



Wordcloud: nombre de logements (location et propriété) dans toutes les demandes de permis de construire déposées en 2020 par rapport au parc immobilier de la commune. Plus le nom de la commune est grand, plus il y a eu de demandes.

Sources: Docu-Media, OFS, Raiffeisen Economic Research

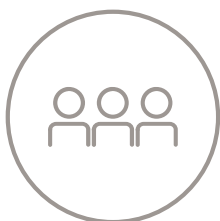
# Immobilier suisse – 3T 2021

Pénurie de terrains,  
quantité d'argent illimitée



### **Editeur: Raiffeisen Suisse société coopérative**

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 étude sur l'immobilier et à d'autres publications de Raiffeisen en cliquant ici:

[lien direct vers le site Web](#)

## Table des matières

---



### **Editorial**

Pénurie de terrains, quantité d'argent illimitée	4
Aperçu du marché	6



### **Environnement de marché**

Conditions cadres économiques	7
Marché hypothécaire	8
Placements immobiliers	9



### **Segments du marché**

Location	10
Propriété	13
Commerce de détail	17



### **Gros plan**

Terrains à bâtir	19
------------------	----



### **Annexe**

Types de communes et régions	25
Abréviations employées	26

Chères lectrices, chers lecteurs,

La crise du coronavirus touche à sa fin – du moins dans nos esprits. Après un long hiver solitaire, nous renouons soudain avec une vie sociale. Les sorties au restaurant, les vacances à l'étranger ou les manifestations culturelles redeviennent possibles. Même de grands événements tels que la Coupe d'Europe de football et les Jeux olympiques ont pu avoir lieu. Reste à espérer que cette parenthèse estivale ne se refermera pas aussi abruptement que l'an dernier. Car malgré la réussite manifeste de la campagne de vaccination mondiale, les spécialistes de la santé renouvellent leurs mises en garde contre un trop grand relâchement face à la pandémie. Avec l'amélioration de la situation épidémiologique, l'économie mondiale sort peu à peu de sa léthargie. Non sans difficultés toutefois, comme le montre l'importante pénurie d'approvisionnement pour diverses matières premières. La flambée des prix de certains biens dans le panier des ménages privés, surtout aux Etats-Unis, fait ressurgir un vieux fantôme que l'on croyait disparu à jamais. L'inflation alimente à nouveau toutes les conversations. Même s'il ne s'agit, selon nos estimations, que de pics de prix passagers, nous profitons de l'occasion pour nous pencher sur les liens entre le renchérissement et le marché immobilier. Ce marché offre en effet un terreau propice aux mythes tenaces autour de l'inflation et de ses répercussions.

### **Le marché locatif résiste à l'inflation**

Le marché locatif poursuit son atterrissage en douceur, nullement affecté par les remous liés au coronavirus. Si la plus grande crise économique et sociétale dans l'histoire récente ne parvient pas à le désarçonner, qui le pourra? Un fort renchérissement en serait-il capable? C'est peu probable! Car même si l'inflation réapparaissait et provoquait une hausse durable des taux, le régime actuel des taux d'intérêts de référence empêcherait une augmentation abrupte des loyers. Dans l'environnement de marché d'aujourd'hui, marqué par des taux de vacances élevés, répercuter sur les locataires des frais de financement ou des coûts de construction plus élevés serait voué à l'échec. Même si les prix à la consommation devaient prendre l'ascenseur en Suisse également, nous continuons d'anticiper une baisse des loyers proposés. Or, l'effet conjugué de la hausse des taux et de la baisse des loyers pourrait entraîner une réévaluation de l'immobilier de placement. Contrairement à l'opinion largement répandue qui veut que l'immobilier protège contre l'inflation, en l'occurrence, une poussée inflationniste ferait baisser les prix de la valeur réelle de l'immobilier de placement. Grâce aux réserves d'évaluation élevées et à l'horizon de placement à long terme de la plupart des investisseurs immobiliers professionnels, notre marché locatif devrait relativement bien surmonter un tel scénario.

### **La propriété privée, une protection contre l'inflation?**

Les hausses de prix de la propriété du logement ont encore accéléré durant la pandémie. Les raisons sont bien connues: des taux faibles, l'attractivité des prix de la propriété du logement par rapport à la location et une offre extrêmement limitée. Mais il manque toujours l'élément spéculatif pour former une bulle. La demande est avant tout soutenue par les propriétaires occupant leur logement. Outre les économies financières réalisées, nombre de ces propriétaires sont persuadés que leur bien les protège contre l'inflation. Or, comme le montre l'évolution des prix des 50 dernières années, les prix de la propriété n'augmentent pas automatiquement avec les taux d'inflation. A court et moyen termes, d'autres facteurs peuvent contrecarrer l'effet inflationniste. Ce n'est que sur une très longue perspective qu'un logement à usage propre protège effectivement contre l'inflation.

### **Accélération de la mutation structurelle dans le commerce de détail**

Le commerce de détail stationnaire vient de traverser une période difficile. La fermeture des commerces et les nouvelles habitudes d'achat de la clientèle ont eu un impact contrasté sur les ventes des segments du marché de cette branche. Alors que l'alimentaire et les produits électroniques ont profité de la pandémie, les chiffres d'affaires des vendeurs de vêtements et de chaussures se sont littéralement effondrés. En parallèle, la fermeture des boutiques et le confinement à domicile ont grossi les parts de marché des acteurs du commerce en ligne. Ainsi, en 2020, pour la première fois, plus de 10% du chiffre d'affaires du commerce de détail a été généré sur Internet. Le secteur non-alimentaire, déjà fortement sous pression avant la pandémie, a subi une nette accélération de sa mutation structurelle. Au sortir de la crise, les surfaces de vente, en particulier celles situées en dehors des meilleurs emplacements, doivent s'attendre à une aggravation des difficultés qu'elles connaissent auparavant en termes de commercialisation. Si les mesures de soutien étatiques échouent, les commerces de détail risquent de connaître une situation encore plus précaire. Il est peu probable qu'après le vécu des derniers mois, les commerçants de détail non-alimentaires, restaurateurs ou prestataires de services à la personne se ruent sur les surfaces devenues vacantes.

### **Les prix des terrains font grimper les prix de l'immobilier**

Notre chapitre gros plan est consacré au marché méconnu des terrains à bâtir. En Suisse, les terrains à bâtir non bâtis, en particulier à usage résidentiel, sont une denrée rare. Et ce, justement dans les endroits où on en a le plus besoin. Sous l'effet de prescriptions réglementaires strictes quant à l'utilisation de cette ressource limitée qu'est le sol, l'offre est maintenue à un niveau très bas. Simultanément, dans l'environnement de taux bas, la demande de terrains à bâtir adaptés pour des maisons individuelles, des appartements en propriété et des immeubles de placement est très forte. Qui dit demande élevée et offre limitée dit tout naturellement flambée des prix. L'exception à cet égard est constituée par des parcelles dans les communes touristiques. De grandes réserves de terrains et de fortes restrictions du cercle d'acheteurs potentiels en raison de la Loi sur les résidences secondaires y ont fait baisser les prix. Alors que les terrains ont nettement renchéri dans la plupart des régions, les coûts de construction n'ont que très légèrement augmenté. Il se produit donc un déplacement entre la part de la valeur du terrain et celle de la construction dans l'immobilier helvétique. On peut schématiquement en conclure, qu'en Suisse, ce ne sont pas les maisons qui deviennent plus chères, mais uniquement les terrains où elles sont construites.

Nous vous souhaitons une agréable lecture.

Votre team Raiffeisen Economic Research

## Environnement de marché

---

### Demande

---



**Population:** l'immigration continue de soutenir la demande de logements. De début juin 2020 à fin mai 2021, le solde migratoire de la population résidentielle étrangère s'élevait à 60'759. Ce chiffre correspond à une hausse de 10% par rapport à la période allant de juin 2019 à mai 2020.



**PIB:** la mobilité d'achat est revenue à son niveau normal et même les lieux de loisirs affichent pour la plupart une fréquentation similaire à celle qu'ils connaissaient avant la pandémie. D'ici la fin de l'année, l'économie suisse devrait renouer avec son rythme d'avant la crise.



**Revenus:** la plupart des employeurs qui ont recouru au chômage partiel, et ils sont encore nombreux à devoir y recourir, ont pu éviter des licenciements. Le taux de chômage est à nouveau en baisse depuis début 2021 et se situe actuellement à près de 3,1%.



**Environnement de financement:** en raison de la forte reprise économique aux Etats-Unis, le marché s'attend à un relèvement des taux américains un peu plus tôt que prévu. Or, ni la BNS, ni la BCE n'y voient matière à modifier leur politique monétaire. Les taux hypothécaires en Suisse restent donc bas.



**Placements:** la persistance des taux bas rend les investissements dans l'immobilier attractifs par rapport aux placements à rémunération fixe. Ainsi, même les agios des fonds immobiliers cotés ont battu de nouveaux records.

### Offre

---



**Activité de construction:** le nombre de demandes de permis de construire pour de nouveaux logements recule encore. Sur le marché du logement à usage propre, la production ne parviendra pas, à l'avenir non plus, à satisfaire la demande. La pénurie va donc s'accroître davantage.



**Vacances:** le nombre de constructions planifiées dans le domaine des logements locatifs est en recul depuis longtemps. Pour cette raison et parce que l'immigration reste solide, l'augmentation du taux de vacances devrait continuer à ralentir.

### Perspectives de prix

---



**Propriétés:** rien n'indique que la ruée vers le marché du logement à usage propre va prendre fin. En effet, comment une offre extrêmement limitée pourrait-elle satisfaire une demande très soutenue? Tous ceux qui le peuvent achètent, car la faiblesse des taux rend la propriété plus avantageuse que la location.



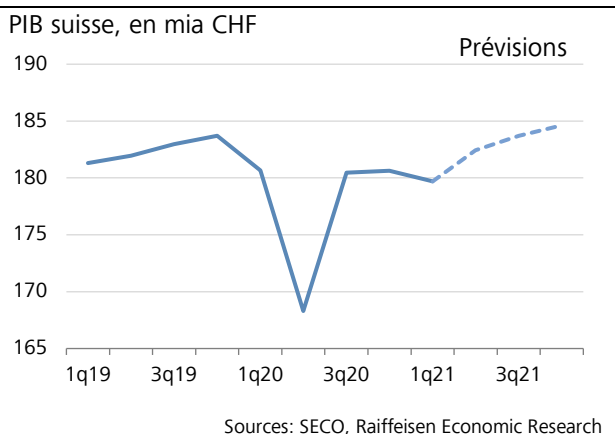
**Loyers:** la baisse continue depuis quelque temps des nouveaux loyers s'est poursuivie au même rythme. Malgré la persistance des vacances élevées, les loyers proposés resteront sous pression à l'avenir.

# Conditions cadres économiques

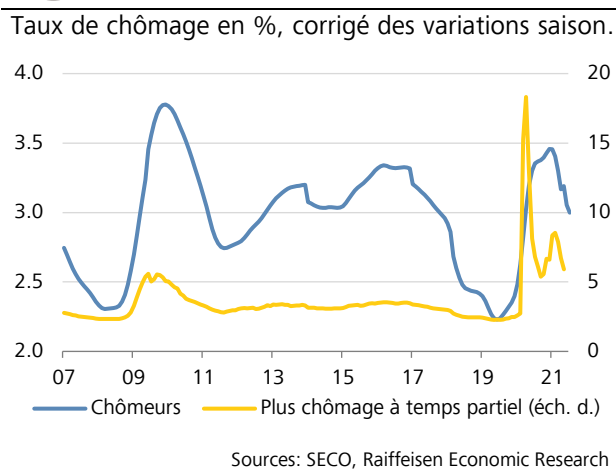
**La pandémie bat en retraite et l'économie suisse a pratiquement retrouvé un rythme normal. L'éclaircie sur le marché du travail stimule la demande de logements, même si la forte hausse du cours des matières premières renchérit le prix des nouvelles constructions.**



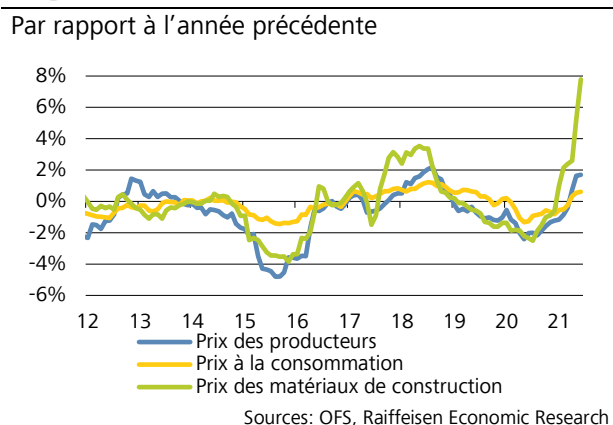
## Conjoncture



## Marché du travail



## Prix suisses



A la sortie du confinement, début 2021, l'économie suisse a progressivement retrouvé le chemin d'une quasi-normalité. Ainsi, en milieu d'année, la mobilité d'achat est revenue à un niveau normal et même les lieux de loisirs, notamment les restaurants, affichaient, pour la plupart, un taux de fréquentation comparable à celui d'avant la crise. Les prestataires de services et les consommateurs ont de nouveau le sourire, tandis que le PIB est en voie de renouer avec le niveau d'avant la crise. Sur le marché du travail aussi, la situation se normalise progressivement. Certes, les employeurs sont encore nombreux à faire appel au chômage partiel, mais moins fréquemment. Les entreprises manifestent à nouveau la volonté d'investir et prévoient d'étoffer leurs effectifs.

