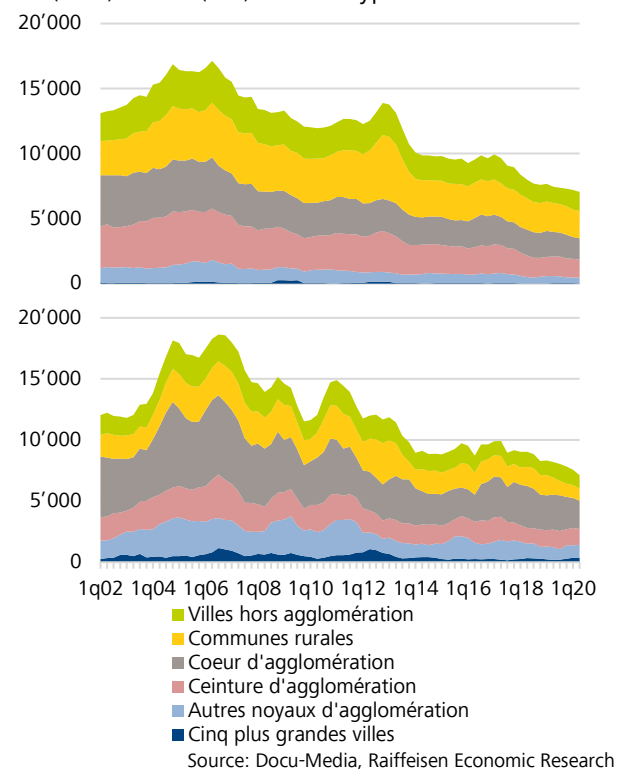
Pénurie de l'offre

La confiance qui règne chez de nombreux acteurs du marché est fondée. Car outre la demande toujours intacte, il faut désormais s'attendre à une pénurie de l'offre. Les développeurs de projet continuent de freiner les projets liés aux PPE et MI. Malgré des prix record, une demande intacte et la pénurie de l'offre, à l'avenir il y aura moins d'appartements et de maisons individuelles qui arriveront sur le marché. Or, cette situation paradoxale ne l'est qu'à première vue, car la

construction de nouvelles propriétés se trouve la plupart du temps en concurrence directe avec celle de logements locatifs. Comme les prix des biens de placement ont progressé encore plus fortement, la construction de logements locatifs est plus rentable sur une parcelle libre que celles de PPE ou de MI. Il n'est pas rare que les développeurs souhaitant construire des biens en propriété se fassent couper l'herbe sous les pieds par des investisseurs institutionnels lors de l'achat des rares terrains à bâtir. Face à l'actuelle pénurie de placements, ces derniers sont en effet disposés à payer des prix nettement plus élevés. Il faudra attendre la baisse des prix payés par les investisseurs institutionnels ou que les prix des biens en propriété augmentent pour que la construction de maisons à usage personnel soit de nouveau intéressante. Face à l'environnement de taux bas persistant, le premier scénario est peu probable. Les flux de capitaux vers le marché locatif se maintiennent, la rentabilité des placements immobiliers étant bien supérieure aux placements à taux fixe. Il ne reste donc que des prix de la propriété toujours en hausse. Les prix élevés pour les biens de placement exercent ainsi une pression supplémentaire à la hausse sur les prix de la propriété. Il devrait également être un facteur important pour l'«optimisme» des acteurs du marché.

Planification des propriétés à usage personnel

Nombre de demandes de permis pour MI (haut) et PPE (bas) selon le type de commune



SURFACES DE VENTE AU DETAIL

Alors qu'il est fortement et directement concerné par les mesures d'endiguement de la pandémie, le marché des surfaces de vente reste impassible. Outre l'inertie caractéristique du marché, les aides transitoires fournies par les pouvoirs publics pourraient expliquer cette stabilité. D'ailleurs, malgré l'effondrement historique de l'économie, le niveau des faillites est nettement inférieur à celui de l'année précédente.

Lorsque le confinement a été ordonné le 16 mars dernier par le Conseil fédéral, des regards inquiets se sont aussitôt tournés vers les branches économiques directement concernées. Ainsi, le marché des surfaces commerciales, d'habitude plutôt négligé par les médias, s'est soudain retrouvé sous les feux des projecteurs. Outre les inquiétudes autour de la santé de ce segment non négligeable du marché immobilier, la discussion tournait avant tout autour de la répartition entre locataires, bailleurs et pouvoirs publics des coûts de la fermeture ordonnée par l'État. Six mois se sont écoulés depuis la proclamation de la situation extraordinaire. Les bouleversements tant redoutés ne se sont jusqu'à présent pas produits et la question de la répartition des frais pendant le confinement n'est toujours pas définitivement réglée.

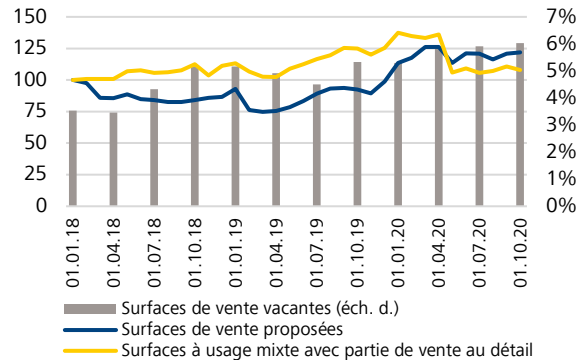
Les surfaces de vente fortement touchées

L'analyse structurelle réalisée dans le cadre du «Rapport relatif au monitoring des loyers commerciaux» par le Conseil fédéral révèle le degré d'affection de certains secteurs. Le commerce de détail est de loin le plus impacté financièrement par les mesures de restriction. Durant la phase de confinement la plus stricte (17 mars – 26 avril), plus de 27 000 baux étaient concernés. Il s'agirait de 58% de tous les loyers des surfaces de vente, soit un volume mensuel de loyers d'env. CHF 225 mio. Jusqu'à fin juillet, le volume des loyers directement concernés s'élevait au total à CHF 430 mio. D'autres secteurs qui ces dernières années ont repris d'anciennes surfaces de vente sont également touchés. Dans la gastronomie plus de 17 000 et chez les services à la personne plus de 30 000 baux étaient concernés par les fermetures, ce qui jusqu'à fin juillet représentait une valeur locative d'environ CHF 300 millions.

