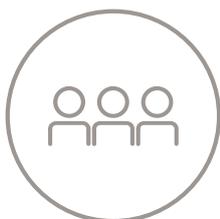






## **Editeur: Raiffeisen Schweiz Genossenschaft**

Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff  
Chef économiste  
The Circle 66  
8058 Zurich-Aéroport



## **Auteurs**

Michel Fleury  
Francis Schwartz  
Domagoj Arapovic

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



## **Autres publications de Raiffeisen**

Vous pouvez vous abonner à la présente publication et à d'autres de Raiffeisen en cliquant ici.

[Lien direct vers le site Web](#)

# Table des matières

---



## Editorial

La Suisse: un marché immobilier solide	4
Aperçu du marché	6



## Environnement de marché

Conditions-cadre économiques	7
Marché hypothécaire	8
Placements immobiliers	9



## Segments de marché

Propriété	12
Locatif	14
Surfaces de vente	16



## Gros plan

Marché de la propriété suisse en contexte international	18
---	----



## Annexe

Types de communes et régions	24
Abréviations utilisées	25

Chères lectrices et chers lecteurs,

Depuis quelques mois, nous sommes submergés par un véritable raz-de-marée de mauvaises nouvelles annonçant l'effondrement des prix dans certains marchés immobiliers étrangers. Ainsi, en Suède et en Nouvelle-Zélande, les prix de l'immobilier affichent un recul supérieur à 10 %. La hausse massive des taux à travers le monde plombe la demande de propriétés dans certaines régions. Certains en Suisse rejoignent cette chorale internationale en prédisant déjà officiellement la baisse des prix de la propriété chez nous. Le moindre signe précurseur négatif dans les statistiques trimestrielles de certains fournisseurs d'indices – comme c'est régulièrement le cas même en temps de dynamique de prix record – est aussitôt interprété comme l'annonce de l'effondrement à venir. Or, le fait est qu'en Suisse, l'immobilier demeure quasiment impassible face à la hausse des taux. Et il y a de bonnes raisons à cela, comme le montre notamment la comparaison internationale dans notre Gros plan.

### **Multitude de stabilisateurs**

Grâce à l'inflation contenue, le choc des taux est bien moindre que dans la quasi-totalité des autres pays développés. Par ailleurs, les libertés lors du choix des produits permettent aux débiteurs hypothécaires de casser les pics des hypothèques à taux fixes grâce aux véhicules du marché monétaire. Grâce à la déductibilité fiscale des intérêts passifs du revenu imposable, les hausses de taux n'ont qu'une faible répercussion sur le budget des ménages helvètes. Par ailleurs, la réglementation très stricte lors de l'octroi des hypothèques, basée sur des taux calculatoires, encore très éloignés du niveau de taux actuel, immunise le marché national des répercussions négatives de taux plus élevés – avec tous ses dommages collatéraux sociétaux négatifs – désormais mieux que ses homologues étrangers.

### **La pénurie bat le choc des taux**

Même en comparaison internationale, la pénurie de logement qui continue de s'accroître même après le revirement des taux demeure clairement le thème dominant du marché immobilier. Alors que la Suisse compte parmi les pays développés à la plus forte croissance, son pipeline de projets de construction est l'un des moins bien garnis. Et lorsque la demande augmente et l'offre est faible, les prix ne baissent pas. La faible hausse des taux en comparaison internationale n'y change pas grand chose. Les caractéristiques uniques de l'économie helvète et de son marché immobilier avec ses nombreux stabilisateurs devrait une fois de plus nous permettre de mieux gérer cette crise que d'autres pays.

### **Bombe à retardement**

La pénurie prévalente sur le marché immobilier suisse s'est récemment encore aggravée. Surtout sur le marché du logement locatif où le nombre de logements continue de littéralement imploser. La demande est attisée par un flux d'immigration supplémentaire et le fait que les réfugiés ukrainiens se tournent vers le marché de la location ordinaire en quittant les structures provisoires mises en place par les autorités. En même temps, de moins en moins de nouveaux appartements sont achevés. Par conséquent, les vacances fondent comme neige au soleil. Ce n'est plus qu'une question de temps jusqu'à ce que la bombe explose en faisant grimper les loyers.

### **Inertie des loyers existants – et des locataires existants**

Il n'y aura pas d'explosion des loyers existants qui sont protégés par le Droit de bail. Certes le taux d'intérêt de référence hypothécaire auquel s'orientent les loyers augmentera pour la première fois de son histoire en 2023. Or, moins de la moitié des locataires sont potentiellement concernés, comme le montre notre analyse. Même après la première hausse, la majorité des baux continuera de reposer sur un taux encore plus élevé que le taux de référence en vigueur et sera donc dans un premier temps épargné par la hausse des loyers. La grande majorité des ménages n'a pas exercé son droit de prétendre à une révision à la baisse et n'a pas exigé de loyer plus bas, et on leur « revaut » ça à présent. Seuls sont concernés les ménages qui ont exigé la dernière baisse du taux de référence, ont depuis déménagé ou ne se sont que récemment constitués.

### **Les asymétries: un brûlot politique**

Comme on n'a jamais connu un taux de référence en hausse, face à la minorité de locataires présentant prochainement un potentiel haussier, il est difficile d'évaluer combien de bailleurs finiront par imposer une révision à la hausse. A l'instar des baisses du taux de référence, il n'y a pas d'automatisme en matière de répercussion de hausses des loyers. Une certaine asymétrie apparaîtra probablement jour, car les bailleurs sont en règle générale mieux informés des mécanismes et des règles du jeu du marché et mieux organisés professionnellement que les locataires. Les investisseurs institutionnels, notamment, sont tenus à générer un rendement pour les portefeuilles immobiliers de leurs clients. Rares seront donc les locataires concernés qui peuvent s'attendre à une certaine «souplesse» de la part des bailleurs. Il faut donc s'attendre à un débat politique animé sur la réglementation en vigueur, en particulier le Droit de bail face aux asymétries questionnables d'un point de vue économique entre bailleurs et locataires ainsi qu'entre locataires existants et nouveaux.

Nous souhaitons une lecture passionnante!

Votre équipe Raiffeisen Economic Research

## Environnement de marché

---

### Demande

---



**Population:** En 2022, le solde migratoire de la population étrangère était supérieur au niveau de l'année précédente de l'ordre de plus de 20'000 personnes. Avec un taux de croissance de la population désormais supérieur à 1%, la Suisse fait partie des pays développés à la plus forte croissance.



**PIB:** En Suisse, l'économie ne se contracte toujours pas. Après une croissance du PIB de tout juste 2% en 2022, nous continuons de tabler pour cette année sur une hausse de 1%. Grâce à la baisse de la pression inflationniste, la Suisse sera de nouveau moins impactée par la crise que la plupart des autres pays.



**Revenus:** Certes, les salaires connaîtront une forte hausse nominale en 2023, mais en réel, il y a une perte du pouvoir d'achat en raison de l'inflation élevée en 2022. En particulier l'augmentation des tarifs de l'électricité constitue une charge en plus pour les budgets des ménages début 2023, de sorte que l'inflation demeurera également légèrement au-dessus de la marge de fluctuation de la BNS.



**Environnement de financement:** Face à la flambée de l'inflation, la BNS annonce son intention de relever de nouveau les taux au mois de mars. Nous misons sur une petite augmentation des taux directeurs à 1,25%. Ainsi, les hypothèques SARON vont une nouvelle fois légèrement s'encherir.



**Placements:** Les prix des biens de placement demeurent orientés à la hausse. La correction des prix sur ce marché sensible aux taux n'est donc que suspendue. Les indicateurs provisoires signalent d'ores et déjà une baisse des prix. La perspective de recettes locatives plus élevées préserve toutefois le marché d'un effondrement plus marqué.

### Offre

---



**Activité de construction:** Malgré la pénurie de logements qui se dessine, il n'y a toujours pas d'impulsions côté construction pour une expansion de la production d'espace habitable. Dans les calculs des investisseurs, la nette augmentation des prix de construction contrebalance la hausse attendue des recettes locatives.



**Vacances:** Le nombre de logements disponibles à la location ou à la vente continue de s'effondrer. La demande d'espace de logement dépasse largement l'offre. Pour 2023, nous tablons de nouveau sur un fort recul des vacances.

### Perspectives de prix

---



**Propriété:** Conformément aux attentes, il n'y a pas de corrections de prix sur le marché de la propriété suisse malgré la hausse des taux. Toutefois, on décèle les premiers signes d'un affaiblissement de la dynamique des prix sur le marché des logements en propriété.



**Loyers:** Au 1<sup>er</sup> octobre 2023, les loyers de nombreux locataires existants devraient pour la première fois augmenter en raison de la hausse du taux d'intérêt de référence hypothécaire. Environ 40% des locataires sont potentiellement concernés.

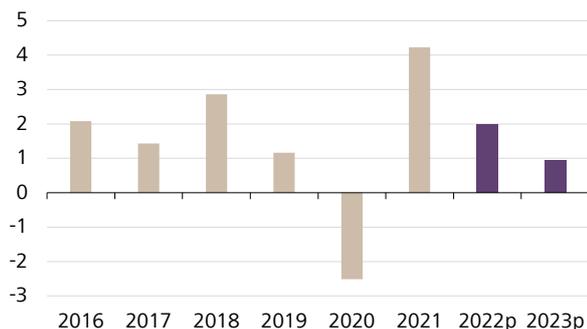
# Conditions-cadre économiques

**Le ralentissement de la croissance mondiale freine également l'économie suisse. Comme la pression sur les prix est moindre, les perspectives conjoncturelles sont bien meilleures qu'à l'étranger. L'inflation est toujours avant tout importée, avec peu de signes d'effets de second tour au niveau des biens et des services.**



## PIB suisse

Réel, en % par rapport à l'année précédente

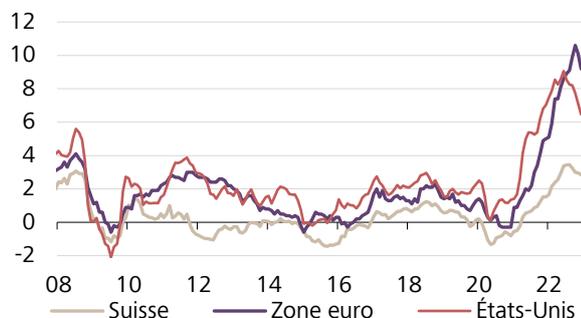


Source: SECO, Raiffeisen Economic Research



## Inflation Monde

Prix à la consom. en % par rapport à l'année précédente

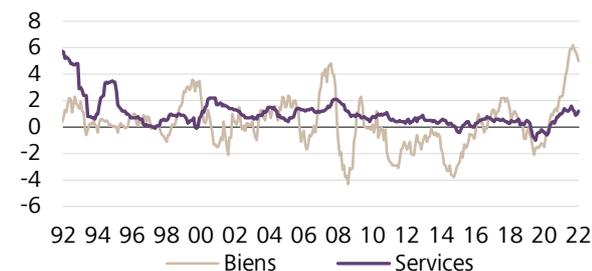


Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## Inflation Suisse

Prix à la consom. en % par rapport à l'année précédente



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

La hausse des prix à la consommation et la crise énergétique continuent de peser sur la conjoncture internationale. La Suisse non plus n'échappera pas au ralentissement de la croissance. Cela vaut notamment à l'exportation où les activités nouvelles se sont enrayées. Les carnets de commande bien remplis se vident. Les ménages quant à eux se montrent inquiets face à la hausse du coût de la vie et sont pessimistes pour 2023.

Malgré tout, la croissance économique se poursuit, en sachant que les perspectives sont bien meilleures en raison de la moindre pression sur les prix. Indépendamment de la situation financière des ménages, l'inflation est toujours stable. L'épargne accumulée au cours de la pandémie demeure importante et la hausse des salaires contribue à limiter la détérioration du pouvoir d'achat. En même temps, les perspectives du marché du travail n'ont quasiment pas été affectées. Même si l'environnement difficile impacte la sécurité de planification, de nombreuses entreprises prévoient de continuer à embaucher, en particulier dans le secteur des services. Enfin, la croissance de la population et le niveau d'immigration toujours élevé soutiennent la demande intérieure. Après une croissance de 2% du PIB l'an passé, nous tablons donc pour 2023 sur un taux de 1 %, nettement plus modeste, mais quand même respectable.