Cela vaut également pour l'industrie qui maintient le cap sur la croissance, malgré les prix élevés des matières premières. L'offre dans ce domaine s'est fortement contractée l'année dernière pendant la pandémie et n'est, pour l'instant, pas en mesure de répondre à la demande accrue. Par conséquent, il faut aussi s'attendre à des goulets d'étranglement en matière de livraisons au second semestre. Les entreprises hésitent toutefois à répercuter les surcoûts sur les consommateurs finaux, entre autres car elles estiment que les pics de prix sont temporaires. La hausse des prix à la consommation reste donc limitée en Suisse, notamment en l'absence d'une spirale prix-salaires menaçant le marché du travail.

Dans certains secteurs, la répercussion des ajustements de prix sur les clients peut prendre plusieurs mois. C'est par exemple le cas du secteur de la construction où des contrats à prix fixe ont habituellement cours. En raison du prix élevé des matériaux, le coût du gros œuvre des maisons individuelles a augmenté de plusieurs milliers de francs. L'aménagement intérieur coûte également plus cher. Or, même si ces prochains mois, cette hausse sera de plus en plus répercutée sur les maîtres d'ouvrage, l'effet sur la demande globale du marché résidentiel reste très faible. Au vu des coûts actuels des matériaux, cette majoration représente au pire 1% du prix de la maison. En outre, les nouvelles constructions représentent moins de 1% de l'ensemble du parc immobilier résidentiel.

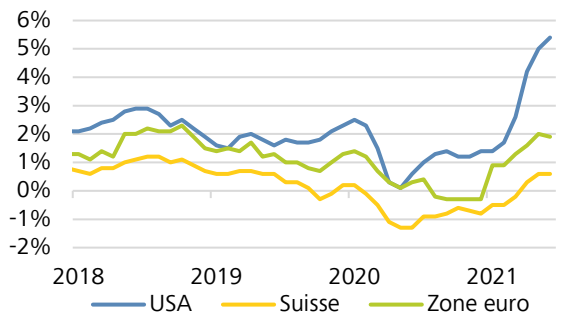
# Marché hypothécaire

La relance de l'économie mondiale entraîne des goulets d'étranglement en matière de livraisons et fait flamber les prix. Or, les perspectives inflationnistes à moyen terme restent modérées, incitant les banques centrales à poursuivre leur politique monétaire expansive. Ainsi, les taux demeurent bas et les conditions hypothécaires avantageuses.



## Inflation

Prix à la consommation, croissance en % par rapport à l'année précédente

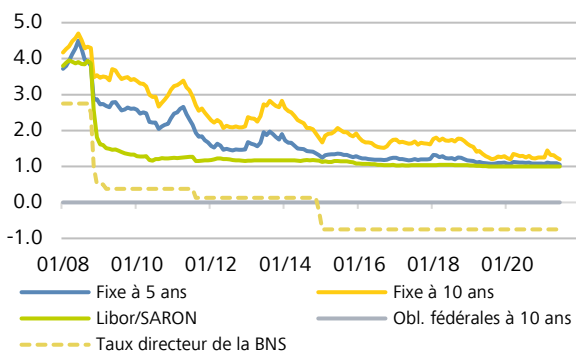


Sources: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## Taux hypothécaires

Taux d'intérêt pour nouvelles activités, en %



Sources: BNS, Raiffeisen Economic Research



## Volume hypothécaire

Croissance en % par rapport à l'année précédente



Sources: BNS, Raiffeisen Economic Research

Aux Etats-Unis, la hausse de l'inflation a connu une ampleur inattendue, mettant la Réserve fédérale sous pression, ce qui laisse augurer une baisse prochaine de ses achats mensuels d'emprunts. Par ailleurs, désormais, la majorité des banquiers centraux américains mise sur une légère hausse des taux directeurs à l'horizon 2023. Certes, cela ne signifie ni un virage à 180 degrés dans la politique monétaire ni la normalisation rapide des taux, car cette poussée inflationniste n'est certainement que largement provisoire. Elle s'explique en grande partie par une poignée de catégories qui profitent fortement de la relance. Les goulets d'étranglement mondiaux en matière de livraisons contribuent aux pics de prix. Aussitôt que l'offre et la demande se stabiliseront, la pression sur les prix devrait également se relâcher. Seule une forte hausse des salaires entraînerait des taux d'inflation élevés en 2022, ce qui semble peu probable, étant donné que le marché de l'emploi actuel se situe encore de plusieurs millions sous le niveau d'avant la crise.

Dans d'autres pays aussi, la reprise mouvementée de la demande dépasse l'offre. L'évolution des prix y est toutefois bien plus stable qu'aux Etats-Unis, expliquant la décontraction affichée par les banquiers centraux. Ni la BCE, ni la BNS ne voient la nécessité d'adapter la politique monétaire, de sorte que les taux des marchés des capitaux suisses ne présentent toujours qu'un potentiel haussier limité.

Les conditions de financement de la propriété du logement restent donc très attractives, toutes échéances confondues. Les taux pour les hypothèques à taux fixe à long terme sont proches des plateaux records et donc des conditions des hypothèques SARON. La croissance hypothécaire a même un peu accéléré, soulignant la vigueur de la demande de logements à usage propre.



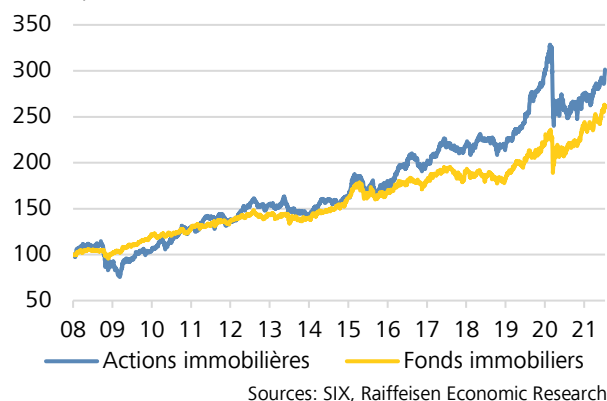
# Placements immobiliers

**Les fonds immobiliers ont nettement mieux récupéré du coronavirus que les actions immobilières, leurs agios ont même battu de nouveaux records. Ce n'est pas l'inflation ni la spéculation qui attirent les investisseurs vers la valeur réelle qu'est l'immobilier, le marché table toujours sur des taux bas et considère donc que les prix élevés sont justifiés.**

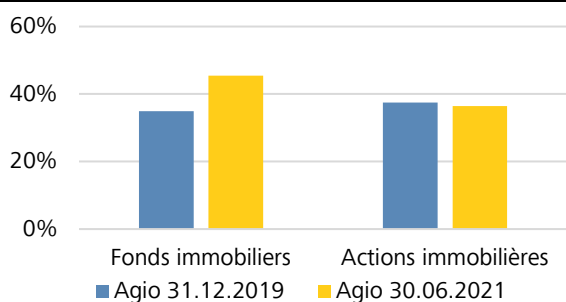


## Total Return Index des fonds immobiliers cotés et des actions immobilières

Indexé, 2008 = 100

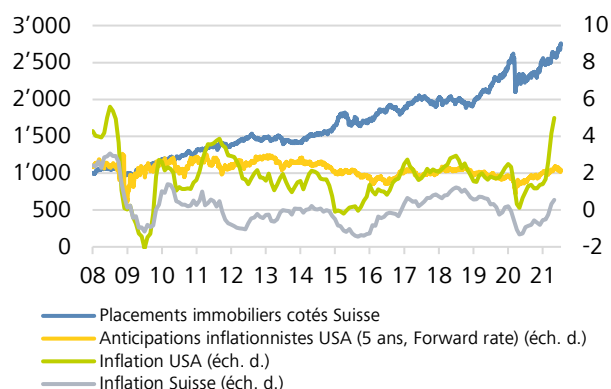


## Agios de placements immobiliers cotés



## Inflation et placements immobiliers directs

Taux d'inflation p.a. en %, Total Return Index des placements immobiliers, niveau d'indice SXI Real Estate Broad



Les cours des placements immobiliers suisses indirects sont toujours orientés à la hausse. Alors que les fonds immobiliers ont depuis longtemps atteint de nouveaux records, les cours des actions immobilières sont encore nettement inférieurs au niveau d'avant la crise. Il existe trois raisons à cela. Premièrement, les actions sont plutôt centrées sur les immeubles commerciaux. L'accélération de la tendance au télétravail et au commerce en ligne offre des perspectives assez sombres. Deuxièmement, avec en moyenne 50%, le taux de capitaux tiers des SA immobilières est près du double de celui d'un fonds. Malgré leur focalisation sur les immeubles à vocation commerciale et les projets de développement, leur profil de risque est donc bien plus agressif. Troisièmement, avant la pandémie, les cours des actions immobilières ont connu une flambée exorbitante, foncièrement inexplicable: entre mars 2019 et mars 2020, les cours ont augmenté de 45%. La pandémie a un peu calmé le jeu.

### Rapprochement des agios des fonds et des actions

Contrairement à la situation d'avant la crise, les agios des fonds sont actuellement légèrement supérieurs à ceux des actions. Si l'on rapporte les gains des deux formes de placement au capital investi (fonds étrangers investis + valeur boursière des capitaux propres), il s'avère que fin 2019, à 2,54%, le rendement des fonds était presque aussi élevé que celui des actions (2,78%), bien que ces dernières reposent sur des biens immobiliers nettement plus risqués et des modèles d'affaires moins défensifs. Jusqu'à fin juin 2021, ces rendements du capital global ont reculé à 2,02% chez les fonds, augmentant à 3,62% chez les actions. A présent, les évaluations reproduisent de nouveau mieux les différents profils de risques des deux formes de placements immobiliers indirects.

### Le marché anticipe une politique monétaire expansive

L'évaluation absolue des placements immobiliers indirects est-elle excessive? C'est un autre débat. La mise en place d'une politique monétaire restrictive pour y remédier a récemment généré craintes et préoccupations inflationnistes qui ne sont manifestement pas partagées par les investisseurs. Les anticipations inflationnistes ont certes légèrement augmenté, mais les marchés continuent d'anticiper des taux bas. Face à la pénurie de solutions de placement alternatives dans cet environnement de marché, les prix pour des placements immobiliers indirects ne sont pas mus par la spéculation, mais découlent de décisions rationnelles liées au statu quo d'investisseurs avertis.