Il convient de noter que cette mesure ne concerne que les personnes directement touchées par les mesures de restriction. Ce sont justement les branches citées qui devraient compter un nombre élevé d'entreprises ayant subi une perte du chiffre d'affaires, en raison de l'absence de la fréquentation de clients et d'un changement des habitudes de consommation même après la levée des mesures les plus strictes.

Surfaces de vente vacantes

Surfaces de vente au détail proposées à la location (indexé) et taux de vacance (éch. d.)



Source: Meta-Sys, REIDA, Raiffeisen Economic Research

Évolution des loyers proposés des surfaces de vente

Indice de prix de vente pour les surfaces de vente au détail (indexé)



Source: Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

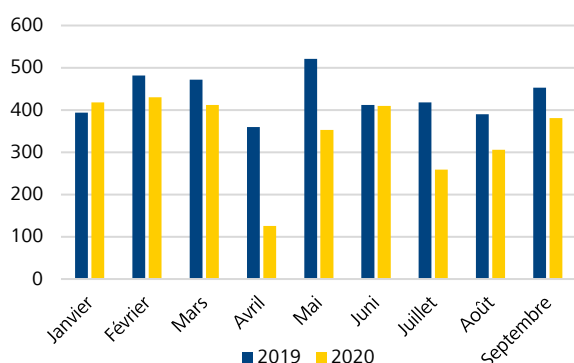
Toujours quasiment pas de mouvement au niveau des surfaces de vente au détail

Même si le marché des surfaces de vente au détail est très fortement touché par le Covid-19, il demeure jusqu'à présent très solide. Comme le montrent les deux graphiques sur cette page, jusqu'à présent il n'y a aucun effet indubitablement lié au coronavirus. Le taux de vacance suit la tendance des dernières années, sans accélération visible. Le nombre de surfaces proposées sur Internet a commencé à augmenter au cours des trimestres précédant l'arrivée du coronavirus et pendant la phase aiguë, l'évolution s'est plutôt stabilisée. Les loyers proposés semblent également immunisés contre le virus et évoluent toujours

au niveau auquel ils se sont stabilisés depuis leur recul au milieu des années 2010. L'explication potentielle de cette grande stabilité est l'inertie du marché des surfaces commerciales. Les durées de contrats et préavis très longs ainsi que les temps de projection rallongés en cas d'expansions ou de déménagements ont empêché toute réaction immédiate. L'autre effet stabilisant provient certainement des aides financières massives accordées par les pouvoirs publics sous forme d'indemnité pour chômage partiel et de crédits de transition.

Faillites en Suisse

Nombre de faillites en Suisse par mois, comparaison entre 2019 et 2020.



Source: Bisnode D&B, Raiffeisen Economic Research

Aucune augmentation des faillites pour l'instant

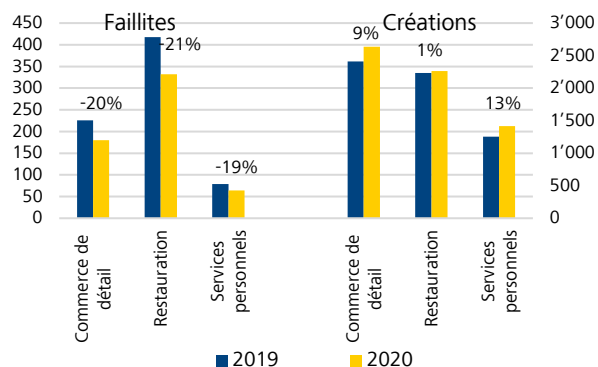
Comme le montre le graphique ci-dessus, malgré l'effondrement historique de l'économie cette année, la Suisse ne connaît pas une hausse perceptible des faillites de sociétés. Après le recul massif au plus haut du confinement au mois d'avril, elles ont certes de nouveau augmenté un peu, mais demeurent nettement inférieures au niveau de l'année dernière. Même dans les secteurs fortement touchés par les mesures d'endiguement, il y a eu nettement moins de faillites en comparaison annuelle. Grâce au soutien étatique apporté jusqu'à fin septembre dans le négoce de détail, la gastronomie et les services à la personne, le taux de défaillance était inférieur de 20% par rapport à 2019.

Ainsi, le marché des surfaces de vente n'a pas subi l'expansion soudaine et redoutée de l'offre par l'arrivée en masse de surfaces aux baux fraîchement résiliés. En même temps, on ne constate aucun recul des nouveaux projets. Tant à l'échelle de l'économie globale que dans les secteurs cités, et malgré la crise, le nombre de créations d'entreprises est en hausse jusqu'en septembre de

cette année par rapport à l'année dernière, ce qui devrait avoir contribué à la stabilité de la demande de surfaces de vente.

Faillites et créations selon les branches

Comparaison entre 2019 et 2020 (janvier – septembre) chez les repreneurs typiques des surfaces de vente



Source: Bisnode D&B, Raiffeisen Economic Research

Attendre la vague de faillites ?

La question décisive pour la suite de l'évolution sur le marché des surfaces de vente au détail consiste à savoir si la vague de faillites évitée jusqu'à présent dans les secteurs majeurs déferlera quand même. Les expériences de crises précédentes comme la grande récession de 2008/2009 ou le choc du franc en 2015 montrent qu'il peut s'écouler entre 12 à 18 mois avant le pic des faillites. Par ailleurs, il est avéré que les chiffres des faillites augmentent plutôt graduellement et ne s'abattent pas en vague sur la société. Il faut s'attendre à ce que les mesures de soutien accordées par la Confédération pendant cette crise ne contribuent souvent qu'à retarder l'inévitable hausse des faillites, en particulier dans les branches structurellement faibles, telles que la gastronomie ou le commerce de détail. Le renforcement des mesures d'endiguement qui s'annoncent dans la foulée de la deuxième vague devrait également entraîner une prolongation des aides. Il est fort possible que les remous attendus interviendront encore plus tard. Quoi qu'il en soit, il faut s'attendre à moyen terme à une hausse des surfaces vacantes en raison des fermetures d'entreprise. Dès que toute l'étendue de la crise sera révélée, les créations, expansions ou déménagements devraient également connaître un coup d'arrêt. A long terme, malgré une crise jusqu'à présent bien surmontée, la hausse des vacances et par conséquent la baisse des loyers demeurent le scénario le plus probable.