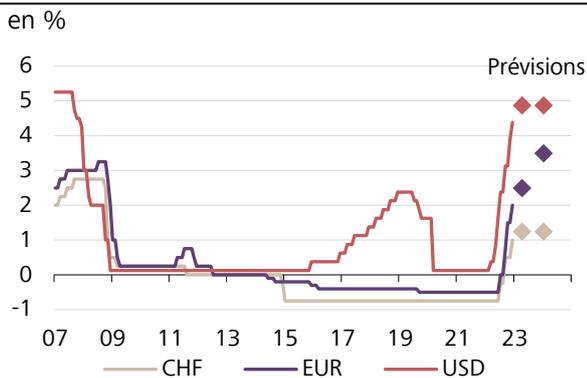
L'affaiblissement de la demande de biens a entraîné une atténuation des goulots d'étranglement et un net recul des taux de fret. Aux Etats-Unis, où les aides étatiques avaient particulièrement impacté la demande, les prix des biens baissent de nouveau. Or, au vu de l'explosion des prix des services, il ne se dessine pas encore de tendance pour l'inflation sous-jacente. C'est d'autant plus vrai pour la zone euro. En Suisse en revanche, les prix des services continuent d'évoluer dans les marges de fluctuation de la BNS. En début d'année, le taux d'inflation suisse a certes fortement augmenté en raison de la hausse annuelle des tarifs de l'électricité mais comme par ailleurs, la pression sur les prix à l'échelle nationale est réduite, les perspectives inflationnistes restent modérées.

# Marché hypothécaire

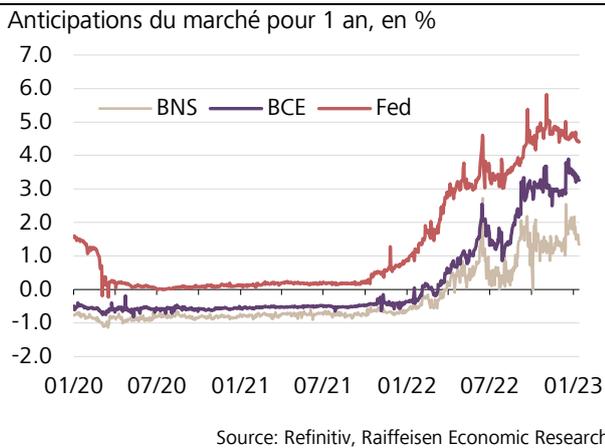
**La BNS a relevé son taux directeur de -0,75% à 1% en six mois et projette de le relever de nouveau au mois de mars. En raison du taux d'inflation relativement modéré, cette année aussi, elle procède de manière beaucoup moins agressive que d'autres banques centrales.**



## Taux directeurs des banques centrales



## Anticipations des taux directeurs



## Taux hypothécaires



Suite à l'explosion de la demande de biens dans la foulée de la pandémie, la demande internationale s'est de nouveau normalisée. Les goulots d'étranglement s'atténuent progressivement et les prix de certains biens ont nettement baissé. C'est pourquoi l'inflation a d'ailleurs récemment reculé dans certains pays, notamment en raison d'une baisse des prix de l'énergie, même si le taux d'inflation est exceptionnellement élevé. Le secteur des services enregistre toujours de fortes hausses de prix et le risque de nouveaux effets de second tour n'est pas tout à fait exclu.

La plupart des banques centrales doit donc continuer à rationaliser la politique monétaire, en particulier la BCE. Aux Etats-Unis, le cycle d'augmentation des taux est déjà bien avancé et l'inflation continue de reculer, l'intervention de la Fed devrait donc être minimale. Dans la zone euro, la pression sur les prix est désormais plus forte et plus vaste qu'aux Etats-Unis. A l'instar de la Fed, la BCE a certes ralenti le rythme de rationalisation, mais elle reconnaît la nécessité de continuer à intervenir et veut continuer à relever les taux lors des prochaines réunions.

Lors de sa réunion trimestrielle en décembre, la BNS a relevé le taux directeur de 50 points de base à 1,0%. Elle n'a toutefois pas encore définitivement levé l'alerte et n'exclut pas de nouvelles hausses. C'est ainsi que l'inflation a brièvement de nouveau dépassé 3% lors de l'ajustement des tarifs de l'électricité. Nous tablons par conséquent sur une nouvelle hausse des taux au mois de mars. Or, les effets de second tour des prix restent limités. Si la dynamique inflationniste continue de s'aplatir conformément à nos attentes, la BNS pourra se positionner en marge après l'évaluation de la situation en mars.

Les conditions pour les hypothèques SARON qui s'orientent dans une large mesure à l'évolution du taux directeur de la BNS devraient certes continuer à augmenter fin mars, mais à moins d'une forte hausse inattendue de la pression inflationniste, le plus haut niveau aura été atteint. Sur les hypothèques à échéance fixe et longue, d'autres hausses de taux limitées de la BNS sont anticipées depuis un certain temps déjà, de sorte qu'aucune nouvelle poussée de taux n'est indiquée.

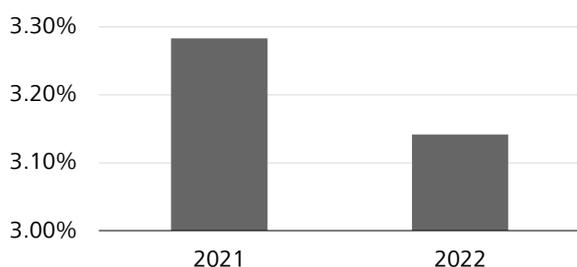
# Placements immobiliers

Après l'effondrement des prix des placements immobiliers cotés suite au revirement des taux, les prix des biens de placement ainsi que les évaluations dans les bilans restent orientés à la hausse. Les différents prix et évaluations offrent au plus et en théorie des possibilités d'arbitrage. Dans la pratique, l'exploitation de ces différences s'avère extrêmement difficile.



## Taux d'escompte de fonds immobiliers cotés

Taux d'escompte moyen de fonds immobiliers avec clôture de l'exercice au 30/09

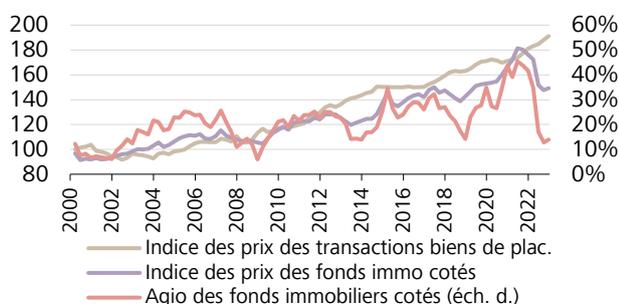


Source: rapports d'activité, Raiffeisen Economic Research



## Evolution des prix

Indice de prix des biens de placement et indice de prix des fonds immobiliers cotés, 100 = 2000 et agios

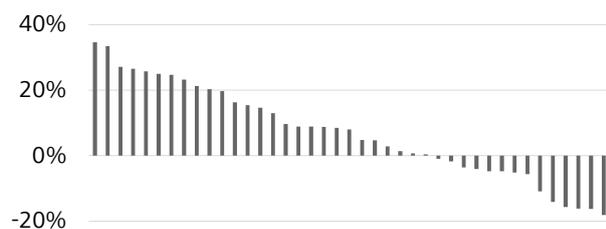


Source: IAZI, rapports d'activités, SIX, SFP, Raiffeisen Economic Research



## Agios des fonds immobiliers cotés

Répartition des agios de tous les fonds immobiliers cotés au 31.01.2023



Source: SFP, Raiffeisen Economic Research

Les prix des transactions de l'immobilier de placement ont continué à augmenter au quatrième trimestre 2022 nonobstant le revirement des taux. En observant les évolutions sur les marchés des transactions immobilières, même les professionnels qui évaluent chaque année les portefeuilles des fondations de placement et fonds immobiliers ne voient aucun motif de correction. Au contraire, certes, il n'y a quasiment encore aucun chiffre disponible pour le 31.12.2022, mais les clôtures publiques au 30.09.2022 révèlent que les analystes ont fortement valorisé les biens de placement dans les véhicules de placement après le revirement de taux (cf. graphique du haut).

## Grand fossé

A cet égard, l'opinion du marché des investisseurs en placements directs et des experts en évaluation contraste fortement avec ceux des investisseurs en placements immobiliers cotés en bourse (cf. graphique du milieu). Certes, depuis fin 2022, les cours des fonds immobiliers cotés ont également progressé depuis leurs niveaux extrêmement bas, mais depuis le revirement des taux, il y a toujours un énorme écart entre l'évolution des prix des biens de placement et ceux des placements immobiliers indirectement détenus et cotés en bourse. Dans la foulée des corrections sur les marchés des actions et des obligations, les fonds immobiliers cotés, qui fin 2021 se négociaient avec un agio moyen très élevé de 45%, ont été véritablement sanctionnés par les investisseurs. A l'heure actuelle, la majoration moyenne versée pour les fonds immobiliers est «seulement» d'environ 13% sur leur valeur d'inventaire nette. Même après la détente vers la fin 2022, certains fonds cotés seront négociés en bourse avec parfois un disagio supérieur à 10%, donc un abattement par rapport à la valeur d'inventaire nette (cf. graphique du bas).

## Arbitrage?

La doctrine économique impose théorie la «loi du prix unique». Quand ce n'est pas le cas, on peut recourir à l'arbitrage, c'est-à-dire réaliser un bénéfice sans risques en profitant de différences de prix, en achetant des biens immobiliers à prix bas pour les revendre plus cher sur un autre marché. Or, cette loi du prix unique semble actuellement mise à mal par l'évolution contrastée des prix, voire des différences d'évaluations. A l'heure actuelle, sur le marché des biens

de placement, trois prix pertinents et différents offrent en théorie de telles opportunités d'arbitrage: le prix du marché à la bourse, le prix du marché sur les marchés des transactions et le prix d'évaluation pour le bilan de la clôture annuelle. Or, en pratique, ce genre de conjectures rencontrent de tels obstacles qu'il ne saurait être question d'un véritable arbitrage, c'est-à-dire exempt de risques.

### Retour de parts

Dès que le cours de la bourse d'un fonds immobilier est inférieur à la valeur d'inventaire nette (VIN) d'un fonds, les amateurs de bonnes affaires sont aux aguets en raison de la possibilité légale de retourner les parts à la société de fonds à hauteur de cette VIN. Toutefois, malgré les disagios, qui dans certains fonds sont nettement au-dessus de 15%, jusqu'à présent il n'y aurait qu'un seul fonds où les investisseurs ont fait usage de ce droit. Et même pour ce fonds, seul environ 1% des parts a été résilié. La résiliation est uniquement possible à la fin de l'exercice suivant – et à la VIN déterminée à ce moment-là. Donc ceux qui seraient tentés par l'arbitrage ne disposent pas d'un gain sûr. Il est en effet possible que l'année suivante, les analystes procèdent quand même à une correction d'évaluation et le versement sera alors inférieur au prix payé aujourd'hui à la bourse. Chez les fonds présentant les disagios les plus élevés – ceux comprenant de l'immobilier commercial ou un fonds axé sur l'immobilier en Suisse du Sud – le risque d'échec de la stratégie est considéré comme trop élevé par la plupart des acteurs même si les disagios sont juteux. Il s'ajoute au futur risque d'évaluation le fait qu'en raison des commissions de retour et des frais de transactions élevés, le gain potentiel est bien inférieur à la stricte valeur du disagio. Selon les fonds, les frais s'élèvent entre 1% et 10%. Après la détente récente des cours de la bourse, le bénéfice de cette stratégie, comparé à la situation en fin d'année est déjà moindre. Il ne faut donc pas s'attendre à des résiliations massives.