# Location

**La Covid-19 n'a pas gêné l'atterrissage en douceur amorcé par le marché locatif suisse depuis longtemps. La poussée inflationniste, dont certains augurent qu'elle se produira également en Suisse en raison de la vitesse de la reprise économique, désarçonnera-t-elle le marché locatif et affectera-t-elle la valeur de l'immobilier de placement?**

Le marché locatif suisse se montre toujours parfaitement insensible à la pandémie. Son évolution reste marquée par la pénurie persistante de placements induite par les taux bas et l'activité de construction excessive engagée lors de la dernière décennie. Les vacances qui se sont alors accumulées dominent le marché, de sorte que la pandémie semble n'avoir eu aucun impact sur lui. Le nombre élevé de logements vacants a de nouveau légèrement fait baisser les nouveaux loyers au 2<sup>e</sup> trimestre 2021. Ils étaient dernièrement tout juste inférieurs de 10% au pic d'il y a six ans. Face aux risques accrus de vacances et de baisse des nouveaux loyers, les développeurs de projets actionnent la pédale de frein en matière de planification de nouveaux logements locatifs. Le nombre de demandes de permis de construire pour des logements locatifs représente désormais quasiment la moitié du pic de mi-2017. Même en ces temps mouvementés, le marché locatif ne dévie donc pas de son cap: l'atterrissage en douceur que nous prédisons depuis 2015 se poursuit donc indépendamment des aléas économiques des dix-huit derniers mois.

## Risque inflationniste?

Si le marché locatif suisse est immunisé même contre la Covid-19, quelles circonstances pourraient transformer l'atterrissage en douceur bien enclenché en chute incontrôlée voire en atterrissage en catastrophe? Comme l'expliquent les paragraphes consacrés aux conditions cadres économiques (p. 7) ainsi que les taux (p. 8),

depuis la forte hausse des prix à la consommation aux Etats-Unis, le concept quasi oublié d'«inflation» est désormais de nouveau sur toutes les lèvres. Même si les derniers chiffres reflètent surtout les effets temporaires du réveil de l'économie mondiale après son sommeil forcé et même si l'inflation en Suisse n'a jusqu'à présent que légèrement augmenté en raison d'effets de base, nous vous proposons ci-après le scénario des répercussions d'une longue période d'inflation élevée sur le marché locatif suisse, en particulier si elle le désarçonnait alors qu'il semble si bien installé.

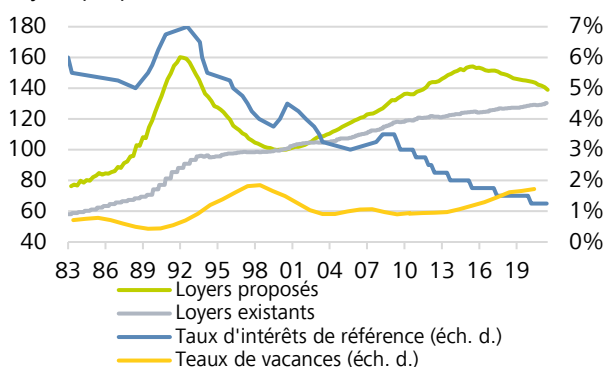
## Les loyers en tant que composante de l'inflation

Comme les loyers entrent pour près d'un cinquième dans la composition de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) et en constituent ainsi de loin la plus grande part, il existe un lien direct entre l'évolution des loyers et l'inflation. 20% de l'inflation mesurée est déterminée par l'évolution des loyers existants. Depuis la crise financière de 2008, l'inflation n'est certes plus à l'ordre du jour – en revanche, l'inflation des loyers si. Les loyers existants ont augmenté de 15% sur cette période (cf. [«Immobilier Suisse 1T20»](#) sur la question de la hausse des loyers existants malgré la baisse des nouveaux loyers). Sans élément de loyer, les prix à la consommation auraient baissé de près de 4% ces treize dernières années. Il s'agit donc d'une déflation des prix à la consommation suite à l'inflation des loyers (cf. graphique à la page suivante).



### Aperçu du marché locatif

Loyers proposés et existants, indexés 2000 = 100

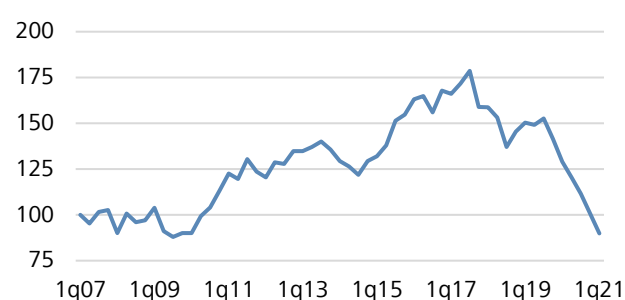


Sources: Wüest Partner, OFS, Raiffeisen Economic Research



### Demandes de permis de construire

Nombre de logements locatifs dans les demandes de permis de construire, indexé, sommes des 4 trimestres, 1t07 = 100



Sources: Docu-Media, Raiffeisen Economic Research

## Segments du marché

Cela montre que les loyers ne doivent pas impérativement évoluer parallèlement à l'évolution des autres prix. Il existe certes des liens économiques entre inflation et loyer, mais comme ils sont ténus, ils peuvent rapidement être supplantés par d'autres facteurs, comme nous vous le démontrons ci-après.

### Inflation en hausse = hausse des taux = hausse des loyers?

Taux nominal = taux réel + inflation anticipée, telle est l'équation économique simplifiée. Le niveau de taux décisif pour le marché immobilier est par conséquent largement codéterminé par l'inflation. Sur le marché locatif, l'équation qui s'applique est la suivante: si les prix augmentent, les taux augmentent; si les taux augmentent, le taux d'intérêt de référence hypothécaire augmente. Et les loyers y sont directement corrélés – du moins en théorie. Car en pratique, ce lien n'opère que très lentement et encore. Comme le taux de référence n'est en réalité rien d'autre que le taux moyen de toutes les hypothèques en cours en Suisse et qu'une grande partie de ces hypothèques sont à taux fixe et à long terme, il faut attendre longtemps pour qu'un nouveau niveau de taux ait un impact sur le taux de référence. Or, à l'instar de nombreuses évolutions sur le marché immobilier, les processus d'ajustement s'étalent sur des années. En outre, le mécanisme de transfert du taux de référence sur les loyers est de toutes façons très inégal, car l'ajustement des loyers au taux de référence n'est pas un automatisme. Il va sans dire que la plupart des bailleurs ne répercute pas la hausse ou la baisse des taux sur les loyers. A l'inverse, peu de locataires réclament une baisse du loyer (cf. [«Immobilier Suisse 1T20»](#)). Or, si les prix augmentent et donc les taux nominaux, soit à moyen terme le taux de référence, la plupart des bailleurs peuvent augmenter les loyers uniquement si les contrats sont récents. Les baux plus anciens contiennent un taux de référence plus élevé; mais comme souvent les loyers n'ont pas été baissés lorsque le taux de référence était bas, il n'existe à présent pas de marge de manœuvre pour augmenter jusqu'à dépasser le niveau du taux de référence en vigueur à la conclusion du contrat. Et même dans les contrats récemment conclus avec un taux de référence bas, la marge de manœuvre est souvent très restreinte. Bien que juridiquement envisageable, les bailleurs y réfléchiront à deux fois dans l'environnement de marché actuel. Car en cas d'augmentation, de nombreux locataires vont rechercher un logement plus abordable. En effet, en tant que nouveaux locataires, ils paient déjà des loyers (trop) élevés proches des prix du marché en raison de la baisse des

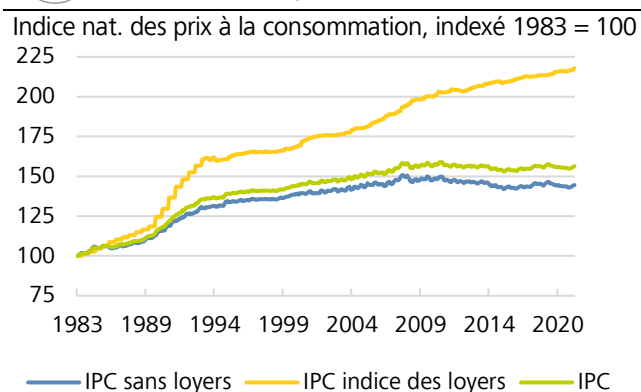
nouveaux loyers. Dans le contexte actuel d'un marché de locataires, marqué par des vacances élevées et la concurrence sur les prix, ils trouvent rapidement leur bonheur. Via le taux de référence, à court ou moyen terme dans la présente constellation, une hausse de l'inflation n'aurait quasiment aucun impact sur les loyers. En cas de poussée inflationniste, le mécanisme de compensation de l'inflation visé par ce système ne joue pas, si la baisse de l'inflation et la baisse des taux n'entraînent quasiment aucun ajustement des loyers et qu'en outre, comme c'est le cas actuellement, il s'exerce de puissantes forces du marché contradictoires qui exigent des loyers plus bas.

### Spirale salaires – loyers?

En cas de hausse des prix, les employé-e-s exigent une hausse des salaires, ce qui entraîne une augmentation de leurs revenus. Il en résulte une hausse de la demande susceptible de faire grimper les prix encore davantage, enclenchant la spirale prix-salaires redoutée. Cette argumentation vaut théoriquement aussi pour les loyers. Historiquement il est effectivement avéré que l'évolution des salaires et des loyers est fortement corrélée (cf. graphique à la page suivante). Or, si une poussée inflationniste se produisait effectivement dans l'environnement de marché actuel, ce ne serait pas dû aux loyers. Premièrement, les vacances élevées continueront de faire baisser les loyers proposés et ne donneront donc pas d'impulsion inflationniste supplémentaire et deuxièmement, comme décrit plus haut, aucun ajustement significatif des loyers ne se produira via les taux de référence. L'éventuelle hausse des prix proviendrait d'autres biens de consommation. Par conséquent, une part accrue du budget des ménages y sera consacrée. Dans l'environnement actuel, tout ceci retire la pression qui entraîne ou aspire les nouveaux loyers dans la spirale.



### Inflation des prix à la consommation et inflation des loyers



Sources: OFS, Raiffeisen Economic Research

## Segments du marché

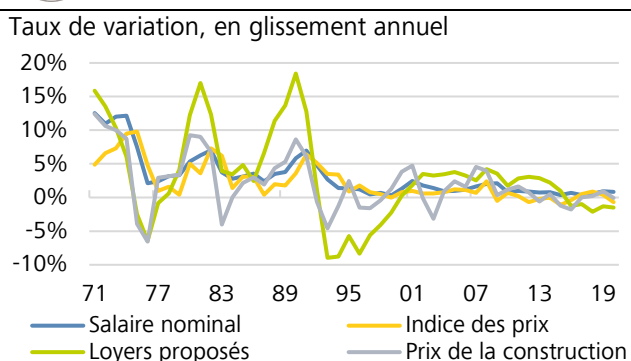
### Construction de logements plus onéreuse

Les prix d'autres biens sont des facteurs entrants de la construction de logements. En cas de renchérissement des matériaux de construction et des salaires, la construction de nouveaux logements locatifs deviendra plus chère et les loyers augmenteront. C'est habituellement une corrélation assez étroite. Les prix de différentes matières premières et produits semi-finis de la construction sont effectivement en forte hausse actuellement. Or, nous estimons qu'il s'agit d'un phénomène temporaire, qui durera concrètement jusqu'à la stabilisation des chaînes de livraison suite à la fin de la pandémie. En revanche, les salaires sont plus amorphes. Les négociations salariales dans le bâtiment sont encore à venir, avec de possibles hausses de salaires, mais certainement pas de bonds salariaux, dans ce secteur qui redémarre. De toute façon, les frais de construction et les salaires ne constituent qu'une partie du coût d'un logement. Même ce canal inflationniste classique n'exerce aucune pression haussière majeure sur les loyers qui, à moyen terme, sont immunisés contre l'inflation. Les relations économiques décrites ne peuvent jouer qu'à long terme.

### Perspectives des actifs

Pour les investisseurs en immobiliers de placement, un scénario inflationniste avec une baisse simultanée des loyers constitue une gageüre. La hausse des taux nominaux entraînerait une augmentation des taux d'escompte de l'évaluation de l'immobilier, ce qui conduirait à des corrections de valeur en partie douloureuses. Les biens à usage commercial sont moins durement touchés, car ils sont souvent soumis à des contrats de bail indexés, ce qui signifie que leurs loyers sont directement corrélés à l'inflation. Une hausse de l'inflation entraînerait par conséquent une réévaluation sous le niveau de prix actuel surtout pour les logements. Dans l'environnement actuel, les prix de l'immobilier, valeur réelle présumée protégée contre l'inflation, baisseraient donc, faisant mentir la sagesse populaire.