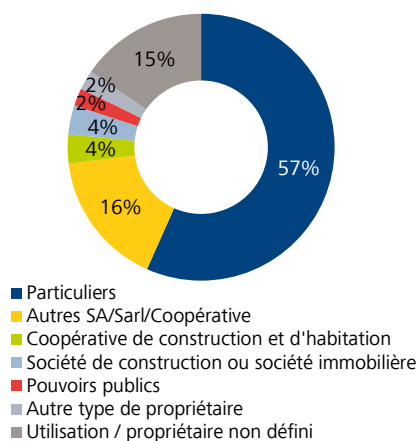
A qui appartiennent nos logements ?

Près de la moitié de tous les logements locatifs en Suisse appartient à des particuliers. Ces dernières années, la pénurie continue de placements et le boom de la construction de logements qui en résulte ont nettement déplacé les rapports de propriété en faveur d'acteurs institutionnels. Bien que ce marché fortement régulé ne permette qu'une marge de manœuvre très limitée, les types de propriétaires adoptent chacun une approche différente quant aux loyers.

Dès que l'immobilier fait l'objet d'un débat public en Suisse, on donne volontiers l'image d'un marché immobilier suisse dominé par de puissantes sociétés immobilières et sociétés d'investissement. Les promoteurs de l'initiative populaire «Davantage de logements abordables» ont présenté les coopératives comme le remède miracle contre les hausses de loyers prétendument favorisées par les spéculateurs. Même le débat public autour des baux commerciaux pendant le confinement avait souvent des allures d'affrontement entre David et Goliath: le petit propriétaire de boutique contre les sociétés immobilières surpuissantes. Or, il n'est pas facile de réfuter ce cliché. A la différence des particuliers, les agissements de grandes sociétés dotées d'un portefeuille immobilier significatif bénéficient d'une plus grande couverture médiatique. Par ailleurs, cela n'aide pas forcément que des sociétés très connues avec une grande influence politique figurent parmi les propriétaires immobiliers majeurs. Qu'elles soient en outre issues du secteur financier et des assurances, plutôt discrédité ces dernières années, ne joue pas non plus en leur faveur. Savoir à qui appartiennent les logements suisses est une question éminemment politique et la réponse peut contribuer à dépassionner le débat.

Rapports de propriété des logements suisses

Part des unités résidentielles (appartements locatifs, MI et PPE) selon le type de propriétaire en 2017, en %



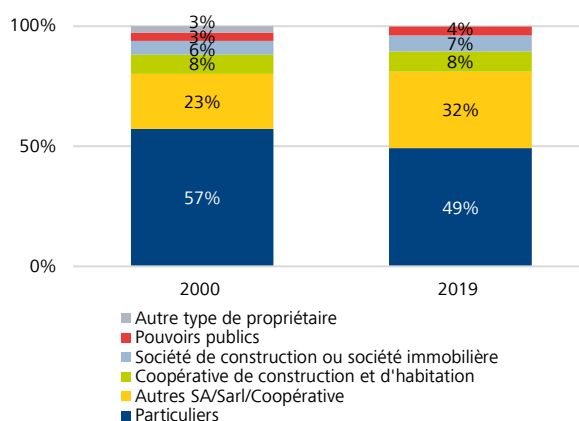
Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Les logements appartiennent avant tout aux particuliers

La Suisse compte actuellement près de 4,5 millions de logements. 2,5 millions, soit plus de la moitié (57%), sont détenus par des particuliers. Une part significative des appartements (environ 16%) appartient à des sociétés dont l'activité principale n'est pas le marché immobilier. En l'occurrence, il s'agit avant tout de caisses de pension, d'assurances, de fonds immobiliers ou des CFF. Les coopératives, pouvoirs publics et sociétés immobilières classiques n'en possèdent qu'une petite partie. Il convient de noter que cette vue d'ensemble intègre les maisons individuelles et les appartements à usage personnel. Or, la part des appartements détenus par des particuliers est également élevée quand on ne considère que les appartements locatifs. En 2019, à hauteur de 49%, près d'un logement locatif sur deux appartenait à un ou plusieurs ménages privés. Seul un tiers appartenait aux investisseurs institutionnels. Les coopératives et sociétés immobilières classiques sont quasiment ex aequo avec des parts de 8% et 7%. La Confédération, les cantons et les communes possèdent, même en comparaison internationale, un nombre relativement faible de logements. Ces chiffres prouvent clairement que le marché suisse du logement n'est pas sous la domination d'investisseurs professionnels.

Rapports de propriété des logements locatifs

Nombre de logements locatifs selon le type de propriétaire dans les années 2000 et 2019 en %.



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Déplacement des rapports de propriété des logements locatifs

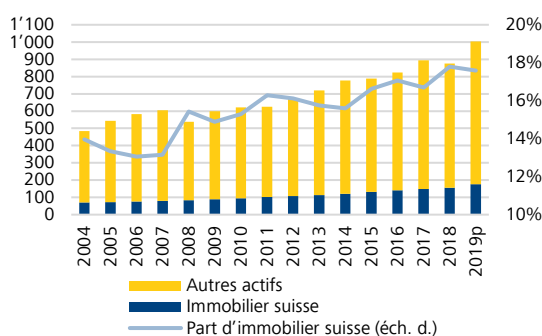
La comparaison historique avec les chiffres de l'année 2000 indique toutefois qu'au fil du boom continu de la construction de logements, les rapports de propriété des logements locatifs suisses se sont déplacés en faveur des investisseurs institutionnels. Les parts des coopératives, sociétés immobilières classiques et pouvoirs publics sont restées relativement stables pendant près de 20 ans. L'expansion du portefeuille des caisses de pension, fonds immobiliers ou assurances s'est donc avant tout faite au détriment des parts des ménages privés. Même s'il faut user d'une certaine précaution en comparant les périodes en raison des différences d'analyse, ces chiffres reflètent les changements notables par l'engagement accru des investissements institutionnels dans le secteur immobilier.