### La pratique bat la théorie

Outre les différences entre évaluation et cours de la bourse, les différences entre cours de la bourse et prix payés sur les marchés des transactions offrent également des possibilités de réaliser un profit – du moins en théorie. Si le cours de la bourse est supérieur au prix d'achat d'un bien immobilier constituant un fond, on pourrait acheter des biens de placement sur le marché des transactions et les placer en bourse sous la forme d'un fonds. Ou à l'inverse, si les cours de la bourse sont plus bas que les prix

payés pour l'immobilier, on pourrait acheter des parts de fonds sur les marchés et en même temps vendre des biens de placement au prix du marché – et donc empocher un bénéfice. Les raisons pour lesquelles il est difficile voire impossible d'exploiter de telles différences de prix pourraient remplir des livres entiers. Dans la réalité, de nombreuses hypothèses sur lesquelles reposent la loi du prix unique sont mises à mal. (Cf. Note avec les principaux obstacles à l'arbitrage sur la page suivante). Ainsi, les stratégies pour exploiter les différents prix et dynamiques de prix sur le marché des biens de placement restent de nature spéculative. Il ne saurait donc être question d'un véritable arbitrage. La loi du prix unique définit ainsi au plus les grandes lignes pour estimer si un marché est sur-évalué ou sous-évalué.

### Qui a raison?

Les indices des prix des transactions de biens de placement reposent sur un petit nombre de transactions, qui en raison du climat incertain actuel s'est peut-être même encore réduit. Par ailleurs, la définition du prix se produit souvent des mois avant la date de conclusion d'une transaction. L'évolution de l'indice doit donc être interprétée avec une extrême prudence. Il est d'autant plus surprenant que les évaluateurs professionnels s'en remettent de toute évidence entièrement à elle et adaptent le taux d'escompte utilisé pour les futurs flux de paiement – voire même les futurs flux de paiement mêmes – de sorte que le prix estimé découle de l'évaluation des prix des transactions. La correction des prix souvent pronostiquée par ces mêmes acteurs et parfois observée dans les négociations n'entre de toute évidence pas dans la propre évaluation.

En même temps, il faut s'attendre à ce que la situation sur les marchés des placements cotés déjà quasiment en proie à la panique continuera à se détendre quand il y aura moins d'incertitude quant aux futurs développements économiques et de politique monétaire. Et la vérité sur la valeur des biens de placement – comment souvent – se trouve quelque part entre les deux extrêmes.

**Note « There is no Free Lunch » : pourquoi il est impossible d'exploiter les différences de prix entre fonds immobiliers cotés et biens immobiliers détenus directement.**

1. Dans la pratique, les ventes à découvert de biens de placement et de fonds immobiliers ne sont pas possibles ou alors très coûteuses. Sans cette possibilité, la stratégie ne peut être mise en œuvre que par les propriétaires de biens de rendement ou de fonds immobiliers.
2. L'achat et la vente ne peuvent pas être réalisés en même temps. Le processus de vente très complexe prend généralement plusieurs mois voire plusieurs trimestres.
3. Le besoin en capital de la stratégie «Arbitrage» est très élevé en raison du Timing-Mismatch entre date d'achat et de vente et des grands lots de vente sur le marché de l'immobilier de placement.
4. L'offre sur le marché est limitée à quelques rares biens de placement. Le marché n'est habituellement pas assez liquide pour permettre une mise en œuvre rapide de la stratégie.
5. Les biens immobiliers sont tous des pièces uniques. Or, la loi du prix unique ne s'applique qu'aux biens identiques. La réplique exacte d'un portefeuille de biens immobiliers par un autre portefeuille de biens immobiliers est donc impossible. Les différences des portefeuilles achetés ou vendus comportent des risques en raison des différences de prix et d'évolutions des prix.
6. Les frais de transaction de la stratégie sont extrêmement élevés, surtout sur le marché des biens de placement directs. (impôts sur les gains immobiliers, frais de vente, courtages, taxes, etc.)
7. Il n'y a pas de prix du marché observable pour les placements immobiliers directs. Le prix du marché est uniquement fixé après accord sur le prix final des négociations de vente. Il doit au préalable être étayé par des estimations et des expertises qui ne se laissent pas forcément imposer sur le marché.
8. «Le tout est plus (ou moins) la somme de ses parties»: les fonds immobiliers présentent d'autres caractéristiques que les placements immobiliers directs et peuvent faire l'objet d'une évaluation financière. Selon l'environnement de marché, certaines caractéristiques sont plus demandées, ce qui peut justifier un prix différent. (cf. Partie Placements [Immobilier Suisse 4T19](#)).

# Propriété

**Depuis le revirement des taux, les hypothèques coûtent le double d'il y a un an. Dans de nombreux cas, il revient désormais plus cher d'être propriétaire que locataire. Or, la hausse des coûts de financement n'a quasiment aucun effet. Bien que les signes d'un léger refroidissement s'estompent, les taux plus élevés ne pourront pas renverser la dynamique des prix.**

Avec la décision prise par la BNS le 15 décembre dernier, le revirement des taux sur le marché de la propriété demeure sensible, car avec cette augmentation des taux directeurs, les hypothèques du marché monétaire coûtent nettement plus qu'au début du cycle de hausse des taux (près de 2%). En comparaison avec la situation il y a un an, les prix de tous les types de financement courants ont quasiment doublé. Les coûts de financement annuels d'une maison individuelle typique à l'aide d'une hypothèque du marché monétaire ont augmenté de CHF 10'000 à CHF 20'000. Pour une hypothèque à taux fixe sur 10 ans, près de CHF 30'000 seraient échus, alors que les coûts fin 2021 s'élevaient encore à CHF 15'000. Qui achète un bien aujourd'hui ou doit prolonger la durée de son hypothèque, doit budgétiser des coûts bien plus élevés qu'avant.

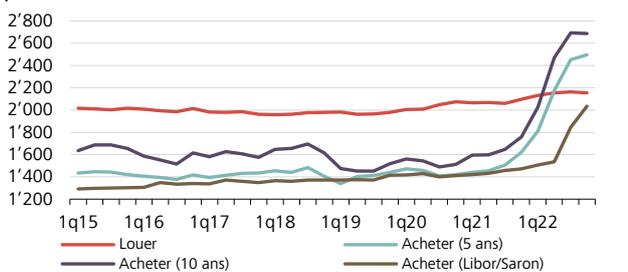
## Acheter ne revient désormais pas moins cher que louer

Les frais de financement ont été multipliés par deux, ébranlant ainsi une règle quasiment gravée dans la pierre. Car dans l'environnement de taux actuel, acheter une propriété revient nettement plus cher que louer un bien similaire. Le graphique en bas à gauche traduit la diminution de l'attractivité de la propriété dans un contexte d'augmentation des taux. Pour l'achat d'un logement en agglomération typique à nantissement maximal (4 chambres, 100 m<sup>2</sup>), les frais de logement mensuels fin 2021 avec une hypothèque sur 10 ans se seraient élevés à près de CHF 1'600. Outre les taux hypothécaires, ces coûts comprennent les provisions et les taxes. En louant un bien comparable, l'acheteur aurait économisé près de CHF 400 chaque mois. Grâce au



### Louer ou acheter

Coûts mensuels d'un logement typique (4 chambres 100 m<sup>2</sup>) dans l'agglomération, comp. entre location et propriété avec financement différent, en CHF



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

renchérissement prononcé des hypothèques à taux fixe au début de l'année passée, cet avantage de coût a très rapidement été réduit à néant. Fin 2022, avec près de CHF 2'700, le même acheteur aurait dû s'acquitter d'environ CHF 500 de plus que pour une location. Avec une hypothèque SARON, les coûts sont actuellement encore légèrement inférieurs aux coûts de location. Or, cet avantage de coût devrait complètement disparaître avec le relèvement attendu des taux au mois de mars.

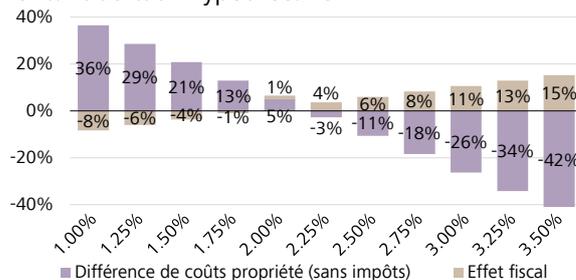
## Les déductions fiscales minimisent la hausse des coûts

Le graphique en bas à droite affiche le rapport entre le montant des taux hypothécaires et l'avantage de coûts de la propriété. Dans le cas d'un logement en propriété typique utilisé ici, le pivot de l'avantage de coûts se situe à près de 2,25%. A un taux de 1%, ce qui correspondait jusqu'à la mi-septembre 2022 au prix d'une hypothèque du marché monétaire, le propriétaire économise 28% par rapport à un loyer. Mais si le taux passe à 3%, comme par exemple le prix actuel d'une hypothèque à taux fixe sur 10 ans, l'acheteur paie une majoration de 15%. Dans cette analyse des coûts, il est particulièrement intéressant de constater l'effet atténuant de notre système fiscal. La charge fiscale d'un propriétaire résulte en Suisse habituellement de la valeur locative considérée comme un revenu et des déductions pour les intérêts de sa dette hypothécaire ainsi qu'un forfait d'entretien. Dans la phase de taux bas de la dernière décennie, les déductions pour les intérêts de la dette étaient normalement inférieures à la valeur locative, même en cas de nantissements élevés. Pour un taux de 1%,



### Avantage de coût du logement et taxes

Avantage de coût du logement des propriétaires et effet des taxes, en % du loyer d'un logement typique selon le montant du taux hypothécaire



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

## Segments de marché

l'acheteur dans cet exemple doit chaque année reverser au fisc env. CHF 2'100 pour sa propriété. Comme un taux plus élevé entraîne une augmentation des déductions des intérêts passifs, à un taux de 1,75%, l'impôt ne sera que de CHF 300. Si le taux du preneur d'hypothèque se situe à 3%, les déductions des intérêts passifs dépassent nettement la valeur locative, de sorte qu'il en résulte une économie d'impôt de CHF 2'800. Notre système fiscal affaiblit donc sensiblement l'effet de la hausse des taux. En cas de hausse théorique des taux de 1% à 3%, dans cet exemple de hausse effective des charges d'intérêts de près de CHF 16'000, l'administration fiscale octroie une remise d'environ CHF 4'800, ce qui correspond à plus d'un quart des coûts supplémentaires. Ainsi, notre régime fiscal apporte un effet stabilisant sur le marché de la propriété. Sinon, les hausses de taux récentes auraient été encore plus douloureuses pour les nouveaux acheteurs et les propriétaires existants.

### Toujours pas d'effondrement des prix

Avec la nette hausse des coûts de financement et la perte de l'avantage de coût face au loyer, la propriété perd l'un de ses arguments d'achat. Dans de nombreux cas, un des moteurs majeurs de la demande de la dernière décennie ne joue plus aujourd'hui. Toutefois, notre marché de la propriété se montre peu impressionné par ces turbulences de taux. En particulier l'évolution des prix continue d'attester la solidité du marché. Selon notre indice du prix des transactions de Raiffeisen, les maisons individuelles ont fin 2022 encore enchéri de l'ordre de 3,5% (cf. graphique en bas à gauche). Par rapport à l'année précédente, elles ont ainsi enregistré une hausse des prix de 7,6%. Les appartements en propriété n'ont plus vraiment augmenté avec une légère

baisse de 0,4%, mais en glissement annuel, la hausse de 5,6% est respectable. On ne saurait donc encore parler d'un affaiblissement plus marqué de la dynamique de prix voire d'une correction.