### Prix, salaires, prix de la construction et loyers



Sources: OFS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

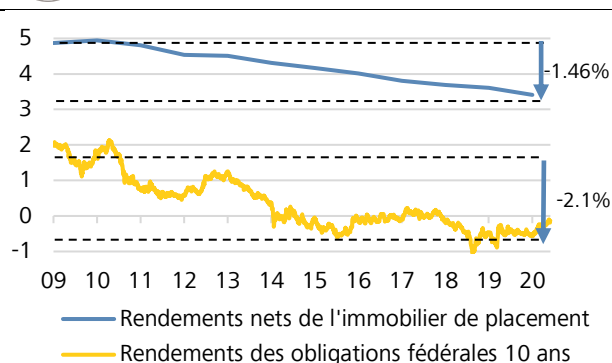
### Réserves d'évaluation

Dans le passé, les taux d'escompte de l'évaluation immobilière des investisseurs institutionnels n'ont pas chuté aussi fortement que les taux, alors que le taux est le déterminant principal du taux d'escompte. C'est un indicateur de la présence de réserves d'évaluation dans les livres des investisseurs institutionnels pour l'évaluation de l'immobilier de placement. La pratique d'évaluation plutôt conservatrice du passé récent, où chaque hausse des taux n'a pas été immédiatement et entièrement intégrée, va juguler la pression sur des dévaluations majeures. Pour deux raisons: premièrement, les réserves d'évaluation dans les portefeuilles absorbent toute pression haussière éventuelle. Deuxièmement, selon la pratique d'évaluation habituelle, il n'y a pas lieu de suivre à la lettre chaque petit sursaut de taux.

### Portefeuille et timing

Les investisseurs immobiliers institutionnels établis avec de gros portefeuilles ne changeraient pas de cap, même en cas de réévaluations, car ces dernières années, ils ont réalisé des gains sur leurs positions comptables. Ils pourront donc supporter des dévaluations plus prononcées. Surtout que des acteurs majeurs tels que des caisses de pension investissent avant tout leurs fonds propres. Plus fortement concernés sont les investisseurs récemment arrivés sur le marché et ayant fait appel à des fonds étrangers en raison du niveau actuellement élevé des prix. Les prix actuels avec des taux de capitalisation très bas sont payés dans l'anticipation de taux bas persistants et d'une faible inflation. Le calcul de ces investisseurs ne sera pas payant en cas de hausse marquante de l'inflation, une évolution que nous n'anticipons pas, notez-le bien. Or, chez ces investisseurs privés qui sont souvent de petites sociétés, aucune évaluation du marché n'est nécessaire. Leurs problèmes commenceront lorsque les loyers en cours ne couvriront plus les hypothèques.

### Rendements en %



Sources: REIDA, BNS, Raiffeisen Economic Research

# Propriété

**Les prix ont de nouveau fortement augmenté sur le marché de la propriété suisse, la dynamique a même récemment accéléré, alimentée par la politique monétaire expansive et les taux bas. A présent, certains craignent qu'après l'inflation des prix des actifs, ce serait le tour des prix à la consommation. En raison de la valeur réelle de l'immobilier, les propriétaires de logements sont-ils vraiment bien protégés de l'inflation?**

Les logements à usage propre n'ont jamais été aussi chers en Suisse. L'indice des prix des transactions Raiffeisen pour les maisons individuelles et les propriétés par étages ont battu de nouveaux records. C'est presque devenu une habitude. Pratiquement à chaque trimestre au cours des années passées, les records précédents étaient réduits à l'état de maculature. Alors qu'un ralentissement de la dynamique des prix se dessinait entre la fin de 2018 et la mi-2020, depuis le déclenchement de la pandémie de la Covid-19, les taux de croissance sont de nouveau en forte hausse. Les prix des maisons individuelles ont cru de 2,1% au deuxième trimestre 2021 et ceux des PPE ont même affiché 2,4% de plus qu'au trimestre précédent. Les prix des MI ont augmenté de plus de 6% par rapport à 2020, ceux des PPE de près de 5%. Même en comparaison historique, il s'agit de hausses conséquentes.

### Les hausses de prix sont faciles à justifier

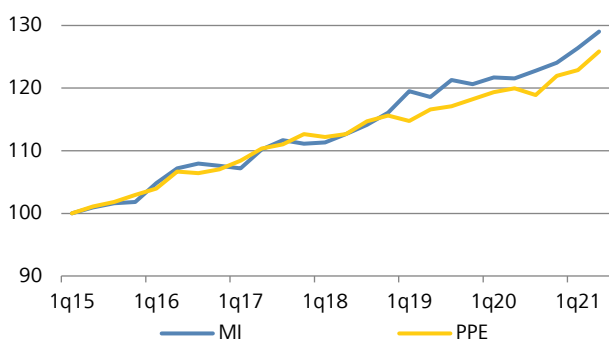
Les raisons pour l'évolution des prix sont les mêmes qu'auparavant: taux bas, attractivité de la propriété par rapport à la location, très grande pénurie de l'offre et prise de conscience lors du temps prolongé passé chez soi dans la foulée du confinement. Certes, les taux hypothécaires ont récemment légèrement augmenté, mais le niveau toujours faible des taux et les perspectives de taux restent un argument d'achat très convaincant. Cela dit, la baisse des nouveaux loyers et la hausse des prix des logements à usage propre et des frais de

financement détériorent continuellement le pouvoir d'attraction relatif de la propriété par rapport à la location. En termes absolus, on économise toujours plus d'un quart des frais de logement en devenant propriétaire. Outre le niveau des taux, la pénurie de l'offre constitue l'un des principaux moteurs de l'accélération de la dynamique des prix. Aucune détente quant au nombre de biens mis en vente, bien au contraire. Le 2<sup>e</sup> trimestre 2021 a enregistré une baisse de 20% des biens proposés à la vente par rapport au même trimestre l'année dernière. Un regard sur les demandes de permis de construire de logements révèle que de moins en moins de biens vont arriver sur le marché. Face à l'offre limitée et en baisse constante, la demande ne cesse de croître. Ainsi, le nombre d'abonnements de recherche pour la propriété par étages sur les plateformes immobilières a de nouveau bondi. Certes, le nombre d'abonnements augmente depuis un certain temps, mais la Covid-19 a en l'occurrence entraîné une accélération sensible. La nouvelle prise de conscience pour l'importance de son logement éveille de nouveaux désirs, qu'aucuns espèrent satisfaire par l'achat d'un bien. La combinaison d'une offre limitée et d'une demande élevée conduit à une situation où les logements à usage propre sont quasiment arrachés des mains des vendeurs. La durée de commercialisation a désormais atteint un nouveau plancher. La hausse des prix est la conséquence logique et fondamentalement justifiée de cette constellation.



### Prix de la propriété à usage personnel

Indice des prix des transactions Raiffeisen, 100 = 1t15

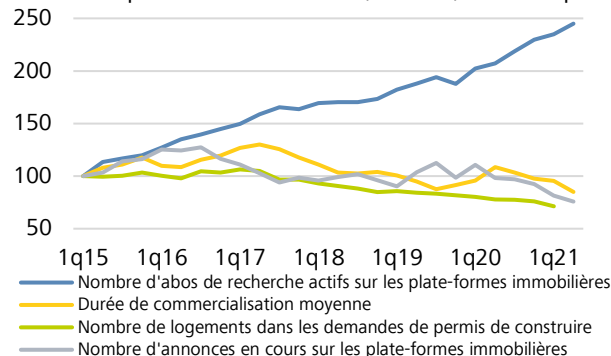


Sources: SRED, Raiffeisen Economic Research



### Aperçu du marché de la propriété

Indicateur pour les MI et les PPE, indexé, 100 = 1q15



Sources: Meta-Sys, Realmatch360, Docu-Media, Raiffeisen Economic Research



Ces facteurs fondamentaux n'évolueront pas de sitôt. Il manque l'élément spéculatif pour former une bulle. La demande de biens en propriété est alimentée par les occupants, pas par les spéculateurs. C'est pourquoi, nous ne rejoignons pas le camp de ceux qui crient machinalement au loup face à la menace du risque d'éclatement de la bulle sur le marché de la propriété.

### **L'inflation du prix des actifs se muera-t-elle quand même en inflation des prix à la consommation?**

L'inflation du prix des actifs qui règne depuis 25 ans continuera d'exercer une pression haussière sur les prix de la propriété à usage personnel. Comme précédemment décrit, les taux bas constituent la cause principale du maintien d'une demande élevée. Ces taux bas sont dus à la politique monétaire expansive des banques centrales. Jusqu'à présent, elle s'est traduite par l'inflation du prix des actifs «seulement», pas par celle des prix à la consommation. Suite à la relance économique suivant le sommeil forcé induit par le coronavirus et aux gigantesques impulsions fiscales, les prix à la consommation ont flambé aux Etats-Unis. En Suisse aussi, ils sont en hausse, mais que très légèrement et toujours à l'extrémité inférieure de la marge de fluctuation de 0-2% de la BNS. Nous maintenons donc nos prévisions d'une hausse non durable du taux d'inflation (cf. les conditions cadres économiques p. 7 et les taux hypothécaires p. 8). Quoi qu'il en soit, nous profitons de l'occasion du débat suscité autour de l'inflation pour nous intéresser aux liens entre l'inflation et les prix de la propriété à usage personnel. Nous allons en particulier étudier comment la valeur réelle qu'est l'immobilier peut protéger contre l'inflation.

### **Les prix immobiliers ne font pas partie de l'inflation**

En Suisse, les coûts pour la propriété du logement à usage propre n'entrent pas directement dans les statistiques de prix officielles. Pour mesurer les frais de logement des propriétaires, l'Office fédéral de la statistique utilise un loyer fictif qui en principe ne fait rien d'autre que mesurer l'évolution des loyers. L'argument avancé est que les logements en location ou en propriété sont des substituts et qu'à long terme, prévaut la loi du prix unique pour ce bien qu'est le logement. Ainsi, à terme, les prix des deux formes de logement devraient être identiques. Ce n'est de toute évidence pas le cas,

comme le montre la différence d'évolution des frais de logement entre locataires et propriétaires ces deux dernières décennies. Quoi qu'il en soit, les prix de l'immobilier, les taux hypothécaires et les frais d'entretien de la propriété n'ont aucune incidence directe sur l'inflation officiellement mesurée en Suisse, même si les frais liés à la propriété où ils vivent représentent un poste budgétaire important pour près de 36% des Suisses. Cette faiblesse des statistiques de prix suisses est d'origine méthodologique. Car si les frais de logement pour la propriété à usage propre entraînent dans le calcul de l'inflation, la BNS serait implicitement contrainte de contrôler les prix de l'immobilier dans le cadre de son pilotage de l'inflation pour satisfaire à son objectif de stabilité des prix. Elle piloterait alors non seulement les prix à la consommation, mais indirectement aussi ceux des actifs. Ce serait comme si elle devait assurer la stabilité des cours des actions. A la différence des évolutions sur le marché du locatif (cf. p. 10), cette méthodologie de mesure ne permet pas d'établir un lien direct entre l'inflation mesurée et les évolutions sur le marché de la propriété.

### **A court terme, pas de lien solide**

Il demeure cependant incontesté qu'à long terme, l'immobilier en tant que valeur réelle constitue une protection contre l'inflation. Lorsque «tout» devient plus cher, l'immobilier finit à la longue par renchérir. Surtout qu'il s'agit de biens dont l'offre est naturellement limitée face à un financement potentiellement illimité. Au cours des 50 dernières années, l'immobilier a même pris nettement plus de valeur que le niveau global des prix. Depuis 1970, l'inflation moyenne s'élève à 2,2%. Les prix de l'immobilier ont en revanche progressé de 3,4% par an. A échelle internationale, on trouve des preuves de ce lien à long terme. Plus le taux d'inflation est élevé, plus les prix de l'immobilier augmentent. A court et moyen termes, il n'y a toutefois pas de lien clair entre l'inflation des prix à la consommation et les prix de l'immobilier. Pour l'illustrer, nous avons identifié six périodes avec une inflation élevée persistante depuis 1970 (cf. le graphique et le tableau à la page suivante). A cette fin, nous définissons un taux d'inflation au-dessus de la marge de fluctuation actuelle de 0-2% de la BNS. L'inflation est considérée comme persistante lorsqu'elle stagne à ce niveau pendant plus d'un trimestre.