La quote-part immobilière en hausse chez les investisseurs institutionnels

Un regard vers l'évolution du volume de placement, ainsi que l'allocation du patrimoine des caisses de pension (cf. graphique) illustre la présence renforcée de ces acteurs sur le marché immobilier. Pour les caisses se trouvant sous forte pression de placements, dans le contexte d'un environnement de taux bas qui perdure, l'immobilier est devenu un moteur de rendements quasi sans alternatives avec un risque prévisible. Entre 2004 et 2019, le patrimoine géré par les organisations de prévoyance a quasiment doublé. Ce faisant, le capital investi directement et indirectement dans le marché immobilier suisse a connu une croissance disproportionnée. Tandis qu'avant la crise financière, les caisses de pension plaçaient entre 13% et 14% de leurs actifs dans l'immobilier, cette allocation s'élève désormais à près de 18%. Cela signifie qu'une part sans cesse croissante de notre capital vieillisse à placer a été affectée au marché immobilier.

Quote-part d'immobilisation des caisses de pension

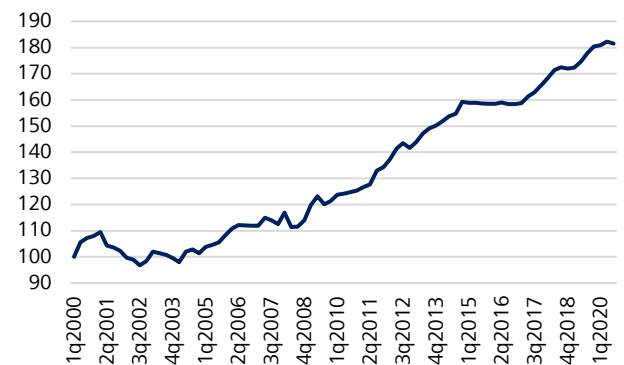
Immobilisations des caisses de pension en milliards de CHF (éch. g.) et part de l'immobilier suisse dans les immobilisations en % (éch. d.).



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Evolution des prix de l'immobilier de placement

Indice des prix de l'immobilier de placement, 1t2000 = 100



Source: CIFI, Raiffeisen Economic Research

L'évolution va se poursuivre

Le flux de capitaux élevé d'acteurs au pouvoir financier important sur le marché immobilier a entraîné une hausse importante des prix des biens de placement et des terrains constructibles, mettant les rendements initiaux sous forte pression. Les prix élevés et les faibles rendements restreignent nettement les possibilités des quelques rares particuliers solides financièrement et des petites sociétés immobilières. La quote-part de propriété qui se déplace en faveur des investisseurs institutionnels doit être interprétée comme une autre conséquence de l'environnement de taux bas qui perdure depuis des années. Les bouleversements économiques résultant de la pandémie ont encore cimenté le niveau des taux bas. Il faut donc s'attendre à la poursuite des processus décrits et à une pression accrue sur les parts de propriété des ménages privés.

Les nouvelles normes d'autorégulation bancaires pour le financement des biens de rendement entrées en vigueur en début d'année devraient encore accentuer cette évolution. Les exigences accrues en fonds propres et le raccourcissement de la durée d'amortissement ont renforcé les obstacles pour les acteurs à fort financement tiers. La situation concurrentielle déjà difficile dans l'environnement actuel marqué par des investisseurs institutionnels souvent entièrement autofinancés s'est ainsi encore aggravée.

Les acteurs évoluent dans différents segments

Les acteurs du marché des logements locatifs visent des objectifs très différents au travers de leurs investissements. Tandis que les coopératives immobilières recherchent un logement abordable pour leurs membres, les particuliers, investisseurs institutionnels et sociétés immobilières cherchent à rentabiliser leur

portefeuille immobilier. Or, il existe aussi de grandes divergences entre les acteurs en quête de rentabilité, au niveau de leur situation initiale, leurs possibilités financières et ainsi de leur comportement. Dans la plupart des cas, les portefeuilles immobiliers des particuliers sont souvent réduits et se limitent parfois à des logements individuels. Il s'agit notamment de la maison parentale louée par la communauté héréditaire ou d'un appartement acheté au titre de la prévoyance vieillesse («Buy-to-let»). La marge de manœuvre est souvent très restreinte par la localisation et les capacités financières. Les assurances, fonds immobiliers et organismes de prévoyance en revanche peuvent créer ou acheter des constructions entièrement autofinancées, exclusivement sélectionnées sur la base de leur profil risque-rendement. Ces différences dans la situation initiale et la définition d'objectifs des différents types de propriétaires se reflètent dans les relations de propriété des divers segments. Il y a ainsi des contrastes importants entre les communes urbaines et rurales, et les acteurs semblent avoir d'autres préférences quant à l'âge et la taille des logements.