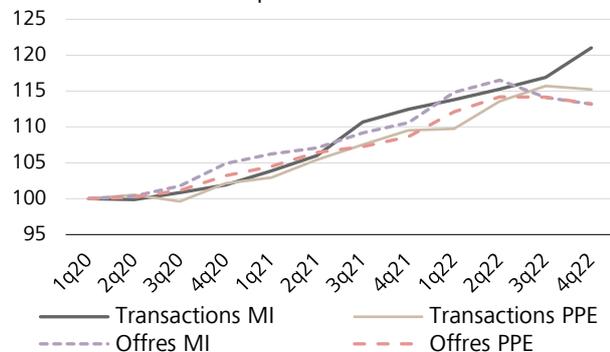
### Les signes de la détente se précisent

Et pourtant, les signes de refroidissement d'un marché récemment surchauffé se multiplient. Les offres publiées par les vendeurs dans les annonces ont baissé pour le deuxième trimestre consécutif (cf. graphique gauche en bas). Les prix demandés par les vendeurs de maisons ont ainsi baissé de près de 3% depuis l'été 2022. Le recul était d'environ 1% chez les PPE. Un signe que les vendeurs ont réagi aux changements de taux et de coûts sur le marché. L'expansion de l'offre perceptible depuis peu s'avère également relativement durable. Les offres d'achat pour les logements en propriété publiés sur Internet se sont par exemple éloignées des plus-bas record atteints pendant la ruée vers la propriété lors de la pandémie. Dans les centres et les communes urbaines, elles ont progressé de 17% voire 14% sur l'année écoulée. A l'échelle nationale, la hausse s'est élevée à 9%. A l'heure actuelle, sensiblement plus de biens sont proposés à la vente. La réalisation du meilleur prix perçu ou la cession d'un bien Buy-to-let qui n'est plus rentable dans l'environnement de taux actuel sont autant de bonnes raisons pour vendre. Toutefois, cette expansion de l'offre depuis des niveaux extrêmement bas ne sera certainement qu'une goutte d'eau dans l'océan. Les propriétés demeurent extrêmement rares, mais comme elles sont toujours très demandées grâce à la hausse des taux, les prix sur le marché de la propriété vont continuer à augmenter à moyen terme. Les taux de croissance extrêmes des dernières années devraient appartenir au passé.



### Prix de la propriété

Indice de l'offre et des prix des transactions 100 = 1t20

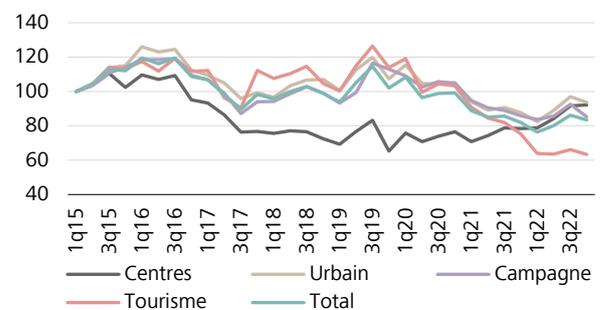


Source: Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research



### Offre PPE

Annonces de PPE parues en ligne à la fin du trimestre, selon le type de commune, indexé, 100 = 1t15



Source: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

# Locatif

**La pénurie de logements continue de s'aggraver en Suisse. Ainsi, dans de nombreuses régions, les loyers d'offre sont en forte hausse. Avec l'envolée du taux de référence hypothécaire, les loyers de certains locataires existants pourraient également sensiblement augmenter. Or, comme dans le passé la révision à la baisse n'a que rarement été exigée, la majorité des ménages de locataires ne sera pas concernée.**

La situation sur le marché locatif suisse a été bouleversée sur une période relativement courte. Il y a deux ans encore, les taux de vacance ne cessaient de battre des records en raison du boom de la construction de logements locatifs induits par les taux bas. Dans de nombreuses régions, cela s'est également traduit par une baisse des loyers initiaux. Pour attirer des locataires potentiels, certains recouraient à des cadeaux en nature, des bons voire même des loyers offerts pendant plusieurs mois. Avant la pandémie de Covid-19, les journaux évoquaient des constructions sur terril ou l'apparition de quartiers fantôme. Or, la donne a complètement changé. La pénurie s'est accentuée et c'est la crise du logement qui menace de nombreuses régions qui fait aujourd'hui la une.

### Demande élevée et offre de plus en plus réduite

La soudaine rareté des logements s'explique par un décalage sensible entre la situation de l'offre et de la demande. En réaction aux risques de vacances accrus, à la baisse des loyers initiaux et à des prix des terrains très élevés, vers la fin des années 2010, les constructeurs de logements ont fortement réduit leur activité de projection. Comme la planification des projets et la construction de logements requièrent toujours un certain temps, il a fallu attendre ces deux dernières années pour voir une répercussion sur l'offre de la forte réduction de l'activité de planification. En même temps, la Suisse vit une véritable poussée migratoire depuis la fin de la pandémie. La pénurie de main d'œuvre qualifiée et la guerre en Ukraine ont augmenté le besoin de logements et la tendance accrue à l'individualisation des Suisses

attise encore la demande. La nette réduction de l'activité de construction associée à une demande plus forte débouche tout naturellement sur une situation de pénurie de logements locatifs dans de nombreuses régions. Ainsi, fin décembre 2022, les portails en ligne publiaient 42% de logements locatifs de moins qu'il y a un an. La comparaison avec le trimestre précédent (-18%) indique clairement que cette année aussi, il faut s'attendre à une forte baisse du taux de vacance officiel. Ceux qui ont prochainement besoin d'un nouveau logement doivent s'attendre à une quête difficile en dehors des hot spots connus. En suivant la loi économique de l'offre et de la demande, dans un tel contexte, les prix ont naturellement tendance à augmenter. En l'espace d'un an, après une longue baisse, les loyers d'offre ont progressé d'environ 1,6%.

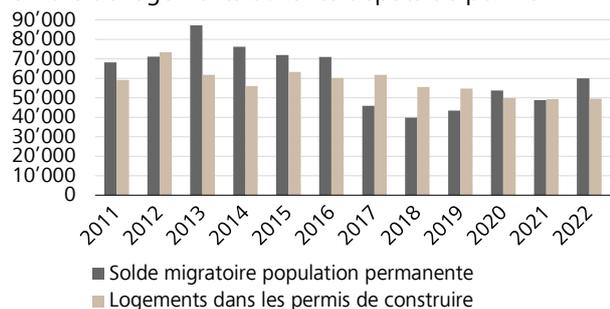
### Pas de signes de détente à l'horizon

Malheureusement, il n'y a aucun signe d'un prochain changement. Dans l'environnement actuel, marqué par les prix élevés des terrains constructibles, la nette augmentation des coûts de la construction et des coûts de financement en forte hausse, il n'y a quasiment aucune incitation à la forte expansion de la production de logements. Du côté de la demande non plus, il ne faut actuellement pas s'attendre à des impulsions de détente. En comparaison avec ses voisins, la Suisse pourrait une fois de plus ne pas trop mal s'en tirer face aux turbulences liées à l'inflation et aux prix de l'énergie, ce qui n'amoindrira pas l'immigration. Par conséquent, les locataires doivent s'attendre à une aggravation de la pénurie et à une forte hausse des loyers initiaux.



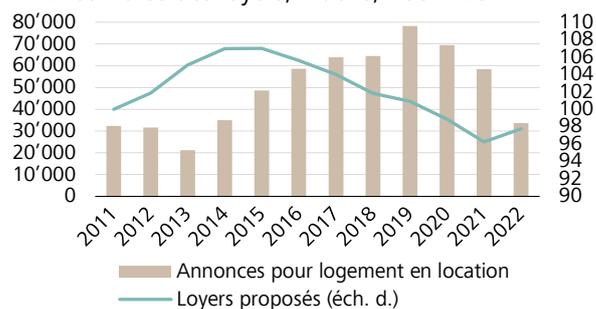
### Immigration et activité de construction

Solde migratoire de la population permanente et nombre de logements dans les dépôts de permis



### Offre de logements et loyers

Logements locatifs inscrits sur les portails en ligne au 31.12. et indice des loyers, indexé, 100 = 2011



## Segments de marché

### Les loyers existants vont également augmenter

La pénurie qui s'aggrave ne concerne fondamentalement que les ménages en quête d'un nouveau logement locatif. Or, comme chaque année, seul 10% des ménages déménagent, la grande majorité n'est pas concernée par la hausse des loyers d'offre. Or, cette année, même les locataires occupant des loyers existants protégés par le Droit de bail ne pourront pas échapper aux évolutions du marché immobilier. En raison de la nette hausse des taux hypothécaires, le taux de référence augmentera en milieu d'année pour la première fois de son introduction en 2008. Il pourra être relevé de 3% au début du 4<sup>ème</sup> trimestre sur les baux qui reposent sur les taux d'intérêt de référence actuel. A cela s'ajoute la compensation de l'inflation autorisée par le Droit de bail (40%) et la hausse généralisée des coûts.

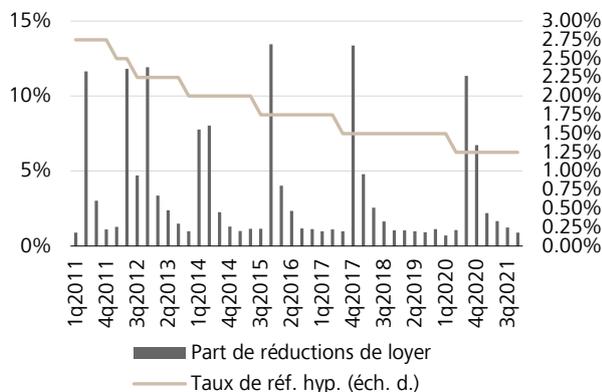
### Une révision à la baisse que rarement exigée

En l'absence de valeurs empiriques d'une hausse du taux d'intérêt de référence, il est très difficile d'estimer l'ampleur des hausses de loyers à venir. Les baisses de loyers suite aux dernières fluctuations du taux de référence (cf. graphique en bas à gauche) constituent un étalon. Dans les trimestres après un recul, le loyer avait baissé chez près de 20% des locataires. Dans le passé, la grande majorité n'a pas fait valoir son droit à une révision à la baisse du loyer. Outre une certaine réticence face aux désirs de baisse des bailleurs, c'est surtout la fréquente renonciation à la demande devant être faite par les locataires selon le Droit de bail qui est rendue responsable de la situation. Il suffit de regarder l'ampleur de l'ajustement pour constater que la moitié des réductions de loyers est inférieure à 2%, alors qu'un taux de



### Ajustement des loyers suivant la baisse du taux de référence

Evolution du taux d'intérêt de référence et part des logements avec baisse des loyers par trimestre



3% aurait pu être réclamé selon la loi. La répercussion de hausses de coûts forfaitaires par les bailleurs et la volonté des locataires d'éviter l'escalade devrait expliquer cette divergence.

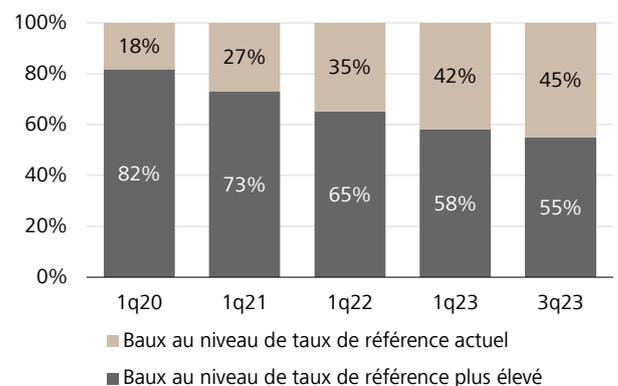
### La hausse ne concernera qu'une minorité

De toute évidence, dans le passé, le système en vigueur pour répercuter les coûts de financement en mutation n'a pas bien fonctionné. Pour la grande majorité qui n'a pas exigé d'ajustement des loyers, cela procure néanmoins la tranquillité de savoir qu'il n'y aura pas d'augmentation en cours d'année. Une grande partie des locataires existants ne sentira donc pas la hausse du taux de référence. En partant de près de 18% qui répercuteraient la dernière baisse du taux de référence, un taux de déménagement annuel de près de 10% et une hausse moyenne des ménages ces dernières années, après le premier relèvement du taux de référence, près de 45% des baux devraient reposer sur le niveau de référence encore valable et seraient ainsi potentiellement concernés par les hausses. Il est difficile d'estimer dans combien de cas des loyers plus élevés sont finalement exigés. En raison des meilleures connaissances supposées de la pratique du Droit de bail et d'un degré de professionnalisation élevé du secteur immobilier, il faut s'attendre à ce que les bailleurs fassent plus souvent usage de leur droit. Par ailleurs, le coût potentiel des locataires aigris suite à la pénurie de logements est nettement inférieur. Le premier relèvement du taux de référence va fournir de précieux renseignements sur le mode de fonctionnement de ce mécanisme de Droit de bail. En tous cas, des discussions politiques animées seront inévitables.