## Segments du marché

### La valeur réelle: un mythe?

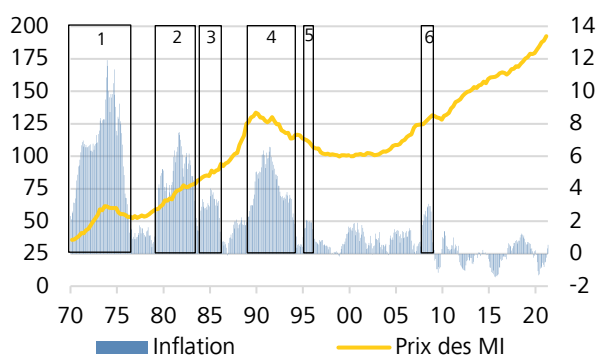
Les trois premières périodes d'inflation identifiées étaient certes marquées par la flambée des prix de l'immobilier. C'est donc certainement dans les années 70 et 80 que le «mythe de la valeur réelle» trouve ses origines et prétend jusqu'à aujourd'hui que l'immobilier constitue une bonne protection directe contre l'inflation. Malgré les évolutions qui le contredisaient, le mythe s'est maintenu durant les trois périodes d'inflation suivantes. Lors des périodes 4 et 5, les prix de l'immobilier ont même baissé. Dans la courte 6<sup>e</sup> période, ils ont affiché une hausse à peine plus marquée (3,7%) que sur la moyenne à long terme. Entre 1989 et 1994, le taux d'inflation était au-dessus de la marge de fluctuation actuelle de la BNS: cinq ans d'inflation et pourtant, des prix immobiliers en baisse. La relation ne vaut par conséquent qu'à très long terme. A court et moyen termes, d'autres effets prédominent. Ce fut le cas dans les années 90, lorsque l'éclatement de la bulle immobilière sur le marché de l'immobilier de placement a entraîné une récession persistante qui a également emporté le marché de la propriété.

### Quels mécanismes jouent sur le marché de la propriété à usage propre?

Si l'on exclut la politique monétaire, le principe suivant s'applique: toute hausse de l'inflation des prix à la consommation impacte le niveau du taux nominal. La hausse des taux nominaux s'accompagne ceteris paribus d'une baisse des prix de la propriété du logement. Il en résulte une hausse des coûts de financement de la propriété, qui est en grande partie financée par des fonds étrangers portant intérêts. A court terme et pour ces raisons, les prix de l'immobilier peuvent baisser en cas de hausse de l'inflation. D'autre part, l'augmentation de l'inflation entraîne à moyen terme aussi une hausse des salaires.



Périodes d'inflation



Sources: Wüest Partner, OFS, Raiffeisen Economic Research

D'une part, conjugués à des coûts de construction plus élevés en raison du renchérissement des matériaux, il en résulte de nouveaux logements plus chers. D'autre part, les Suisses disposent nominalement de plus d'argent dont une partie peut servir à l'achat de biens immobiliers. Cet effet vient contrecarrer l'effet du taux nominal et finit par le surcompenser, car les taux restent hauts aussi longtemps que le taux d'inflation est élevé. Après cette période d'inflation, les salaires et les prix demeurent à ce niveau plus élevé. Si les prix relatifs des biens ne changent pas, alors les prix de l'immobilier augmentent en moyenne sur le long terme au même rythme que le niveau global des prix. Le propriétaire immobilier est donc protégé à long terme contre l'inflation.

### La politique monétaire détermine les prix immobiliers

Les prix immobiliers sont aujourd'hui plus étroitement liés à la croissance de la masse monétaire ainsi qu'au niveau des taux et donc à la politique monétaire de la banque centrale qu'à l'inflation des prix à la consommation. L'expansion excessive de la masse monétaire et les taux bas conduisent à long terme à l'inflation des prix à la consommation et/ou des actifs. Or, comme le révèle le regard porté sur la dernière décennie, une politique monétaire expansive ne se traduit pas forcément par une hausse de l'inflation des prix à la consommation. En revanche, il existe un rapport plus étroit entre la masse monétaire, les taux et les prix de l'immobilier. Dans les périodes de croissance supérieure à la moyenne de la masse monétaire, les prix de l'immobilier augmentent aussi plus fortement. Les périodes à taux bas stimulent cette hausse. La combinaison exceptionnelle de masse monétaire accrue et de taux bas conjuguée à l'absence d'inflation des prix à la consommation des deux dernières décennies a conduit à l'inflation des actifs de l'immobilier mais aussi d'autres valeurs réelles.



Tableau des périodes d'inflation

Période	Inflation (annualisée)	Hausse du prix des PPE (annualisée)
1	6,5%	6,7%
2	4,7%	7,4%
3	2,9%	6,4%
4	4,2%	-1,4%
5	2,0%	-4,0%
6	2,3%	3,7%
depuis 1970	2,2%	3,4%

Sources: Wüest Partner, OFS, Raiffeisen Economic Research

## Segments du marché

### Le remède est un poison

La raison principale qui fait que la valeur réelle qu'est l'immobilier ne constitue plus la protection par excellence contre l'inflation des prix à la consommation, du moins à court et moyen termes, est également à rechercher du côté de la politique monétaire. Pour atteindre leur stabilité de prix cible, les banques centrales réagissent aux taux d'inflation et anticipations inflationnistes accrus en réduisant la masse monétaire et en relevant les taux. A court ou moyen terme, tous deux sont un poison pour les prix de l'immobilier. Si la banque nationale répond donc à l'inflation accrue par une politique monétaire plus restrictive, c'est exactement l'effet inverse qui se produit que celui escompté par les adeptes du mythe de la valeur réelle qui considèrent l'immobilier comme une protection contre l'inflation.

### Neutralité à long terme de la politique monétaire

A court ou moyen terme, la politique monétaire domine donc les prix immobiliers, en cas de poussée inflationniste ou de menace de poussée. Il faut alors attendre un long moment pour la mise en place d'un nouvel équilibre, jusqu'à ce que les mécanismes économiques jouent de nouveau sur le marché de la propriété à usage propre et que le prix de l'immobilier suive l'évolution générale des prix. Pour que l'immobilier soit une bonne idée pour se prémunir de l'inflation, il faut le conserver pendant plus d'une décennie. Or, en général, les propriétaires sont déterminés à le conserver longtemps. Il y a donc toujours du vrai dans le mythe de la valeur réelle, peu importe l'influence des banques centrales.

### Les hypothèques comme protection contre l'inflation

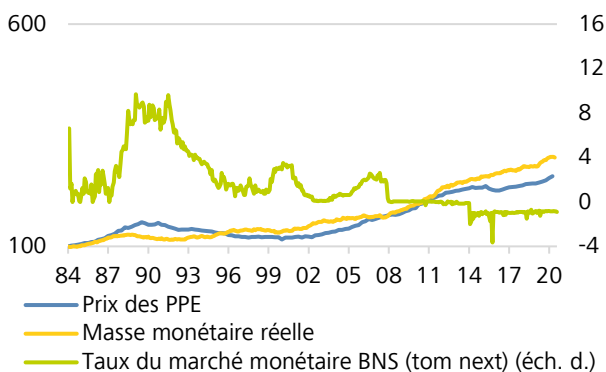
L'aperçu isolé de l'évolution des prix ne dit toutefois pas tout. En effet, la propriété à usage propre est en grande

partie financée par des emprunts à valeur nominale fixe et des taux fixes. En cas de hausse inattendue de l'inflation, les propriétaires immobiliers avec des hypothèques à taux fixe à plus long terme ne sont pas touchés par les conséquences négatives d'une hausse des taux et des intérêts hypothécaires. Ils tirent toutefois profit de la hausse des salaires à moyen terme. Cet effet améliore la situation de nombreux propriétaires immobiliers en temps d'inflation, par la protection réelle assurée par la hausse des prix immobiliers en parallèle à celle du niveau des prix. Leurs dettes, indexées sur un montant nominal fixe, sont pour ainsi dire résorbées par l'inflation. Une petite protection supplémentaire contre l'inflation est assurée par des financements sans taux fixe et des hypothèques à taux fixe à échéance courte. Une hausse de l'inflation entraîne une augmentation de la charge d'intérêts. Elle contrebalance une partie des gains par la dévalorisation des dettes. Ici aussi, le financement de l'immobilier par les dettes fait que les propriétaires immobiliers ne se protègent pas seulement contre l'inflation, mais en tirent profit. Le tableau ci-dessous retrace ce lien de manière simplifiée. Dans l'exemple, nous partons d'une période d'inflation persistante de 10 ans, avec une hausse de 2% à la fois des prix à la consommation, des prix de l'immobilier et des salaires. La comparaison porte sur deux acheteurs de biens immobiliers, qui au début de la période ont acheté une propriété pour CHF 1 mio. L'acheteur 1 entièrement avec ses capitaux propres, l'acheteur 2 à 66% par financement tiers avec une hypothèque à taux fixe sur 10 ans. Le propriétaire ayant financé lui-même est protégé contre l'inflation, tandis que le propriétaire à financement tiers tire même profit de la situation, puisque son patrimoine réel augmente de plus d'un tiers: merci l'inflation!



### Masse monétaire, taux, prix des PPE

Masse monétaire réelle et prix des PPE, indexés 1984 = 100, taux du marché monétaire de la BNS en %



Sources: BNS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



### Inflation et dettes hypothécaires

Simulation d'une période d'inflation de 10 ans: inflation des prix à la consommation, de l'immobilier et des salaires 2% p.a.

	2021	2031	
Indice des prix à la consommation	100	122	
Indice des prix immobiliers	100	122	
Indice des salaires	100	122	
Prix du marché de l'immobilier en CHF			
	1 mio	1,22 mio	
Dette hypothécaire en CHF			
	0,66 mio	0,66 mio	
Revenus en CHF			
	0,1 mio	0,12 mio	
Acheteur 1:			
actifs réels sans emprunt en CHF	1 mio	1 mio	+0%
Acheteur 2:			
actifs réels avec emprunt en CHF	0,34 mio	0,46 mio	+35%
Acheteur 2:			
nombre d'années pour rembourser l'emprunt	6,66	5,41	-18%

Source: Raiffeisen Economic Research



# Surfaces de détail

**La crise du coronavirus a eu des effets très divers sur les différents pans du commerce de détail. Dans le segment non-alimentaire, déjà fortement touché par la mutation structurelle, la Covid-19 a accéléré le mouvement. Malgré l'absence quasi-totale de réaction du marché des surfaces, il faut s'attendre à moyen terme à une nouvelle hausse des vacances.**

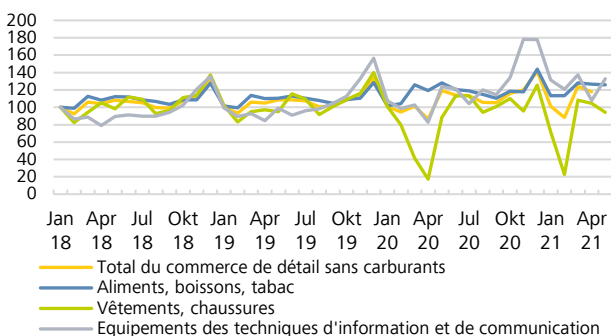
Le commerce de détail stationnaire fait partie des secteurs économiques les plus fortement touchés par les mesures d'endiguement de la pandémie de la Covid-19. Lors du premier confinement au printemps 2020, des pans entiers de ce secteur ont dû fermer leur porte à la clientèle. Une situation dont ont également pâti les bailleurs de surfaces de vente. Avec près de 27'000 contrats de bail concernés par les fermetures forcées, le commerce de détail a été durement frappé. Lors de la deuxième vague, quel que soit leur assortiment de vente, les boutiques ont pu rester ouvertes. Or, malgré cela, le télétravail, les changements de comportement des consommateurs et le ralentissement de la vie sociale ont réduit les flux de clients. Même les ventes cruciales de Noël ont été fortement mises à mal. L'impact persistant sur le secteur se traduit par exemple dans les cas de rigueur. Avec près de 14% des contributions à fonds perdu déjà versées, le commerce de détail fait partie des secteurs ayant le plus sollicité l'aide de l'Etat.

Face aux grandes difficultés auxquelles de nombreuses entreprises de détail ont été confrontées, la hausse de 2,7% de la création de valeur sectorielle enregistrée en 2020 peut étonner. Surtout étant donné qu'il s'agit de la plus forte croissance depuis 2013. Si l'on compare le commerce de détail avec d'autres secteurs économiques fortement éprouvés, il ne fait pas vraiment figure de perdant.