La campagne dominée par les particuliers

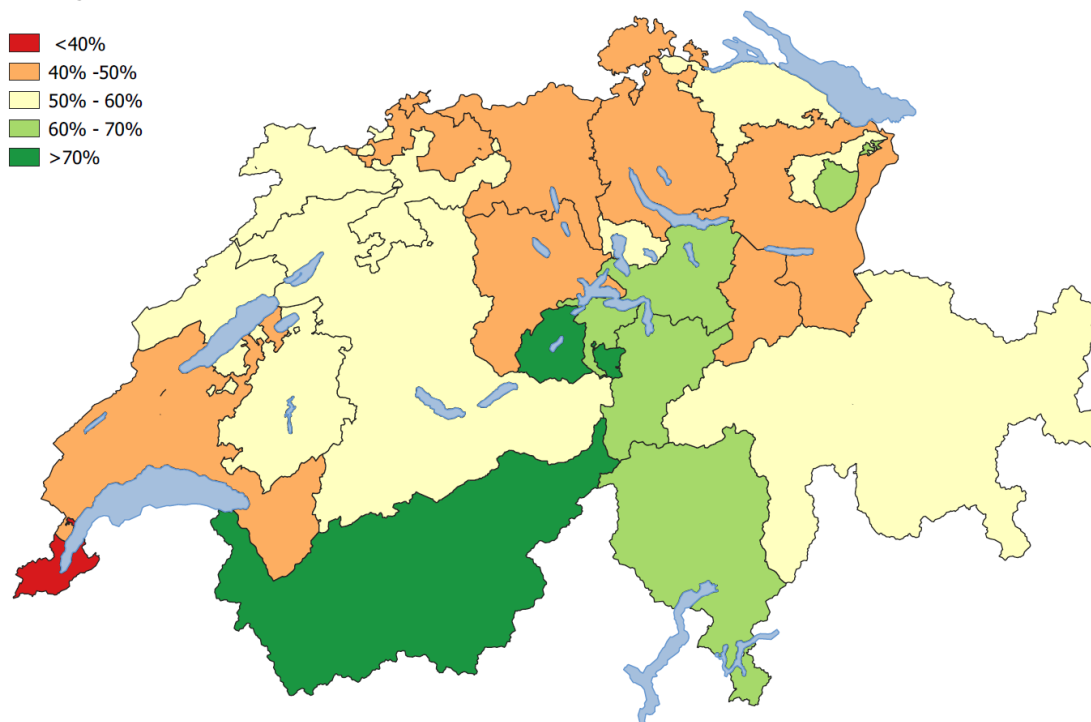
La carte ci-dessous montre clairement que les ménages privés possèdent avant tout des parts élevées des appartements loués dans les cantons fortement ruraux. En Suisse du sud et en Suisse centrale, ces parts sont supérieures à 60%. En pole position se trouvent

les cantons d'Obwald et du Valais où plus de 70% des logements locatifs appartiennent aux particuliers. Dans les régions plus urbaines des agglomérations de Zurich, Bâle et l'Arc Lémanique, moins de la moitié des biens appartiennent à des ménages privés. Dans le très urbain canton de Genève, la quote-part des propriétaires privés est de loin la plus faible avec moins d'un quart.

La ventilation des types de communes révèle encore plus nettement ce fossé entre ville et campagne (voir le prochain graphique). Dans les communes rurales et touristiques, plus de 70% des logements locatifs sont détenus par des particuliers. Dans les villes, ce chiffre est de tout juste 40%, tandis que les institutionnels détiennent un tiers des appartements. Dans la périphérie, ils sont nettement sous-représentés avec un taux de 14%, respectivement 10%. La demande plus basse de logements locatifs dans les régions rurales pourrait expliquer ces écarts. Les prix plus bas y ont nettement facilité l'accès à la propriété (à usage personnel et locatif). Alors qu'en zone rurale, de nombreuses maisons individuelles et de petites maisons plurifamiliales sont transmises de génération en génération, les investisseurs institutionnels trouveront dans les zones urbaines des profils de rendement-risque nettement plus intéressants, grâce à la population croissante et plus importante.

Parts des ménages privés dans les cantons

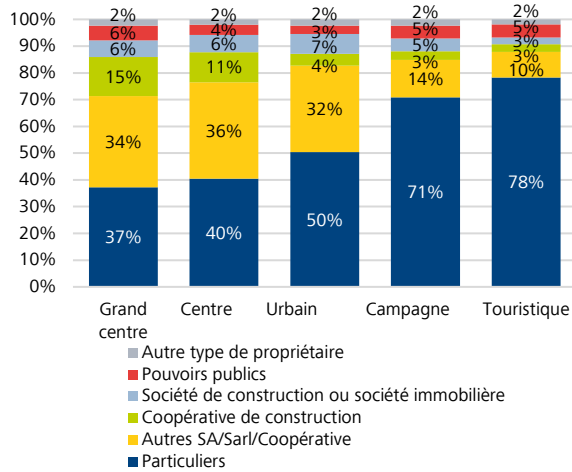
Part de logements en possession de particuliers selon les cantons, en %. Période d'observation : 2017 – 2019



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Parts de propriété selon les types de communes

Part de logements locatifs selon le type de propriétaires et de communes. Période sous observation: 2017-2019



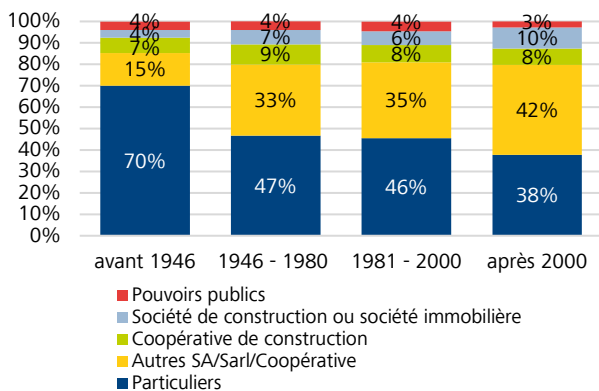
Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Les coopératives sont un phénomène urbain

Les logements coopératifs présentent une image très contrastée entre les villes et la campagne. Les coopératives sont avant tout bien représentées dans les centres. Dans les 5 plus grandes villes (Zurich, Genève, Bâle, Lausanne, Berne), elles possèdent 15% de tous les appartements loués. En revanche, dans les régions rurales, leur part est négligeable avec tout juste 3%. Il semblerait donc effectivement que les coopératives proposent des logements là où la demande est la plus pressante.