### Ménages potentiellement concernés par la hausse du taux de référence

Part des baux qui reposent sur le niveau de taux de référence actuel



# Surfaces de vente

**Le commerce de détail a connu deux très bonnes années pendant la pandémie du Covid. Or, la hausse des ventes a surtout été tirée par le commerce en ligne. De nombreux commerçants stationnaires sont encore plus sous pression en raison de la poussée de la numérisation liée au coronavirus. Et pourtant, les surfaces de magasins se louent toujours très bien. Le faible taux de faillite et la vigueur des créations d'entreprise soutiennent la demande et le recul de la construction résidentielle raréfie l'offre de surfaces en rez-de-chaussée.**

Le commerce de détail a fait partie des secteurs les plus touchés par les mois les plus intenses de la pandémie du Covid-19. Dans les phases les plus strictes des deux confinements imposés en Suisse au printemps 2020 et à l'hiver suivant, les commerces non essentiels ont été fermés. Même les détaillants stationnaires à l'offre très diversifiée n'avaient plus le droit de vendre autre chose que des produits de consommation courante. Face à l'envergure des défis, il peut paraître surprenant que ce secteur ait amélioré ses ventes au cours des deux années marquées par le coronavirus. Après quelques années de stagnation, en 2021, année record, le secteur a même pour la première fois dépassé le seuil de 100 milliards (cf. graphique en bas à gauche).

## Le commerce de détail a profité du confinement

Dans une société riche et vieillissante comme la Suisse, une saturation de la consommation est nettement perceptible. Une part essentielle et croissante de la consommation privée est par conséquent consacrée aux services, tandis que le commerce de détail a perdu en importance. Or, les mesures étatiques d'endiguement de l'infection ont rendu impossible le recours à de nombreux services. En raison de ces restrictions, une part non négligeable de la consommation de services par les ménages a certainement été compensée par l'achat de biens. Les sorties au restaurant ont ainsi été remplacées par l'achat d'un plus grand nombre d'aliments. Dans un contexte de possibilités de loisirs restreintes, nombreux sont ceux qui ont découvert un

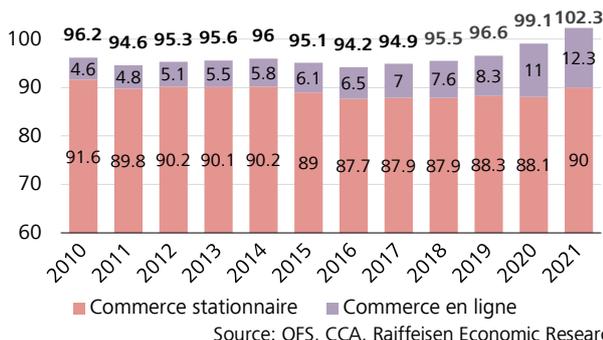
nouveau passe-temps qui exigeait dans un premier temps des achats. Par ailleurs, de nombreux ménages ont nettement réduit leurs dépenses quotidiennes. L'argent non dépensé en loisirs et vacances a été utilisé pour des achats plus importants tels que de l'électronique domestique ou des investissements dans l'aménagement du logement ou du jardin.

## La consommation supplémentaire happée par le commerce en ligne

Cette évolution peut fondamentalement être considérée comme très réjouissante pour un secteur plutôt malmené ces dernières années, même si tout le monde n'en a pas profité. Ceux qui ont vraiment tiré leur épingle du jeu sont, sans surprise, les commerçants en ligne. Alors que de nombreuses boutiques stationnaires ont été contraintes de fermer leurs portes pendant des mois, les professionnels de la vente par correspondance ont pu écarter une grande partie de la consommation excédentaire. 70% de la hausse du chiffre d'affaires de 5,7 milliards de CHF entre 2019 et 2021, a été le fait de canaux de vente numériques. La part du commerce en ligne est passée de 8,6% à 12% (+3,4%) sur ces deux années. A cet égard, les hausses étaient surtout notables dans des domaines déjà fortement touchés par une mutation structurelle profonde. Les achats en ligne ont surtout concerné les jouets (+14%), l'électronique domestique (+14%), les articles de sport (+11%) ou les vêtements (+10%). Or, parmi ceux qui pendant la pandémie ont découvert les solutions d'achat en

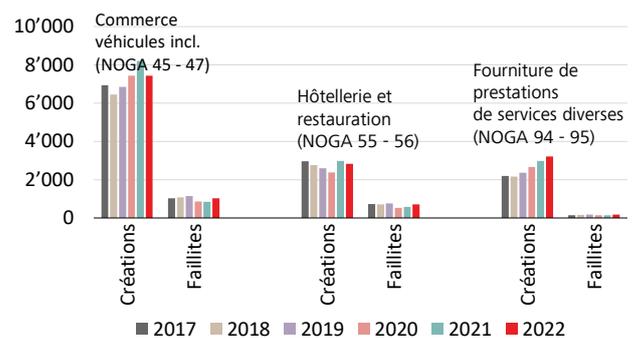
### Chiffre d'affaires du commerce de détail

Chiffre d'affaires annuel dans le commerce de détail, selon le canal de vente, en mia CHF.



### Nouvelles créations et faillites

Créations et faillites selon les secteurs



## Segments de marché

ligne, tous n'ont pas tourné le dos pour toujours au commerce stationnaire, mais dans les segments cités, la mutation structurelle a encore gagné en vitesse pendant la pandémie.

### L'offre en surfaces de vente diminue

Pour l'instant le fait que le commerce de détail stationnaire est encore davantage sous pression en raison du Covid et de ses répercussions n'a pas laissé de traces. Aucune hausse conditionnée par le covid n'a été enregistrée ces trois dernières années, ni au niveau des biens proposés à la location ni au niveau des vacances. D'ailleurs, c'est plutôt l'inverse que l'on observe. Dans la phase la plus intense du coronavirus, l'offre semble d'abord s'être stabilisée à un niveau qui avait été atteint suite à des hausses datant d'avant la pandémie. C'est ainsi qu'en 2020, les vacances étaient encore très proches de 6%. Jusqu'à la fin de l'année dernière, la part des surfaces vacantes a ensuite baissé entre 4% et 5% (cf. graphique en bas à gauche). Malgré toutes les adversités auxquelles de nombreux locataires typiques étaient exposés, les surfaces de vente se font actuellement nettement plus rares.

### Peu de faillites, nombreuses créations

De prime abord un peu surprenant, ce tableau du marché devrait avant tout s'expliquer par le taux de faillite toujours faible et l'activité de création durablement élevée parmi les locataires typiques de telles surfaces. En particulier des acteurs étrangers au secteur comme les restaurants, les bars ou les salons de beauté, qui dans la foulée de la forte mutation structurelle du commerce de détail de ces dernières années se sont de plus en plus tournés vers les surfaces de vente au détail classiques. Outre le négoce de détail, les généreuses mesures de soutien étatique ont également

évités de précipiter les acteurs de l'hôtellerie ou des secteurs des services à la personne tels que par ex. les salons de coiffure ou de massage dans une situation de faillite. Le nombre de faillites dans les secteurs cités au cours des années 2020 et 2021 se situe nettement sous le niveau des années précédentes (cf. graphique à droite sur la page précédente). Avec l'arrêt des aides, jusqu'à fin 2022, le nombre de faillites s'est de nouveau normalisé. A l'heure actuelle, le nombre d'entreprises qui déposent le bilan est toujours légèrement inférieur au niveau d'avant la pandémie. En même temps, on constate depuis la crise du Covid une activité de création accrue sur la durée dans les secteurs cités. En l'absence d'une vague de faillites et en présence d'une vigoureuse activité de construction, la demande de surfaces de vente dépasse ainsi l'offre depuis le début de la pandémie.

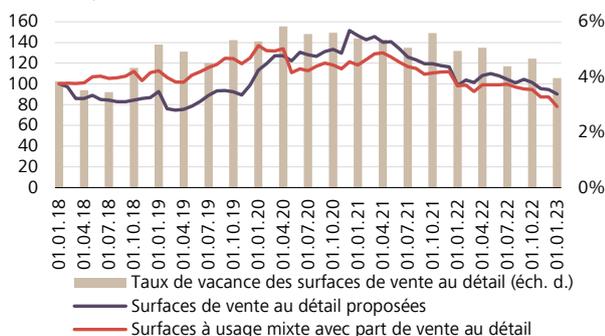
### La faible activité de construction soutient le marché

Le marché bénéficie également d'un soutien supplémentaire provenant de la construction. L'activité de projection a sensiblement baissé depuis son apogée au milieu des années 2010. A l'instar des logements, les surfaces de vente accusent une baisse de près 20% des permis de construire déposés par rapport à 2018. Outre les difficultés de commercialisation croissantes liées au Covid, l'évolution sur le marché du logement y a aussi contribué. Car une grande partie des surfaces de vente de construction récente sont sous le coup d'utilisations prescrites des rez-de-chaussée liés aux règlements de construction et plans de zone des communes. La nette réduction de l'activité de construction de logements depuis la fin des années 2010 devrait également jouer un rôle décisif dans la pénurie de l'offre sur le marché des surfaces de vente que l'on observe actuellement.



### Vacances et annonces

Surfaces de vente au détail proposées à la location (indexé, 100 = 01.01.18) et taux de vacance en % (colonne à droite.)

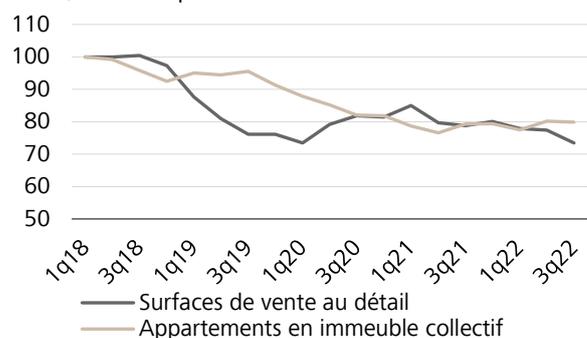


Source: Meta-Sys, REIDA, Raiffeisen Economic Research



### Activité de construction

Nombre d'appartements dans les logements collectifs et surfaces de vente au détail dans les permis de construire, indexé, 100 = 1q2018



Source: Docu-Media, Raiffeisen Economic Research

# Le marché du logement en contexte international

**Dans certains pays, le revirement de taux a déjà fait baisser les prix de la propriété. Ici aussi, y aura-t-il des corrections de prix pour la propriété à usage personnel ou est-ce que la Suisse traversera (une fois de plus) cette crise plus souverainement que d'autres pays?**

Au plus tard depuis l'éclatement de la guerre en Ukraine, l'inflation a complètement déraillé. Les taux d'inflation extrêmement élevés dans de nombreux pays ont rendu nécessaire une intervention déterminée des banques centrales en charge de la stabilité de prix. Après plus d'une décennie de politique monétaire expansive, en 2022 – ce qui dans certains cas était bien trop tard – presque tous les banquiers centraux ont resserré la vis et pour certains fortement relevé les taux dans le but de contrer la pression inflationniste hors de contrôle.

## Revirement des taux et nouvelle ère dans l'immobilier

Après plus d'une décennie d'argent abordable et le revirement de taux initié dans quasiment tous les espaces monétaires, il se dessine également une nouvelle ère dans l'immobilier international. En raison des conditions de financement plus coûteuses et des perspectives économiques incertaines, les prix de l'immobilier ont dépassé leur zénith dans bien des régions au milieu de l'année écoulée; alors que portés par l'environnement de taux bas, ils ont volé de record en record pendant des années. Dans de nombreux pays, ces derniers mois et trimestres, les prix de l'immobilier sont orientés à la baisse pour la première fois depuis des années. Ainsi, en Suède les prix des maisons ont reculé de près de 14% depuis le pic en mars (cf. graphique à gauche).

## Pas de vaccin contre la hausse des taux

Dans d'autres pays, les prix sont stables ou même (toujours) orientés à la hausse et impassibles face au revirement. C'est également le cas en Suisse. Ceci s'explique davantage par la relative inertie de l'indice des prix des transactions que par la supposée immunité au choc des taux de ces marchés.