## Chiffres d'affaires du commerce de détail

CA du commerce de détail corr. en fonction des jours ouvrables selon le segment, nominal, indexé (100 = jan. 18)



Sources: OFS, Raiffeisen Economic Research

## Impact divers selon les segments

Il suffit de jeter un œil au graphique en bas à gauche pour constater que tous les segments n'ont pas eu une aussi bonne année. Ainsi, en raison du télétravail et du temps prolongé passé chez soi, la consommation de produits électroniques a explosé. Par rapport aux années précédentes, le segment alimentaire a également connu une hausse des ventes qui s'explique certainement par la fermeture des restaurants et le surcroît de temps disponible pour faire la cuisine. En revanche, les vendeurs de chaussures et de vêtements ont vu leur chiffre d'affaires s'effondrer tant début 2020 que début 2021, alors qu'il n'y avait pas de fermeture obligatoire des boutiques.

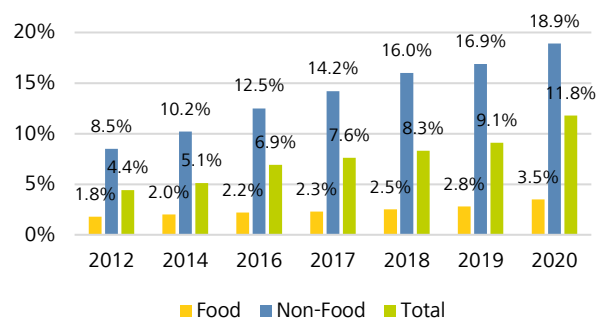
## Transfert accru vers Internet

La fermeture des boutiques et le temps passé chez soi ont sans surprise boosté les achats en ligne. Par rapport à 2019, en 2020, avec près de CHF 13,1 mia, le shopping en ligne a enregistré une croissance de 27,2%. Ainsi, pour la première fois, plus de 10% de l'ensemble du chiffre d'affaires du commerce de détail a été généré sur Internet. Avec au total 11,8%, les commerçants en ligne ont pu accroître leur part de chiffre d'affaires de 2,7 points de pourcentage. Ici aussi, les segments affichent des différences notables. Alors que même le domaine des produits alimentaires a progressé, la part en ligne reste très limitée à hauteur de 3,5%. En revanche,



## Commerce en ligne

Parts du commerce en ligne dans le CA du commerce de détail selon le segment, en %



Sources: GFK, Raiffeisen Economic Research

## Segments du marché

Internet dans le segment non-alimentaire. Les hausses les plus marquées ont été constatées dans les segments du commerce stationnaire déjà fortement sous pression avant la crise. En 2020, la part en ligne des ventes de chaussures et de vêtements s'élevait à près de 30% alors qu'elle n'était que de 20% en 2019. Même chez les produits électroniques résistants à la crise, la part en ligne a explosé à hauteur de 12%. Au total, 48% de tous les chiffres d'affaires ont été générés sur Internet en 2020. Même si tous les nouveaux clients des boutiques en ligne n'ont pas l'intention de tourner définitivement le dos au commerce stationnaire, la Covid-19 a précipité la mutation structurelle. Et comme c'était le cas avant la pandémie, la croissance accélérée des canaux en ligne ne se déroule pas en marge des modèles de vente classiques, mais surtout aux dépens du commerce de détail stationnaire.

### Aucune réaction du marché liée au coronavirus

Les vacances et les surfaces proposées à la location sur Internet montrent que le marché des surfaces de vente n'est toujours pas impressionné par la Covid-19 (cf. graphique du bas). Après des hausses constantes ces dernières années, les vacances se sont stabilisées entre 5 et 6%. Le nombre de surfaces proposées à la location a certes légèrement augmenté pendant la pandémie, mais selon un schéma déjà en place. A l'heure actuelle, il semblerait qu'un essoufflement de la tendance se manifeste. Comme dans les autres marchés de surfaces commerciales, cette évolution s'explique avant tout par les mesures de soutien de l'Etat. Les indemnités de chômage partiel, les crédits Covid et les paiements pour cas de rigueur ont permis d'éviter une vague de faillites dans le commerce stationnaire. En effet, depuis le début

de la crise, bien moins de détaillants ont mis la clé sous la porte qu'en temps normal. Par ailleurs, les durées de contrat, délais de résiliation et temps de projection habituellement longs ont empêché une réactivité rapide de l'offre. Or, malgré la crise historique, de nombreuses entreprises ont été créées dans cette branche, ce qui a renforcé la stabilité de la demande.

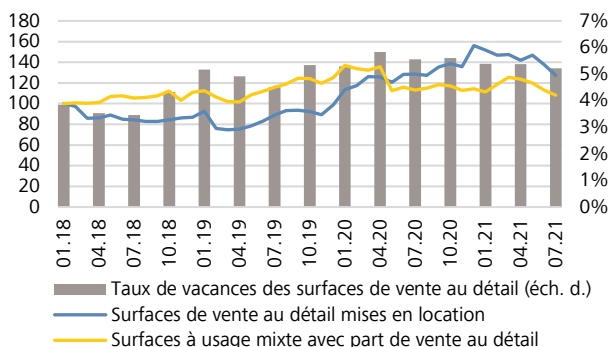
### Y aura-t-il encore des répercussions?

Le fort recul du nombre d'entreprises contraintes de se déclarer en faillite témoigne d'une certaine préservation structurelle due aux mesures d'aide étatiques. Les entreprises qui dans des circonstances normales auraient dû fermer depuis longtemps, ont été maintenues en vie artificiellement. Lorsque les aides seront supprimées, il faut donc s'attendre à une recrudescence de faillites. La mutation structurelle accélérée devrait aggraver la situation de nombreuses sociétés déjà sous pression. A l'heure actuelle, les signes d'une baisse de l'immortalité dans les secteurs fortement touchés par le coronavirus se multiplient. Par conséquent à moyen terme, il faut s'attendre à une hausse des surfaces vacantes. Or, il est peu probable qu'après les expériences des derniers mois, les vendeurs de vêtements, de produits électroniques ou de jouets se ruent sur ces surfaces. Ces dernières années, les restaurateurs et les prestataires de services à la personne louaient volontiers d'anciennes surfaces de vente au détail. Comme ces professions ont été très fortement touchées par la pandémie, il est peu probable qu'elles stimulent la demande cette fois-ci. En dehors des meilleurs emplacements et des grands centres, les difficultés de marketing déjà sensibles avant la crise devraient continuer à s'aggraver dans un futur proche.



### Surfaces de détail vacantes

Surfaces de détail proposées à la location (indexées, 100 = 01.01.18) et taux de vacances (éch. d.)

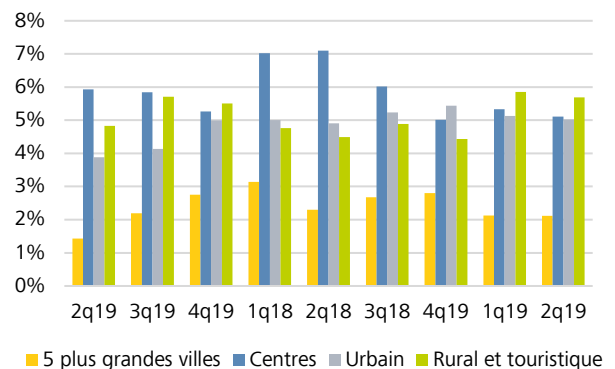


Sources: Meta-Sys, REIDA, Raiffeisen Economic Research



### Vacances selon le type de commune

Surfaces de détail vacantes selon le type de commune



Sources: REIDA, Raiffeisen Economic Research

# Terrains à bâtir

**Les terrains à bâtir sont une denrée rare en Suisse. Dans le conflit d'objectifs entre les besoins de logement individuels et les aspects économiques, agricoles et écologiques, l'affectation de notre sol est donc fortement réglementée. En particulier pour les terrains de construction résidentielle actuellement très demandés, la forte pénurie se traduit un peu partout par la flambée rapide des prix accompagnée d'une hausse de la part en terrain à bâtir dans l'investissement immobilier.**

«Buy land, they're not making it anymore» est une citation souvent attribuée à l'écrivain américain Mark Twain. Bien que le monde ait bien changé depuis, elle n'a rien perdu de sa pertinence. Car le sol est une denrée rare dans bien des endroits. En particulier dans un pays comme la Suisse avec sa topographie particulière, la croissance économique et démographique conduisent inévitablement à des conflits d'objectifs dans l'affectation des sols. Les besoins de l'industrie et du commerce s'opposent aux besoins de logement individuel qu'il faut concilier avec les attentes de l'agriculture, l'aménagement du territoire et les questions écologiques. Pour cette raison, les modalités d'utilisation de notre sol sont fortement régulées. Ainsi, toutes les communes suisses ont des plans d'urbanisation qui règlementent ce qui peut être construit, où et à quelle fin. Depuis l'introduction de la loi sur l'aménagement du territoire (LAT) en 1980, l'un des principes définis à l'échelle fédérale est la gestion économe de la ressource sol. Ce principe a dernièrement été durci après l'adoption à forte majorité de la révision de la LAT en 2013 dans le cadre d'une votation populaire.

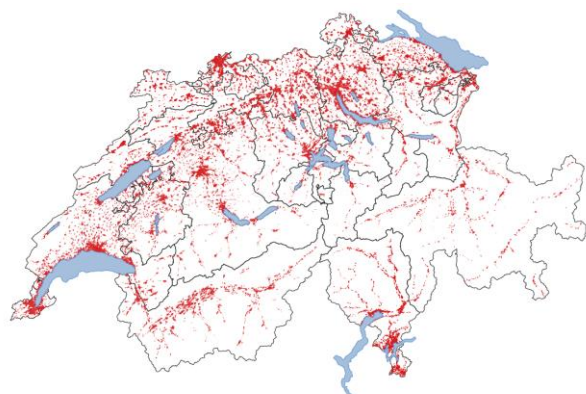
## Seule une petite partie de la Suisse est constructible

Un voyage à travers la Suisse donne l'impression d'un pays fortement urbanisé, tendance croissante. Chaque mètre carré semble recouvert d'un bâtiment, d'une route ou d'une autre construction, notamment à proximité des grandes villes. Or, il suffit de consulter les statistiques actuelles de l'affectation des sols pour constater que les surfaces urbanisées ne recouvrent que 7,8% de notre sol et que les surfaces agricoles et les forêts occupent près des deux tiers du territoire suisse. Par ailleurs, un peu plus d'un quart du territoire de la Confédération a été classé non productif, car occupé par des cours d'eau, des lacs ou des montagnes. Pour le marché immobilier, ce ne sont pas les surfaces urbanisées dans leur intégralité qui sont importantes, mais les zones constructibles car elles sont synonymes de développement de la vie économique. Ainsi, 95% de la population, soit 8 millions d'âmes, vivent sur les surfaces définies pour le développement de l'urbanisation et à quelques rares exceptions, les constructions futures ne seront réalisées que dans ces zones. Avec près de 232'000 hectares, les zones constructibles – qui peuvent inclure des surfaces non urbanisées – représentent 5,6% du sol suisse. Comme le montre la carte à gauche, leur répartition est très hétéroclite: les zones et les



### Zones constructibles

Zones constructibles en Suisse, 2017

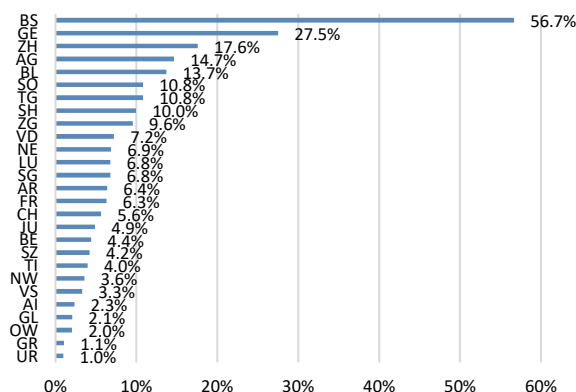


Sources: ARE, Swisstopo, Raiffeisen Economic Research



### Part des zones constructibles dans les cantons

Part des zones constructibles dans la surface globale, 2017



Sources: ARE, Swisstopo, Raiffeisen Economic Research

## Gros plan

régions structurellement faibles ne comportent que peu de zones constructibles, qui sont plus fortement concentrées dans les zones d'exploitation des grandes villes. Sans surprise, dans les cantons urbains Bâle-Ville (56,7%) et Genève (27,5%), les zones constructibles représentent la plus grande part de la surface, tandis que seul 1% du sol est classé constructible dans les cantons d'Uri et des Grisons.