Parts de propriété selon l'âge des logements

Part des logements locatifs selon le type de propriétaire et la période de construction en 2019



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

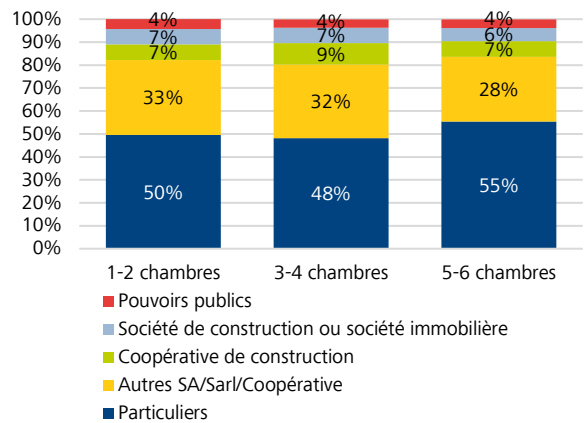
Les professionnels se concentrent sur le neuf

Si l'on ventile les logements locatifs selon leurs périodes de construction, on constate une relation très étroite avec les parts des particuliers. Plus un appartement est ancien, plus forte est la probabilité qu'il appartienne à un parti-

culier. A l'inverse, la part détenue par les assurances, caisses de pension ou fonds immobiliers diminue fortement avec l'âge des bâtiments. Les logements construits après le tournant du millénaire sont détenus à près de 42% par des investisseurs institutionnels, pour les biens construits avant la fin de la deuxième guerre mondiale, ce chiffre est de tout juste 15%. Un tableau similaire se dessine dans les logements détenus par des sociétés immobilières classiques. En revanche, les parts des logements coopératifs et ceux en mains des pouvoirs publics évoluent à un niveau similaire entre les périodes de construction. Les appartements plus modernes semblent donc nettement plus intéressants que les anciens aux yeux des acteurs financièrement solides. L'utilisation plus efficace de l'espace, le potentiel de location de nouveaux biens ou la taille moyenne des biens immobiliers sont des facteurs exemplaires qui peuvent expliquer cette relation. L'activité de construction de logements toujours aussi élevée, portée par les investisseurs institutionnels a certainement déjà nettement contribué à l'offre excédentaire marquant les biens plus récents et devrait encore le renforcer à l'avenir.

Parts de propriété selon la taille des appartements

Part des logements locatifs selon le type de propriétaire et le nombre de chambres en 2019



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Les investisseurs institutionnels possèdent plutôt des petits appartements

Si l'on considère la taille des logements, il se dessine des relations un peu moins nettes. Les investisseurs institutionnels sont les plus fortement représentés dans la catégorie des petits appartements avec 1 à 2 chambres (environ un tiers). Les grands appartements sont à 55% en possession de particuliers. Les rendements plus attractifs au mètre carré dans les petits appartements et le grand nombre de maisons individuelles louées qui entrent dans la catégorie supérieure devraient expliquer ces différences.

Y a-t-il de meilleurs bailleurs ?

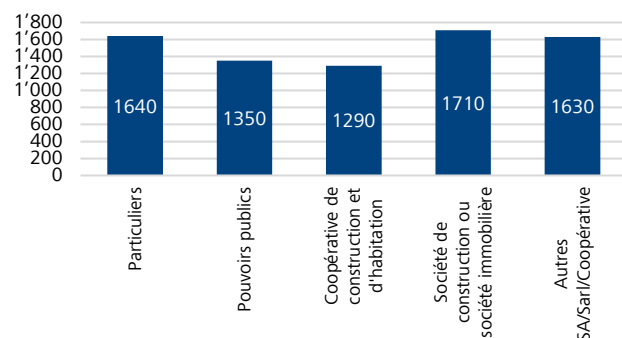
L'image évoquée en introduction suggère que certains types de propriétaires sont des bailleurs plus souhaitables, tant du point de vue des locataires que de celui de l'ensemble de la société. On reproche ainsi implicitement à certains acteurs de pratiquer des loyers plus faibles et surtout augmentant moins vite. Or, tous les participants au marché évoluent dans le même environnement avec des coûts d'exploitation, des conditions de financement, une structure de l'offre et de la demande ainsi qu'un cadre réglementaire comparables. Se pose donc la question de savoir si ce marché de la location fortement régulé affiche une marge de manœuvre suffisante pour mettre à jour des comportements nettement divergents.

Différences de loyers selon les propriétaires

Les loyers estimés pour un logement en agglomération de 20 ans avec 4 chambres et 100 m² montrent qu'il existe des différences notables entre les types de propriétaires. Les appartements les plus chers sont ceux de sociétés de construction et sociétés immobilières. Les particuliers et les investisseurs institutionnels exigent un peu moins pour des biens comparables. Les loyers les plus faibles sont ceux des pouvoirs publics et des coopératives, en sachant que dans les biens gérés en coopérative, l'acquisition souvent obligatoire de parts sociales dans les coopératives représente un facteur de coûts non indiqué ici.

Loyer mensuel selon les types de propriétaires

Loyer estimé pour un appartement typique (4 chambres, 100 m², 20 ans, en agglomération) selon le type de propriétaire, en CHF



Source : OFS, Raiffeisen Economic Research

Les institutionnels plus enclins à augmenter les loyers

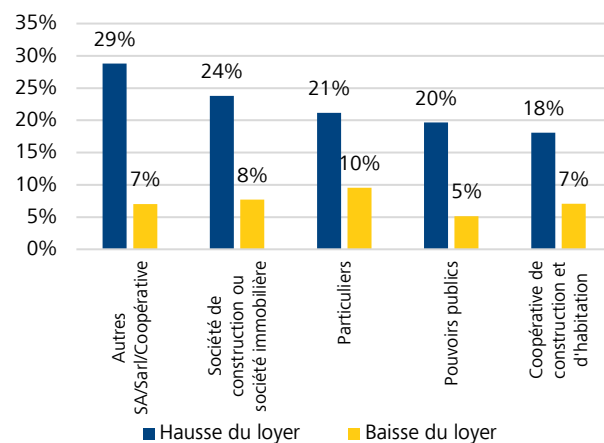
Outre le niveau des loyers, il y a également des différences au niveau des éventuels ajustements de loyers. Exception faite des modifications augmentant la valeur du bien, sur le marché locatif suisse fortement régulé,