Dans bien des régions, avec un décalage de quelques mois, la véritable évolution des prix se reflétera dans les prix des transactions qui sont souvent à la traîne de plusieurs trimestres de la dynamique effective du marché. Les indicateurs avancés annoncent également dans de nombreux pays des prix déjà en baisse ou qui du moins n'augmentent plus aussi fortement. Ainsi, par exemple l'indice des prix d'offre et les enquêtes auprès des experts en immobilier permettent d'escompter une baisse des prix dans de nombreux pays. Or, quasiment aucun marché immobilier aussi robuste soit-il ne pourra entièrement résister à la hausse des taux.

## Différences au niveau des situations de départ

Le revirement des taux se présente sous une forme tout à fait différente – face à des marchés immobiliers très différents. Une comparaison des situations de départ de différents pays donne des indices quant aux marchés immobiliers particulièrement exposés dans la crise actuelle et où on peut continuer à dormir tranquille en tant que propriétaire malgré le choc des taux.

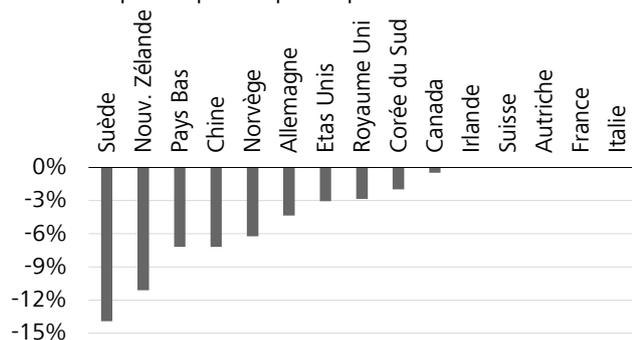
## Facteur de risque: dynamique des prix

Si les prix de l'immobilier sont désolidarisés de l'évolution des facteurs fondamentaux, comme les salaires et la croissance économique, on parle généralement d'un indice de bulle immobilière. Notamment dans un contexte de politique monétaire expansive des banques centrales, ce phénomène a été observé quasiment dans le monde entier au cours de la dernière décennie (cf. graphique à droite). Après avoir surmonté la crise financière et de l'endettement, les prix immobiliers ont augmenté de manière extrêmement dynamique dans les pays développés. Au début



### Corrections des prix sur le marché immobilier

Recul des prix depuis le pic respectif en 2022

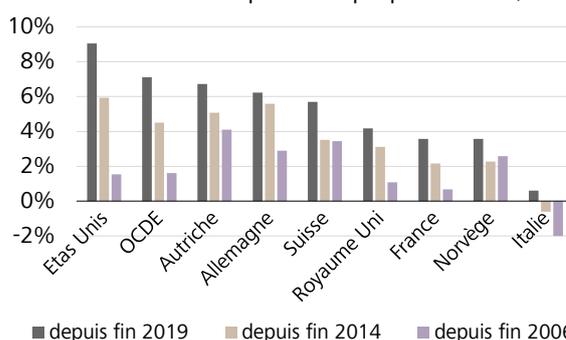


Source: diverses sources, Raiffeisen Economic Research



### Evolution des prix

Taux de croissance des prix de la propriété réelle, annualisé



Source: OCDE, Raiffeisen Economic Research

## Segments de marché

de la pandémie, dans presque tous les pays, la dynamique déjà très élevée s'est d'ailleurs encore accentuée. Ces développements internationaux s'observaient également sous une forme similaire en Suisse. Depuis 2006, largement éparpillée par la crise financière et de l'endettement, la dynamique sur le long terme était certes en moyenne plus élevée que dans les pays de l'OCDE. Or, depuis 2014, les prix de l'immobilier étaient un peu moins dynamiques que dans d'autres pays. Malgré des taux de croissance des prix tout aussi élevés, le boom lié à la pandémie était également nettement sensible en Suisse, même s'il était moins développé que la moyenne des pays de l'OCDE. Concernant l'indicateur de bulle «dynamique de prix élevée», malgré une hausse des prix très dynamique, la Suisse n'est nullement un cas à part. En comparaison internationale, elle se situe donc dans la bonne moyenne.

### Niveau de prix comme potentiel d'effondrement

Ces dernières années en particulier dans les pays présentant une abordabilité de la propriété relativement bonne en comparaison internationale, la dynamique de prix était extrêmement élevée. Dans des pays tels que les Etats-Unis, l'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande, le niveau des prix de l'immobilier comparé au niveau des revenus reste toujours très faible même après les fortes hausses de prix. Un ménage américain doit ainsi travailler un peu plus de 4,5 ans pour gagner ce que coûte un logement typique de 90 m<sup>2</sup> (cf. graphique à gauche) alors que les prix des maisons depuis leur plus-bas dans la foulée de la crise des subprimes en 2012 ont été multipliés par plus de 2,5 x. En Italie, en revanche, où les prix immobiliers ont baissé pendant des années avant la pandémie malgré l'effondrement des prix, l'abordabilité avec plus de onze ans de travail est bien plus faible que dans la plupart des autres pays d'Europe. En Suisse, il faut aujourd'hui travailler près de 8,9 ans pour acquérir ce logement type. A cet égard, la Suisse se trouve

également dans la bonne moyenne de l'indicateur «abordabilité», toutefois largement devant tous ses voisins. Nos salaires élevés justifient le niveau des prix immobiliers du moins, lorsque la base d'évaluation est la comparaison avec l'étranger. Comparé à nos voisins, notre potentiel d'effondrement est donc plutôt limité. En comparaison internationale, l'immobilier en Suisse n'est donc pas particulièrement cher même après la dynamique de prix particulièrement élevée des dernières décennies. Toutefois, en comparaison avec la valeur moyenne sur le long terme, l'abordabilité s'est un peu plus détériorée en Suisse qu'en moyenne dans les pays industriels. En raison de la dynamique des salaires plutôt faible en comparaison internationale, le rapport entre les prix de l'immobilier et le revenu est de nos jours de 27% supérieure en moyenne depuis 1980. Au sein de l'OCDE, ce «facteur de désolidarisation» des salaires des prix de l'immobilier s'élève à 22% (cf. graphique à droite).

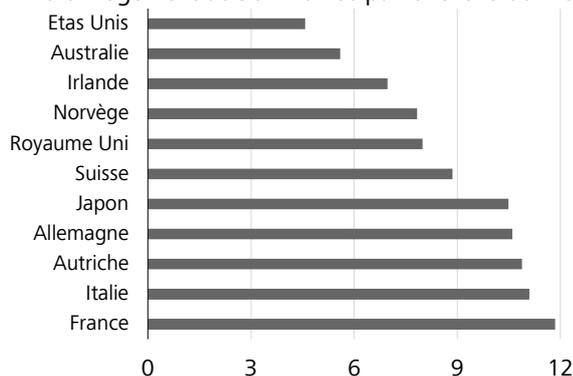
### Achat immobilier à crédit

Traditionnellement, la Suisse fait partie, avec certains pays d'Europe du Nord, des pays affichant le plus fort endettement privé par habitant. En termes de ratio dettes/revenus du ménage, la Suisse fait également partie du peloton de tête (cf. graphique du haut à la page suivante). Il est indéniable qu'un niveau de dette élevé, en occultant tous les autres facteurs, présente de plus grands risques pour la stabilité financière. Car quand les taux augmentent, les ménages sont d'autant plus grevés lorsque la charge de la dette s'accroît. Par ailleurs, en cas de corrections de valeur qui vont souvent de pair avec les hausses de taux, le découvert du crédit menace d'intervenir plus tôt par une correction de valeur du bien de nantissement en cas de fort endettement. Dans le passé, l'octroi incontrôlé d'hypothèques était également souvent responsable de bulles spéculatives immobilières – dont l'éclatement finira par déclencher des crises économiques.



### Abordabilité

Prix d'un logement de 90m<sup>2</sup> divisé par le revenu du ménage

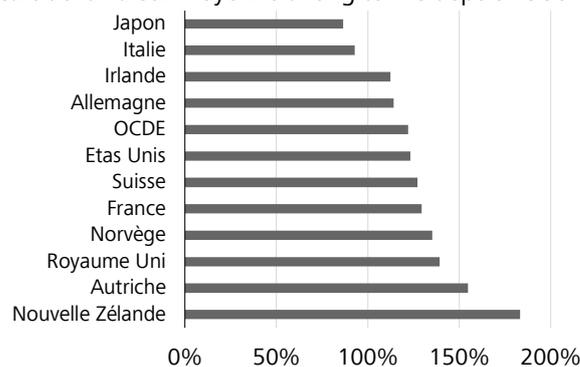


Source: numbeo, Raiffeisen Economic Research



### Changement en termes d'abordabilité

Ecart de la valeur moyenne à long terme depuis 1980



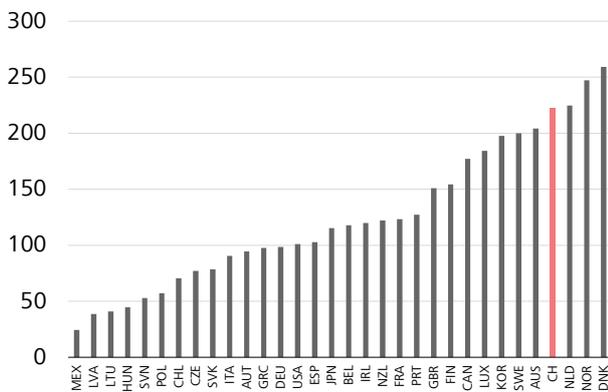
Source: OCDE, Raiffeisen Economic Research

## Segments de marché



### Montant de la dette

Dettes en % du revenu des ménages

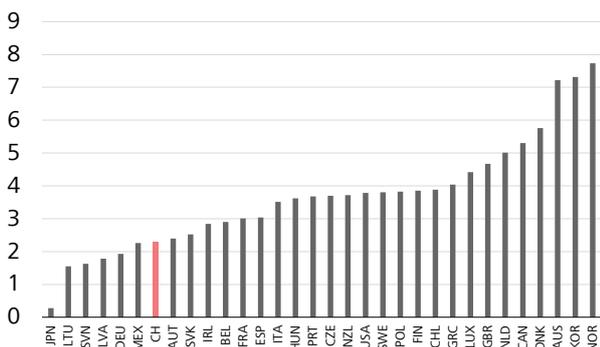


Source: OCDE, Raiffeisen Economic Research



### Poids de la dette

Dettes multipliées par le niveau des taux (emprunt d'état sur 10 ans fin 2022) en % du revenu des ménages

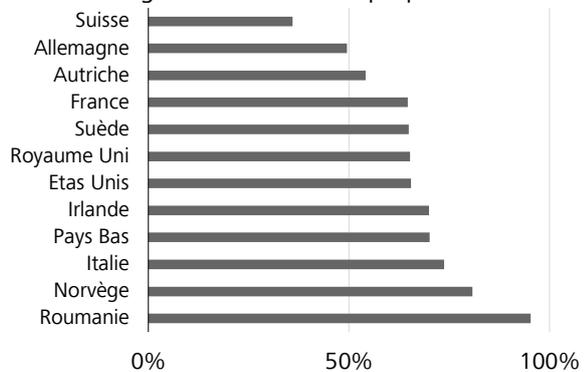


Source: OCDE, Raiffeisen Economic Research



### Taux de propriété

Part de ménages vivant dans leur propriété



Source: OFS, Eurostat, Raiffeisen Economic Research

### Taux bas: une incitation à l'endettement ?

L'observation isolée des taux d'endettement sous-estime toutefois le risque d'endettement en Suisse. En effet, l'endettement fait aussi face au plus grand patrimoine au monde. Par ailleurs, la charge des intérêts en Suisse est plus basse que presque tous les autres pays grâce au niveau de taux structurellement inférieur malgré le montant élevé de la dette (cf. graphique du milieu). Il n'y a bien sûr aucune garantie que les taux chez nous restent inférieurs mais rares sont ceux qui parieraient sur des taux plus élevés en Suisse qu'à l'étranger. Vu sous cet angle, les Suisses peuvent s'endetter à peu de frais: grâce à la force de notre devise, notre discipline budgétaire et le fait que notre pays est souvent un refuge pour le capital par temps de crise. En règle générale, il en résulte que le niveau de nos taux est encore plus bas et joue le rôle de stabilisateur automatique pour le marché immobilier. Les chocs de taux d'intérêts touchent généralement les débiteurs hypothécaires sous une forme atténuée et à plus faible amplitude qu'à l'étranger. Outre le faible niveau de taux, la possibilité de déduction fiscale des intérêts de la dette du revenu imposable rend(ait) l'endettement attrayant. La hausse des taux entraînera également une hausse des déductions des ménages – un stabilisateur automatique supplémentaire contre les chocs des taux (cf. chapitre Propriété de la présente publication).