### Domination et stabilité relative des zones résidentielles

De loin, la plus grande part (46%) des zones constructibles est représentée par les 107'000 hectares répartis en zones résidentielles. Ils sont suivis de zones de travail (14%) et de zones mixtes, de zones de centres et de zones à usage public avec environ 11% chacune. Du point de vue de l'approvisionnement en logements, les zones résidentielles, les zones mixtes et les zones de centres représentent les surfaces les plus importantes car elles regroupent 97% des logements de tous les Suisses vivant dans des zones constructibles. L'analyse de l'évolution des zones les plus importantes (cf. le graphique en bas à droite) entre les années de collecte des statistiques suisses des zones constructibles révèle une relative stabilité des tailles des zones. Malgré la forte croissance de la population et le boom de la construction de logements, l'expansion des surfaces est restée modérée. Ainsi, entre 2007 et 2017, les zones résidentielles n'ont augmenté que de 1,4%, tandis que la population croissait de près de 12%. Il convient de noter qu'en raison de modifications techniques et méthodologiques de la collecte et des reclassements, il faut interpréter avec une certaine précaution les écarts entre les types de zones au fil du temps. Comme nous l'avons laissé entendre en introduction, la raison principale de cette évolution stable réside avant tout dans la gestion intentionnellement restrictive du sol non classé constructible. Bien que les cantons et les communes sont fondamentalement libres dans leur aménagement des plans d'urbanisation, ils doivent respecter les

consignes très strictes de la loi sur l'aménagement du territoire (LAT) qui contiennent notamment des bases de calcul pour les surfaces maximales, lesquels s'orientent aux besoins des 15 prochaines années. L'absence de conformité des plans directeurs cantonaux aux directives de la Confédération peut conduire à un moratoire qui interdit strictement tous les nouveaux classements de terrains non constructibles. C'est actuellement le cas dans les cantons de Glaris et du Tessin. La LAT contraint les cantons et communes à procéder à la pesée précise des intérêts et à attribuer les terrains à bâtir avec parcimonie.

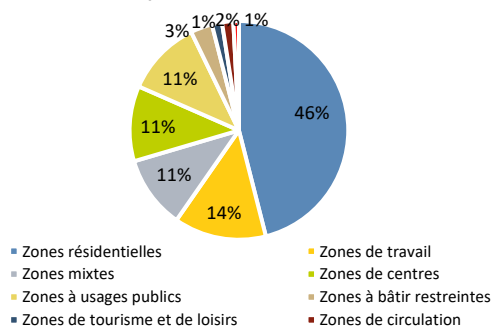
### Zones constructibles non construites

Lors de la dernière levée en 2017, les données de l'Office fédéral du développement territorial, collectées tous les cinq ans dans le cadre des statistiques des zones constructibles, indiquaient une part de surfaces construites d'environ 83%. Seul près d'un cinquième de la surface classée en zone constructible ne présente aucune construction. Près de 11% des zones constructibles non construites sont avant tout des grandes surfaces en bordure de zone pouvant servir à l'expansion d'une agglomération. Un peu plus de 6% du sol réparti en zones constructibles est constitué de petites surfaces non construites au sein de la zone d'urbanisation qui sous forme de terrains vagues sont en premier lieu destinées à la densification d'une commune. La comparaison avec les données de 2012 indique une progression de plus de 1% du taux de construction, qui se fait aux dépens des surfaces plus grandes en bordure de zone (cf. graphique du haut à la page suivante). Comme le prochain relevé des zones constructibles ne sera disponible qu'en 2022, il est difficile de se représenter l'évolution des dernières années à l'échelle nationale. Les données déjà disponibles en provenance de certains cantons comme Zurich et Saint-Gall, montrent toutefois que la baisse de surfaces non construites depuis 2017 se poursuit à un rythme similaire aux années précédentes.



### Types de zones constructibles

Répartition des types de zones constructibles, 2017

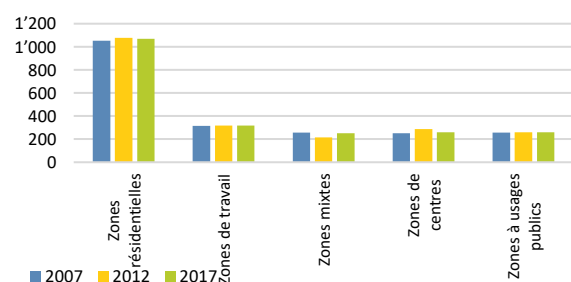


Sources: ARE, Raiffeisen Economic Research



### Modification des zones constructibles

Tailles des zones constructibles des principaux types d'usage, par an, par 100 hectares.



Sources: ARE, Raiffeisen Economic Research





## Gros plan

partements en propriété étaient proposés sur les portails en ligne spécialisés. Si l'on ventile les nouvelles annonces de terrains à bâtir publiées selon les cantons, on s'aperçoit qu'une grande partie provient du Valais (901 annonces) et du Tessin (777 annonces) (voir le graphique précédent). A l'heure actuelle, ces deux cantons fortement tributaires du tourisme regroupent près de 40% de toutes les annonces de terrains à bâtir en Suisse. A Zurich et à Berne, les deux cantons les plus peuplés, respectivement 237 et 324 nouvelles annonces seulement ont été publiées entre juillet 2020 et juin 2021. La répartition selon les types de communes montre qu'il y a proportionnellement beaucoup plus de terrains à bâtir proposés sur le marché dans les régions touristiques. Au cours des 12 derniers mois, plus de 30% de toutes les annonces provenaient de communes touristiques, alors que seule une petite part de la population y réside. Non seulement, il reste là-bas beaucoup de parcelles non construites, mais les propriétaires semblent vouloir les vendre – malgré ou justement à cause des fortes restrictions quant à l'affectation potentielle imposées par la loi sur les résidences secondaires. En revanche, dans les régions plus densément peuplées, où l'espace est une denrée rare, un nombre moindre de terrains à bâtir arrive sur le marché. Les centres suisses ne recueillent que 10% de la nouvelle offre avec 444 annonces de terrains à bâtir. Il convient de souligner qu'une partie non négligeable de cette offre, notamment les surfaces de grande taille et parcelles commerciales ne sont pas proposées publiquement par ce canal. Pourtant, cette analyse permet d'obtenir des informations intéressantes sur un marché par ailleurs plutôt opaque.

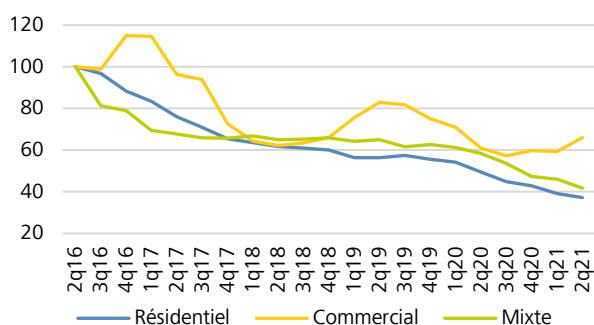
### L'offre a rétréci

Outre la pénurie généralisée de terrains à bâtir dans des régions où ils sont les plus demandés, les chiffres relatifs



#### Evolution des nouvelles annonces de terrains à bâtir

Evolution du nombre de nouvelles annonces de terrains à bâtir selon l'utilisation, indexé (2t16 = 100)



Sources: ImmoSparrow, Raiffeisen Economic Research

aux annonces montrent que l'offre s'amenuise progressivement. Le graphique ci-dessous à gauche illustre clairement cette évolution dans les cas de surfaces de terrains à bâtir pouvant être affectés à un usage donné. Ainsi, le nombre d'annonces de terrains situés dans des zones résidentielles a baissé de plus de 60% depuis 2016. Les surfaces qui permettent également des usages résidentiels dans les centres ou zones mixtes connaissent une évolution similaire mais légèrement plus modérée. En raison du nombre réduit de cas de surfaces de terrains purement commerciaux, ce segment affiche une volatilité un peu plus importante. Et pourtant, avec une baisse de 30 à 40%, la dynamique semble calmée. De toute évidence, les terrains à bâtir négociés sur le marché libre, surtout à des fins résidentielles, se font de plus en plus rares.

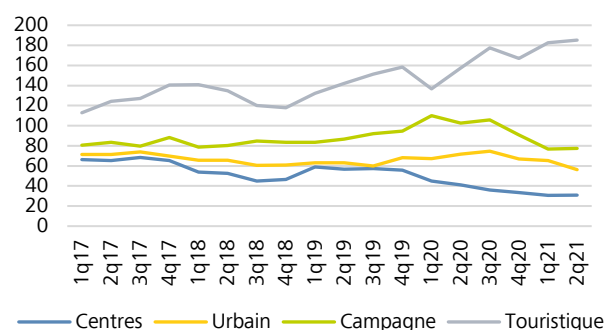
### Les terrains à usage résidentiel se vendent de plus en plus vite...

Dans l'environnement de taux bas actuel, cette offre faible de plus en plus limitée rencontre une forte demande. Tant sur le marché de la propriété à usage propre que sur celui de l'immobilier de placement, les rares biens proposés à la vente sont très demandés. Sur les deux marchés, il en résulte une augmentation constante des prix. Par conséquent, les terrains sur lesquels ces biens recherchés peuvent être construits jouissent également d'une grande popularité. Comme le montre le graphique ci-dessous, la solidité de la demande et la pénurie de l'offre aux emplacements les plus prisés ont raccourci la durée de publication des terrains à bâtir à usage résidentiel. Les durées de commercialisation sont désormais très courtes, particulièrement dans les centres. En moyenne, une parcelle de terrain à bâtir à usage résidentiel est publiée 30 jours avant de trouver acquéreur. Dans les communes urbaines et rurales aussi, elles trouvent plus rapidement preneur qu'il y a un



#### Durée de publication des terrains à bâtir

Durée médiane de publication d'annonces de terrains à bâtir à usage résidentiel, en jours



Sources: ImmoSparrow, Raiffeisen Economic Research

## Gros plan

ou deux ans. Avec 56 resp. 77 jours, la vente dure bien plus longtemps que dans les grandes villes. Le tableau est tout autre dans les communes touristiques. Etant moins densément peuplées, il y est de plus en plus difficile d'écouler l'imposante offre qui, selon la loi sur les résidences secondaires, est réservée aux habitants et aux nouveaux arrivants. Début 2021, les annonces étaient en moyenne publiées six mois avant d'être supprimées, qu'elles aient trouvé preneur ou non.

### ...et sont de plus en plus chers

Outre le raccourcissement de la durée d'écoulement, la demande élevée qui rencontre une offre de plus en plus limitée se traduit également par une hausse des prix. Le graphique ci-dessous retrace clairement la flambée des prix des terrains à bâtir à usage résidentiel ces dix dernières années. Les indices nationaux apurés des facteurs de qualité du cabinet de conseil Fahrländer Partner indiquent par exemple que les prix des terrains de construction de MI ont doublé. Ce chiffre a même été multiplié par deux et demi dans le cas des terrains pour l'immobilier de placement. L'analyse des annonces des terrains à bâtir présente toutefois une évolution et un niveau de prix très contrastés d'un type de commune à l'autre. Ainsi, le prix médian d'un mètre carré de terrain à bâtir dans les communes rurales est actuellement un peu au-dessus de CHF 400. En 2016, il était encore légèrement supérieur à CHF 300. Dans les communes urbaines, les prix des offres affichent également une importante augmentation. Depuis début 2016, les prix médians ont grimpé de plus de 50% à près de CHF 900,

avec la plus forte hausse dans les centres. L'augmentation d'environ CHF 1'300 à CHF 2'200 correspond à une croissance de près de 70%. Alors que la plupart des communes affichent de nettes hausses de prix, les marchés dans les zones touristiques ont connu l'évolution inverse. L'offre pléthorique a mis les prix sous pression. Actuellement, un mètre carré est proposé à un peu plus de CHF 200, alors qu'en 2016, c'était plus de CHF 300.