les augmentations de loyer ne sont en principe possibles qu'en cas de changement de locataires. Cela signifie que les bailleurs devront attendre pour ajuster leurs loyers aux conditions du marché. Comme l'écart entre les loyers proposés et les loyers existants s'est creusé dans bien des régions (cf. thème du Gros plan « [Immobilier Suisse 1T20](#) »), la tentation peut être grande d'augmenter les loyers au départ de locataires de longue date. La comparaison entre les types de propriétaires montre (voir le prochain graphique) que cette pratique se retrouve plus souvent chez les sociétés axées sur la rentabilité que chez les particuliers, les pouvoirs publics ou les coopératives. Ces ajustements sont plus importants chez les investisseurs institutionnels que chez les particuliers ou les coopératives. Tandis que dans les appartements sous gestion coopérative pour chaque année d'occupation, le loyer augmente en moyenne de moins de 0,1% pour le successeur, ce chiffre s'élève à environ 0,2% pour les biens de particuliers et à près de 0,4% pour les investisseurs institutionnels.

Ajustements des loyers en cas de nouvelles locations

Part des appartements où un ajustement des loyers a eu lieu lors d'un changement de locataire.

Période d'observation : 2015 - 2019



Source : OFS, Raiffeisen Economic Research

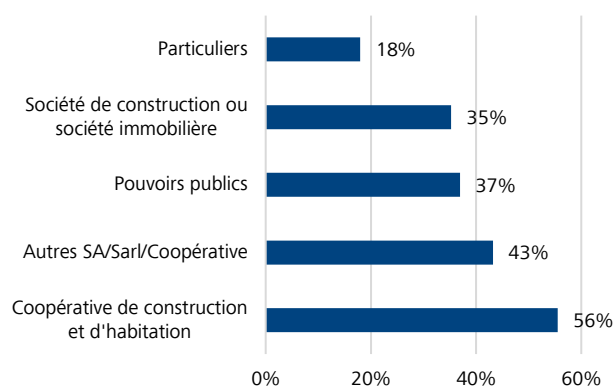
Les particuliers répercutent rarement les baisses de taux

Outre la tendance à la hausse des loyers, le comportement des bailleurs peut également être évalué à leur disposition à répercuter la baisse des frais de financement. Sur la période d'observation du prochain graphique, les taux hypothécaires ont nettement baissé, menant au total à 5 baisses du taux de référence. La grande majorité des locataires existants pourrait ainsi faire valoir une prétention à la baisse correspondante

du loyer. La ventilation des appartements selon les types de propriétaires montre que les coopératives ont baissé le loyer de plus de la moitié de leurs appartements pendant la durée d'occupation. Les caisses de pension ou les assurances semblent également souvent répercuter les baisses du taux de référence. Chez les particuliers en revanche, force est de constater une réticence bien plus grande, car même pas un loyer sur cinq n'a baissé malgré les abaissements répétés du taux de référence.

Répercussion de baisses du taux de référence

Part d'appartements où une baisse des loyers sans changement de locataire a été observée selon le type de propriétaire. Période d'observation : 2011 – 2019.



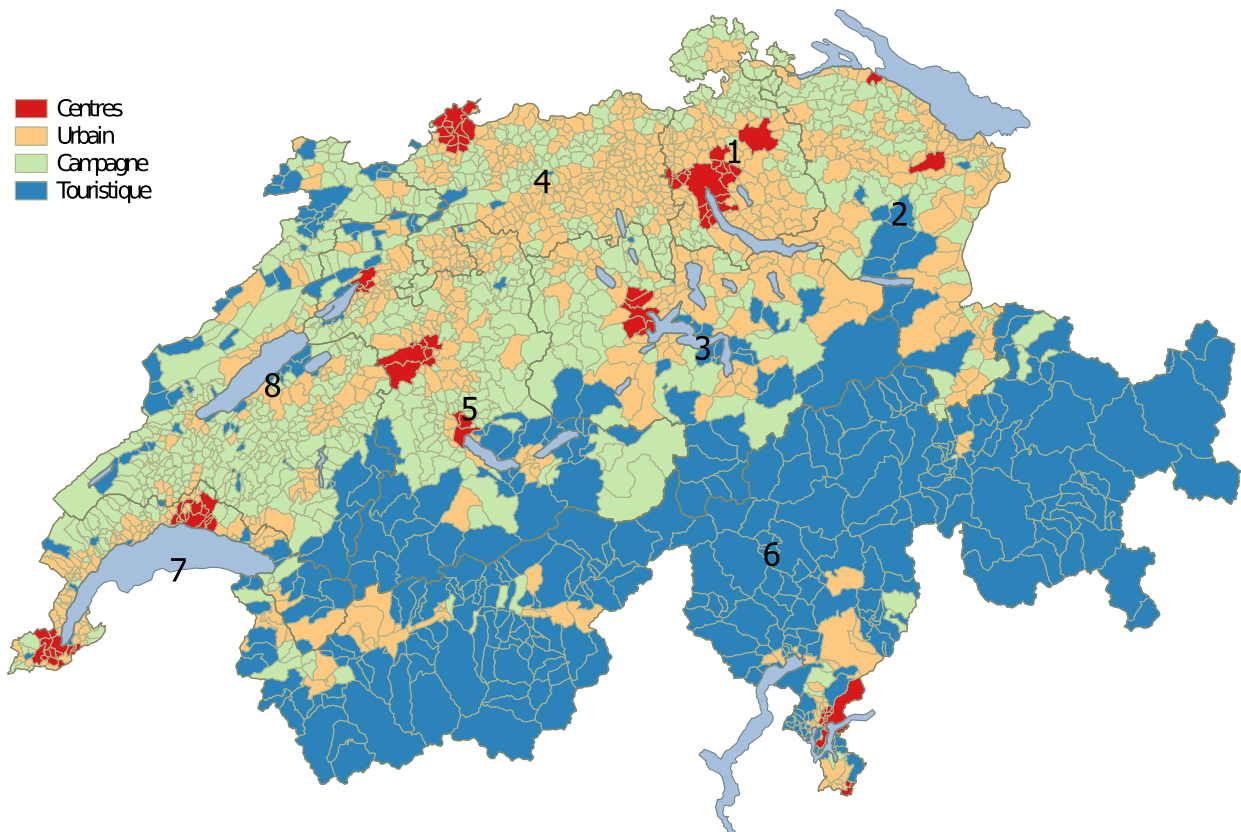
Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Chez les coopératives, grâce au principe suprême du loyer basé sur les coûts, la répercussion directe de meilleures conditions de financement semble globalement bien fonctionner. Chez les pouvoirs publics et les grands propriétaires immobiliers institutionnels, l'ajustement automatique des loyers en cas de baisse du taux de référence n'est pas inhabituel. En revanche, seule une minorité de particuliers y procède spontanément. Outre la répercussion automatique, ces différences marquées pourraient s'expliquer par une plus grande hésitation des locataires à exiger une révision des loyers. L'exigence expresse d'une baisse du loyer sera certainement plus aisée auprès d'un gestionnaire anonyme que d'un bailleur que l'on connaît personnellement. Une relation harmonieuse et l'espoir d'une certaine souplesse en cas de problèmes devrait primer chez de nombreux locataires.