### Un faible taux de propriété comme stabilisateur

A cela s'ajoute que les dettes se concentrent ici sur peu de propriétaires, car le taux de logement en propriété en Suisse est très faible (cf. graphique du bas). Au premier regard, il en ressort un risque de concentration supplémentaire pour les propriétaires concernés. Or, la propriété est désormais le privilège des ménages aisés à forts revenus. Voilà belle lurette que les ménages à faibles revenus n'ont aucune chance d'obtenir une hypothèque pour l'acquisition d'un bien. Sur le plan sociétal, cela peut être considéré comme un effet secondaire indésirable des exigences de fonds propres et de solvabilité extrêmement stricts. Eu égard à la stabilité financière, il faut toutefois le voir sous un angle positif. Car les ménages les plus modestes souffrent nettement plus de la crise que les ménages aisés. Ils sont plus fortement impactés par la hausse de l'inflation et le chômage et en cas de nécessité, ils ne peuvent pas puiser dans leur épargne. Ainsi, les pays à taux de propriété plus élevé présentent un plus grand risque de défaut de paiement et de ventes en urgence de biens immobiliers, car de plus vastes pans de la population y ont accès au marché de la propriété – et donc au marché du crédit correspondant.

## Le montant de l'endettement est peu décisif

A la différence de la plupart d'autres pays, les dettes hypothécaires ne doivent pas être amorties dans leur intégralité en Suisse. En matière de propriété, il suffit d'une réduction des deux tiers de la valeur de nantissement. La dette restante peut en théorie rester éternellement. De nombreux propriétaires y ont recours en Suisse, notamment pour raisons fiscales. Or, en termes de stabilité financière, ces dettes restantes sont bien moins problématiques que les nantissements de plus de 66%. Le niveau d'endettement est donc si élevé en Suisse, car il n'y a pas besoin de réduire les dettes sous un niveau de risque de deux tiers. La réduction totale de la dette hypothécaire telle qu'elle est exigée dans la plupart des pays, n'est que faiblement propice à la stabilité financière dès qu'un certain seuil est sous-dépassé. Ce qui est important est donc avant tout le rythme avec lequel les nouveaux acquéreurs doivent réduire le taux de nantissement au départ très élevé.

## Seulement un petit choc des taux?

En Suisse, le niveau des taux est bien plus faible que dans la plupart des autres pays. Comme l'inflation est ici bien plus faible qu'à l'étranger, la BNS a dû augmenter les taux bien moins fort que la plupart des autres grandes banques centrales (cf. graphique à gauche). Face à la crise inflationniste actuelle, la Suisse se montre une fois de plus extrêmement résistante et tourne un regard confiant vers l'avenir. Alors que conformément aux attentes du marché dans la plupart des espaces monétaires, les banques centrales doivent continuer à fortement intervenir pour parvenir à contrôler l'inflation, la fin provisoire du cycle de taux en Suisse au niveau de taux actuel devrait presque être atteint. Ainsi, globalement, les conditions de financement

des biens immobiliers devraient se détériorer bien moins qu'ailleurs. Cela réduit la pression sur les prix de l'immobilier en comparaison avec la plupart des autres pays.

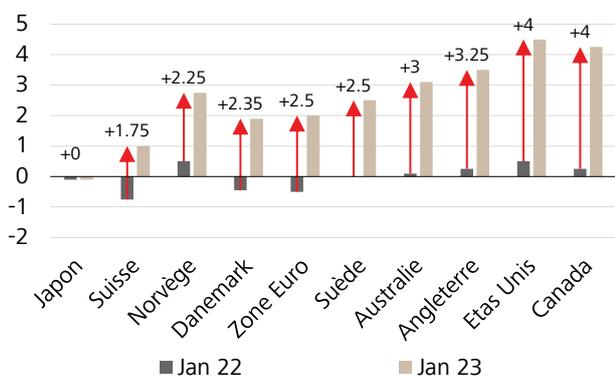
## Hypothèques du marché monétaire: un facteur de risque ?

Depuis la hausse des taux longs, la Suisse connaît une ruée vers les hypothèques SARON. Alors qu'auparavant, les hypothèques à taux fixe représentaient près de 80% du volume hypothécaire, depuis le milieu de l'année écoulée, les preneurs d'hypothèques contractent avant tout des hypothèques du marché monétaire. Les financements SARON ont nettement gagné en attractivité, car les taux à court terme ont moins augmenté que ceux des hypothèques fixes. Ainsi, les preneurs d'hypothèques peuvent actuellement fortement amortir le «choc des taux». Cela a certainement également contribué au fait que jusqu'à présent, il n'y a pas eu beaucoup de mouvement au niveau des prix de l'immobilier. Car pour la plupart des propriétaires les coûts de financement réels n'ont jusqu'à présent quasiment pas augmenté. Ainsi depuis le dernier relèvement des taux de la BNS en décembre, les hypothèques SARON coûtent plus que la conclusion d'une hypothèque sur 10 ans début 2022. Par ailleurs, le taux moyen des hypothèques échues ou à renouveler était en fin d'année inférieur au taux d'une SARON. La liberté dont nous disposons en Suisse lors de l'engagement de taux a donc un effet stabilisant pour les prix de l'immobilier, du moins à court terme. Dans d'autres pays, pour raisons institutionnelles il n'y a quasiment pas de choix et il faut dans les faits contracter des hypothèques à plus long taux d'intérêts (cf. graphique à droite). Ponctuellement, outre-Atlantique, le Fixed-Rate-Mortgage sur 30 ans a dû être assorti d'un taux de près de 7% (cf. graphique en bas à gauche).



### Hausses des taux directeurs

Taux directeurs des banques centrales en %

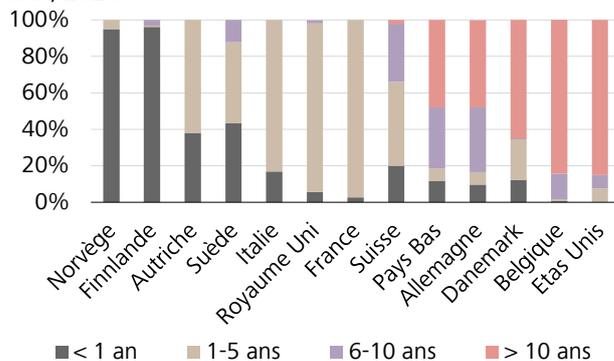


Source: diverses sources, Raiffeisen Economic Research



### Structure de financement des hypothèques

Nouvelles hypothèques contractées selon engagement de taux, 2021



Source: EMF, Raiffeisen Economic Research

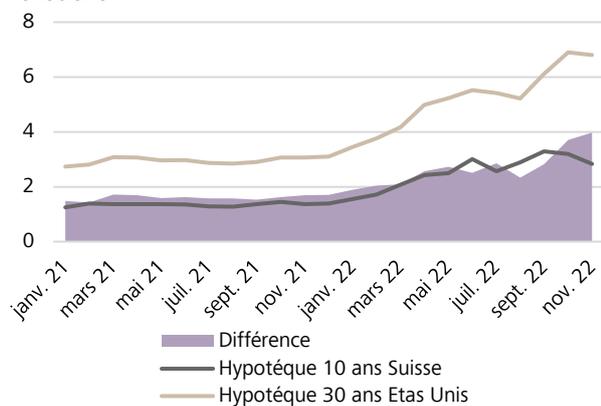
## Gros plan

Rien d'étonnant alors à ce que le marché, en particulier pour les primo-accédants, ait une réaction plus brutale qu'en Suisse, où il existe des solutions de remplacement. Les systèmes avec engagement de taux à long terme comme aux Etats-Unis sont uniquement avantageux pour les débiteurs hypothécaires existants et seulement en cas de forte hausse des taux avec un niveau élevé sur une longue période. Ils sont protégés plus longtemps des hausses de taux. Si les taux restent élevés sur une longue période, dans un tel scénario, ils devraient atteindre les propriétaires plus rapidement que par ex. aux Etats-Unis, en Belgique ou au Danemark. Car dans ces pays, dans le passé, un plus grand nombre d'hypothèques a été contracté avec un engagement de taux très long. Or, en comparaison internationale, la Suisse n'a pas présenté de durée d'engagement particulièrement courte, elle figure ici aussi dans la bonne moyenne. La Norvège et la Finlande concluent le plus souvent des hypothèques à court engagement de taux de moins d'un an, mais notre voisin autrichien se caractérise également par l'engagement moyen très court de ses hypothèques. Il faut donc observer l'évolution des prix dans ces pays. Pour l'instant, la Suisse continue de profiter du meilleur des deux mondes: grâce à la grande part d'hypothèques fixes dans l'inventaire, la majorité des débiteurs ne sera concerné que plus tard par la hausse des taux. Par ailleurs, ceux qui doivent contracter une nouvelle hypothèque maintenant, peuvent se tourner vers les hypothèques SARON qui seront relativement abordables et ainsi briser net les pics conditions de financement pour les hypothèques à long terme. Les Suisses peuvent donc du moins se préparer à un niveau de taux durablement élevé.



### Taux hypothécaires à long terme

Taux pour les nouvelles activités en %, moyenne mensuelle



Source: FRED, BNS, Raiffeisen Economic Research

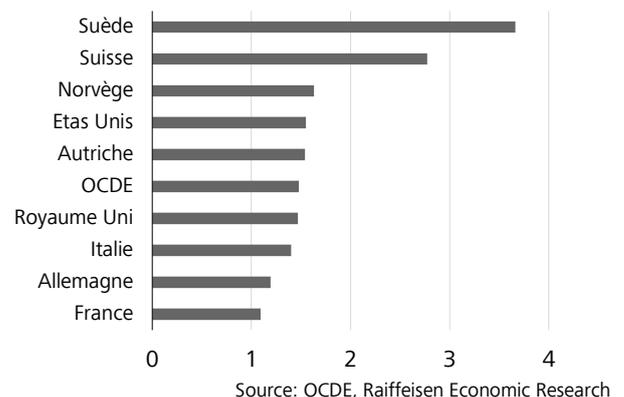
### Le logement locatif comme refuge?

Avec la hausse des taux, il est désormais moins cher de louer que de vivre dans une propriété nouvellement acquise (cf. chapitre Propriété de cette publication). Dans d'autres pays aussi, l'attractivité relative du marché du logement locatif a augmenté avec la hausse des taux. Certes, la flambée de l'inflation se manifeste dans de nombreux pays également sous forme d'une révision à la hausse des loyers. Or, comparée à la hausse des coûts de financement de la propriété, elle reste modérée même dans des pays subissant une inflation particulièrement élevée. L'attractivité du marché de la propriété privée s'est détérioré le plus dans les pays où les taux ont le plus progressé. Transposé en Suisse, cela signifie que le marché de la propriété a certes perdu en attractivité, mais dans une ampleur moindre qu'ailleurs. En raison du faible niveau de taux, même avant le revirement de taux, la Suisse était l'un des pays où le marché de la propriété était plus attrayant que celui de la location. Le graphique en bas à droite retrace les coûts de location par rapport aux paiements de taux hypothécaires pour l'année 2020. Comme les statistiques correspondantes de l'OCDE tiennent également compte des paiements d'amortissement, les statistiques déforment un peu le tableau en faveur de la Suisse. En effet, les amortissements ne sont pas de véritables coûts et l'on amortit beaucoup moins ici qu'ailleurs. Or, cette pratique libérale d'amortissement fait partie des facteurs d'attraction du marché de la propriété suisse. Les propriétaires peuvent ainsi utiliser leur capital autrement que pour le remboursement contraint de leur hypothèque. Le faible taux de propriété en Suisse ne s'explique donc pas par le manque d'attractivité de la propriété, bien au contraire.