Professionnalisation croissante

La comparaison entre les loyers montre clairement que la marge de manœuvre en termes de loyers est limitée sur le marché de la location réglementée. À l'exception des promoteurs publics et des coopératives qui peuvent intervenir sur le marché à des conditions privilégiées, les loyers des différents types de propriétaires sont proches les uns des autres. C'est le marché et non les propriétaires qui dictent les prix. À cet égard, il est difficile d'effectuer une évaluation normative du transfert des rapports de propriété. Si l'hétérogénéité des propriétaires peut être une qualité souhaitable du marché locatif, la professionnalisation visiblement croissante du marché n'est pas un mauvais développement. Lors de la construction, de l'entretien et de la gestion, la taille des investisseurs institutionnels permet de faire jouer des effets d'échelle et ainsi d'obtenir des avantages de coûts. Les grands propriétaires immobiliers professionnels devraient donc pouvoir mettre à disposition le bien «logement» avec davantage d'efficacité que les particuliers. C'est justement l'aspect de la gestion plus efficace avec des ajustements de loyers plus rapides dans les deux sens qui constitue une évolution louable. Elle aide à mieux mettre en œuvre les directives réglementaires et parer plus fortement aux déséquilibres qui provoquent des distorsions entre les loyers proposés et existants. Du strict point de vue de la perspective des risques, ce n'est pas une mauvaise évolution si une part croissante des appartements appartient aux grands acteurs professionnels conscients des risques et disposant de portefeuilles extrêmement diversifiés. En cas d'apparition de turbulences inattendues, ce seront plutôt les particuliers fortement financés par du capital tiers qui vont connaître des difficultés.

Types de communes et régions

**Taux de vacance (2020)**

en %

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.7	1	2.2	2	1.7
1 Zurich	1	0.5	1.4	1.8	-
2 Suisse orientale	2.3	2.6	2.4	1.9	1.7
3 Suisse centrale	1.3	1.2	1.4	1.4	1.2
4 Nord-ouest	2.2	1.1	2.7	2.1	2.5
5 Berne	1.8	1.1	2.6	1.9	1.4
6 Suisse méridionale	2.3	3.5	3.1	2.7	1.7
7 Région du Léman	0.9	0.6	1.2	1.5	2.1
8 Suisse occidentale	2.2	-	2.2	2.3	1.5

Permis de construire (2019)

en % du portefeuille des logements

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	0.9	0.8	1.1	1.1	0.5
1 Zurich	1	0.9	1.1	1.6	-
2 Suisse orientale	1	0.5	1	1.2	0.9
3 Suisse centrale	1.2	1.4	1.1	1	0.9
4 Nord-ouest	1	0.8	1.1	1.4	0
5 Berne	0.8	0.6	1	0.7	0.5
6 Suisse méridionale	0.8	1.2	1.1	1.2	0.5
7 Région du Léman	0.7	0.5	1.3	1	0.4
8 Suisse occidentale	0.9	-	0.8	1.1	0.7

Population (2019)

Pop. résidente en perm., total et en %

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	8'606'033	30.5	49.2	14.2	6.1
1 Zurich	1'621'623	49.8	43.7	6.5	-
2 Suisse orientale	941'305	10.4	70	17.6	2
3 Suisse centrale	847'483	27	51.3	17.6	4.1
4 Nord-ouest	1'436'034	24.1	66	9.8	0.1
5 Berne	1'031'834	35.9	38.6	20.2	5.3
6 Suisse méridionale	816'586	12.7	39.7	6.4	41.2
7 Région du Léman	1'101'320	60.8	30.1	4.9	4.1
8 Suisse occidentale	809'848	-	52.8	43	4.3

Revenu imposable (2016)

Moyenne, en CHF

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	60'000	64'000	62'000	54'000	47'000
1 Zurich	69'000	70'000	68'000	62'000	-
2 Suisse orientale	55'000	54'000	56'000	54'000	45'000
3 Suisse centrale	70'000	69'000	76'000	56'000	57'000
4 Nord-ouest	61'000	68'000	59'000	58'000	70'000
5 Berne	52'000	54'000	52'000	47'000	48'000
6 Suisse méridionale	49'000	61'000	50'000	45'000	45'000
7 Région du Léman	68'000	60'000	84'000	76'000	51'000
8 Suisse occidentale	52'000	-	52'000	53'000	50'000

Abréviations employées

ARE	Office fédéral du développement territorial	REIDA	Real Estate Investment Data Association
AFC	Administration fédérale des contributions	SECO	Secrétariat d'Etat à l'économie
BNS	Banque nationale suisse	SEM	Secrétariat d'Etat aux migrations
FINMA	Autorité de surveillance des marchés	SRED	Swiss Real Estate Datapool
KOF	Centre de recherches conjoncturelles	SSE	Société suisse des entrepreneurs
OFS	Office fédéral de la statistique		

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.