### Attractivité relative de la propriété

Charge moyenne des frais de logement d'un locataire par rapport à la charge moyenne des frais hypothécaires d'un propriétaire (2020 ou dernière disponible)



Source: OCDE, Raiffeisen Economic Research

En effet, elle est tellement attrayante que les obstacles pour accéder sont très élevés (cf. le rapport Immobilier Suisse 2T21 qui explique que Suisse a l'un des systèmes de fonds propres et de solvabilité les plus stricts pour les primo-accédants). Si d'aucuns estiment que c'est injuste, force est de constater qu'il renforce la stabilité du marché national. Car si les prix venaient à baisser, en Suisse, nombreux seraient les propriétaires solvables qui se rueraient sur les «aubaines» arrivant sur le marché. Or, face aux perspectives stables du marché de la propriété, ce scénario rêvé par les locataires désireux d'accéder à la propriété ne se réalisera pas. En raison du nombre très faible de logements vides, la ruée des propriétaires vers les logements locatifs en Suisse serait de toutes façons bien plus difficile que pratiquement partout ailleurs. D'ailleurs, il reste à prouver si une telle fuite en vaut la peine sur le plan financier à moyen ou long terme. Car dès le deuxième semestre de cette année, des hausses de loyers devraient intervenir en Suisse.

### La pénurie bat les taux

Malgré les vacances extrêmement faibles sur le marché du logement suisse, on construit très peu ici en comparaison internationale. Le nombre de permis de construire délivrés en 2021 est quasiment le plus faible de tous les pays développés (cf. graphique à gauche). La rareté des terrains de construction, les règlements de construction et plans de zone des communes empêchent la nécessaire expansion de l'offre. Alors que cette expansion sera à l'avenir extrêmement modeste, en même temps, la demande tirée par l'immigration est extrêmement élevée. La Suisse est l'un des pays développés à la plus forte croissance (cf. graphique à droite). Et en marge actuelle, il se dessine même une accélération de la dynamique de la population. Face aux incertitudes sur le plan

économique, la Suisse joue le rôle de refuge et attire donc l'immigration. En comparaison internationale aussi, la pénurie reste le thème dominant sur le marché du logement suisse.

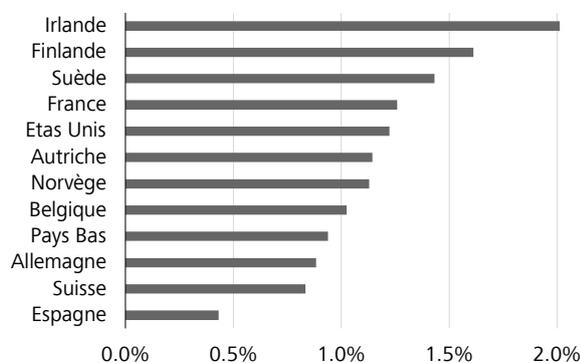
Grâce à cette pénurie, au faible niveau de taux et à l'inflation contenue, les risques sur le marché de la propriété suisse sont faibles en comparaison internationale. Certes la hausse des taux va quelque peu ralentir la demande en Suisse aussi, mais bien moins qu'à l'étranger, car la hausse y sera bien moindre que dans la plupart des pays. Certes, une légère baisse des prix de la propriété comme ailleurs ne peut bien sûr pas être exclue à court terme non plus, mais en raison de ses caractéristiques uniques le marché suisse devrait de nouveau se distinguer comme l'un des plus résistants à la crise au monde. Pour les propriétaires existants, c'est une bonne nouvelle mais pas pour les amateurs de bonnes affaires, qui pensent sentir le vent tourner en leur faveur.

Enfin, les risques dans de nombreux pays où les prix sont en forte baisse doivent toujours être mis en contexte. C'est ainsi que même après les derniers revers, les prix sont presque partout encore nettement au-dessus du niveau d'avant la pandémie. Chaque marché immobilier – non spéculatif doit pouvoir l'encaisser. Il fallait s'attendre à ce que les taux ne restent pas éternellement bas, et ces attentes se reflètent au plus tard depuis la crise des surprimes dans les pratiques d'octroi des hypothèques des établissements de crédit du monde entier. Or, il est intéressant de continuer à observer à la loupe les marchés immobiliers internationaux. Les crises fournissent toujours des leçons précieuses et peuvent révéler les faiblesses jusqu'à présent cachées d'un marché – potentiellement aussi celles d'un marché de la propriété jusqu'à présent réputé tellement solide.



### Permis de construire

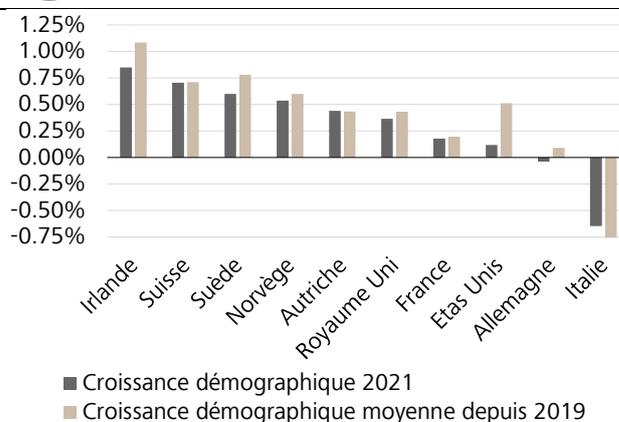
Logements autorisés en % du parc de logements 2021



Source: Docu-Media, EMF, Raiffeisen Economic Research

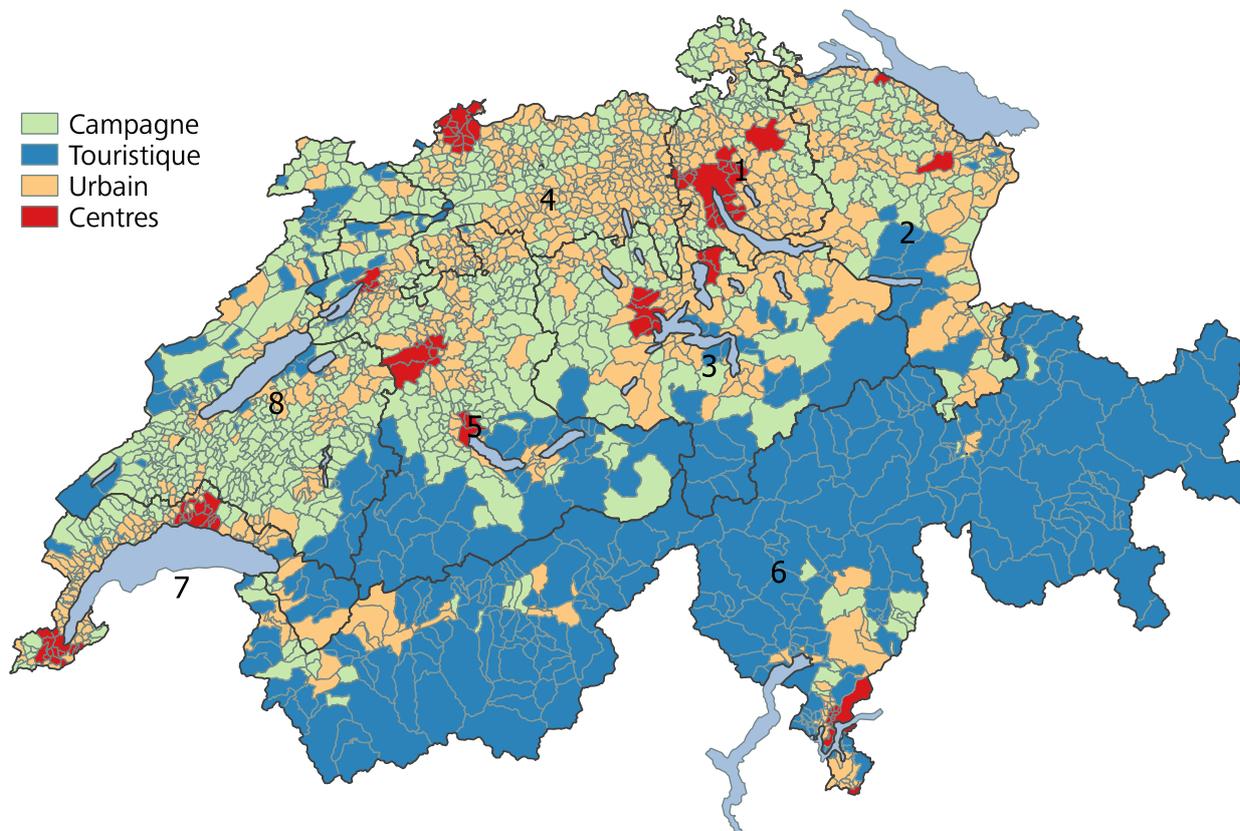


### Croissance de la population



Source: Banque mondiale, Raiffeisen Economic Research

## Types de communes et régions



	Taux de vacance (2022) en %					Permis de construire (2021) en % du portefeuille des logements				
	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.3	0.8	1.6	1.5	1	0.8	0.8	1	0.9	0.4
1 Zurich	0.7	0.4	1	1.2	-	1	0.9	1.2	1.1	-
2 Suisse orientale	1.6	2.2	1.6	1.2	1.1	0.9	0.5	1	1	0.6
3 Suisse centrale	0.8	0.8	0.8	0.9	0.7	0.9	0.6	1	1.2	0.9
4 Nord-ouest	1.6	1.1	1.9	1.5	3.5	1.1	0.9	1.1	0.9	0.9
5 Berne	1.4	0.9	2	1.7	1	0.5	0.4	0.7	0.6	0.3
6 Suisse méridionale	1.9	3.9	2.7	2.5	1	0.6	0.5	1.1	1.3	0.3
7 Région du Léman	0.7	0.5	0.9	1.5	1.3	0.8	0.9	0.8	0.6	0.2
8 Suisse occidentale	2	-	2.2	1.8	1.1	0.8	-	0.8	0.8	0.7

	Population (2021) Pop. résidente en perm., total et en %					Revenu imposable (2018) Moyenne, en CHF				
	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	8'738'791	30.2	49.5	14.2	6.1	62'000	65'000	63'000	56'000	48'000
1 Zurich	1'648'657	49.7	43.7	6.5	-	71'000	72'000	70'000	64'000	-
2 Suisse orientale	958'205	10.3	70.2	17.5	2	56'000	54'000	57'000	56'000	47'000
3 Suisse centrale	862'138	26.9	51.6	17.6	3.9	73'000	74'000	78'000	58'000	60'000
4 Nord-ouest	1'461'637	23.7	66.5	9.7	0.1	63'000	70'000	61'000	60'000	74'000
5 Berne	1'040'083	35.6	38.9	20.1	5.3	53'000	55'000	53'000	49'000	50'000
6 Suisse méridionale	825'715	11.6	40.3	6.3	41.9	49'000	63'000	50'000	45'000	46'000
7 Région du Léman	1'117'420	60.7	30.6	4.9	3.9	67'000	60'000	84'000	75'000	50'000
8 Suisse occidentale	824'936	-	52.7	42.8	4.5	53'000	-	53'000	54'000	51'000

## Abréviations employées

<b>ARE</b>	Office fédéral du développement territorial	<b>OFS</b>	Office fédéral de la statistique
<b>AFC</b>	Administration fédérale des contributions	<b>OFL</b>	Office fédéral du logement
<b>BNS</b>	Banque nationale suisse	<b>REIDA</b>	Real Estate Investment Data Association
<b>DFF</b>	Département fédéral des finances	<b>SECO</b>	Secrétariat d'Etat à l'économie
<b>EMF</b>	European Mortgage Federation	<b>SEM</b>	Secrétariat d'Etat aux migrations
<b>FINMA</b>	Autorité de surveillance des marchés	<b>SFP</b>	Swiss Finance and Property
<b>FRED</b>	Federal Reserve Economic Research Database	<b>SRED</b>	Swiss Real Estate Datapool
<b>KOF</b>	Centre de recherches conjoncturelles	<b>SSE</b>	Société suisse des entrepreneurs
<b>ODR</b>	Ancien Office fédéral des réfugiés	<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques

## Mentions légales importantes

### 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.