### De fortes différences de prix régionales

La carte ci-dessous présente les grandes différences entre les régions. Les prix régionaux des terrains à bâtir reflètent le fossé ville-campagne. Tandis qu'il faut déboursier CHF 2'000 par m<sup>2</sup> de terrain à bâtir pour les MI dans les villes de Genève, Bâle, Zoug et Zurich et son agglomération au bord du lac, de nombreuses régions en Suisse méridionale et occidentale pratiquent des prix encore nettement inférieurs à CHF 500. A Zurich, région la plus chère, ils sont près de 40 fois plus élevés que dans le Jura, région la plus abordable. Quant aux prix des terrains pour la construction de maisons individuelles, ils sont presque 80 fois plus chers.

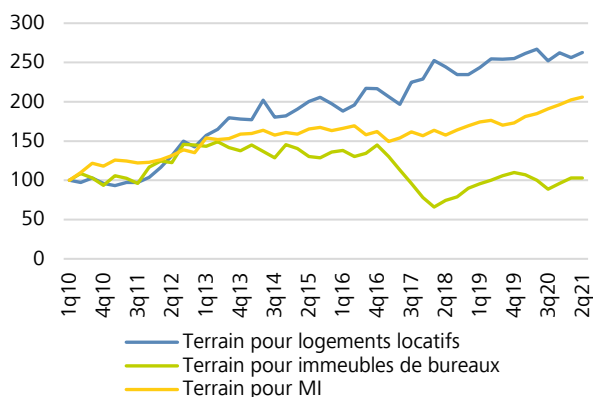
### Le terrain à bâtir fait grimper les prix immobiliers

Depuis longtemps, l'immobilier résidentiel ne connaît qu'une seule direction: vers le haut. Selon notre indice des prix des transactions, au cours de la dernière décennie, les prix des appartements en propriété et des maisons individuelles ont augmenté d'environ 50%. L'immobilier de placement a également connu des hausses de prix dans le contexte actuel de pénurie de place-



### Prix des terrains à bâtir selon l'utilisation

Indice des prix des terrains à bâtir, selon l'utilisation

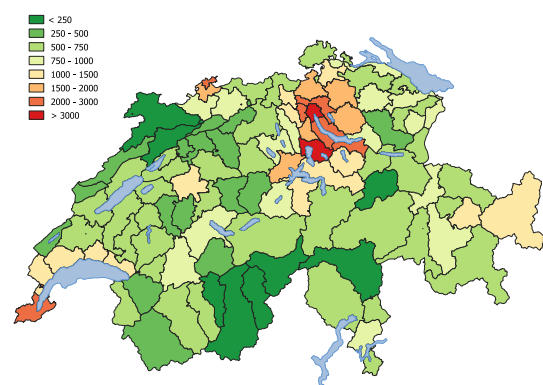


Sources: Fahrländer, Raiffeisen Economic Research



### Prix des terrains à bâtir selon la région

Prix médian du m<sup>2</sup> des terrains à bâtir pour MI selon la région MS, en CHF



Sources: Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

## Gros plan

ments. La ventilation de l'évolution des prix de la dernière décennie sur les prix des terrains à bâtir et de la construction révèle que la hausse s'explique en grande partie par l'évolution des prix de la part du terrain. A titre d'illustration, on peut s'inspirer de l'évolution dans le canton de Bâle-Campagne (cf. le graphique ci-dessous). Le prix moyen par m<sup>2</sup> de terrain à bâtir à usage résidentiel a augmenté de pratiquement 55% ces 10 dernières années dans le canton. L'indice des prix de la construction de l'Office fédéral de la statistique a en revanche augmenté nettement moins vite en Suisse du Nord-ouest. Ainsi, la construction d'une maison individuelle ne coûte aujourd'hui qu'un peu plus de 3% par rapport à 2010. Si l'on construisait aujourd'hui la même maison qu'il y a dix ans, la quasi-totalité de la majoration s'expliquerait par la hausse du prix du terrain.

Ainsi, les coûts de réalisation des bâtiments résidentiels suisses existants n'ont pratiquement pas changé ces dernières années. On peut très schématiquement en conclure que ce ne sont pas les maisons qui renchérisent en Suisse, mais les terrains sur lesquels elles sont construites.

### Augmentation de la part du terrain

L'évolution rapide des prix des terrains à bâtir n'impacte pas seulement les prix de l'immobilier suisse, elle modifie aussi la relation entre la part du terrain et la part de la construction dans la valeur des biens immobiliers suisses. Lorsque le prix du terrain grimpe alors que la valeur de la construction est relativement stable, la part du terrain augmente. Cette relation peut être clairement démontrée à l'aide de la répartition régionale des parts de la valeur du terrain (cf. carte ci-dessous). Ainsi la part

estimée du terrain pour une nouvelle maison individuelle typiquement suisse à Bâle-Ville et dans l'agglomération de la ville de Zurich est supérieure à 80%, alors que dans les régions structurellement plus faibles de Suisse méridionale et occidentale, elle est nettement inférieure à 20%. Bien que les prix de la construction varient fortement entre les régions en raison du coût de la main-d'œuvre, la hausse du prix du terrain provoque une forte augmentation des parts de la valeur du terrain. Face à l'évolution actuelle des prix des terrains, même la flambée actuelle des cours de certaines matières premières de construction ne devrait à moyen terme n'avoir qu'un effet marginal sur la part de la valeur du terrain.

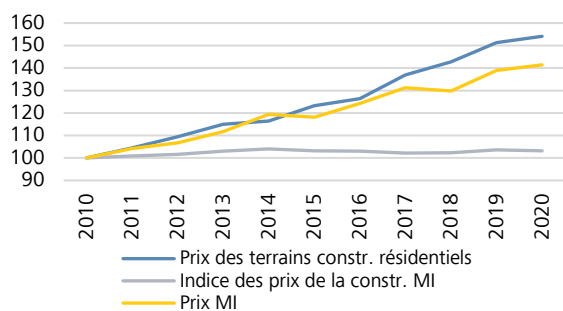
### L'évolution va se poursuivre

Malgré les prix désormais très élevés de la propriété à usage propre et la tendance à la saturation sur le marché locatif, l'immobilier résidentiel reste très demandé dans l'environnement de taux bas persistant. La demande de parcelles de terrains à bâtir libres à usage résidentiel ne va donc pas fléchir. En parallèle, l'offre, surtout là où elle est la plus demandée, est d'ores et déjà très limitée et ne peut pas être aisément étendue pour des raisons légales. Comme les zones constructibles doivent s'orienter à l'évolution de la population par définition juridique, les terrains à bâtir resteront logiquement, à l'avenir aussi, une denrée rare en Suisse. Un changement du consensus politique actuel est assez improbable, car le grand public s'intéresse de plus en plus aux questions écologiques et d'aménagement du territoire. La hausse des prix des terrains à bâtir et donc de la part de la valeur du terrain se poursuivra très certainement à l'avenir.



### Prix des terrains et de la propriété

Evolution des prix des terrains à bâtir à BL et des prix de la propriété et de la construction en Suisse du Nord-ouest, indexée 2010 = 100

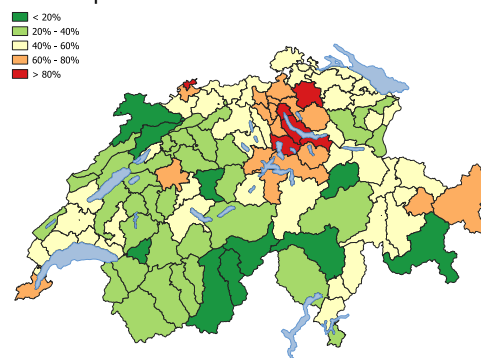


Sources: OFS, SRED, Office statistique BL, Raiffeisen Economic Research



### Part de la valeur du terrain dans le prix des MI

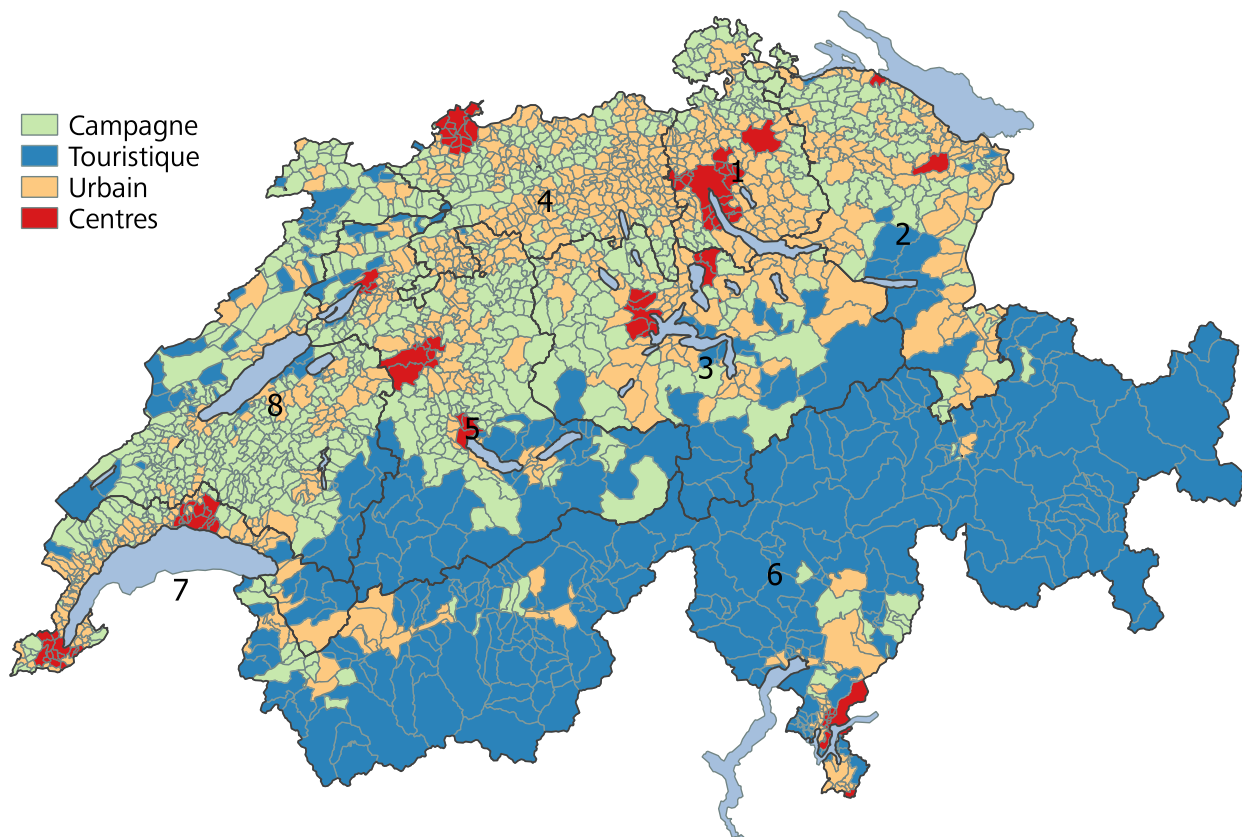
Part estimée du prix du terrain dans le prix d'une nouvelle MI de 5 pièces sur un terrain de 600 m<sup>2</sup>



Sources: Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



## Types de communes et régions



	Taux de vacance (2020) en %					Permis de construire (2020) en % du portefeuille des logements				
	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.7	0.9	2.2	2	1.7	0.9	1	1	1	0.4
1 Zurich	1	0.5	1.4	1.8	-	1.1	1.2	1	1.2	-
2 Suisse orientale	2.3	3	2.3	1.9	1.7	1	0.6	1	1.1	1.1
3 Suisse centrale	1.3	1.2	1.4	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	0.8
4 Nord-ouest	2.2	1.1	2.7	2.1	2.5	1	0.5	1.1	1.2	0.1
5 Berne	1.8	1.1	2.7	1.9	1.3	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
6 Suisse méridionale	2.3	3.1	3.2	2.7	1.7	0.6	1.1	0.9	1.3	0.4
7 Région du Léman	0.9	0.6	1.2	1.5	2.1	1.1	1.3	1.1	0.9	0.3
8 Suisse occidentale	2.2	-	2.2	2.3	1.7	0.7	-	0.7	0.8	0.4

	Population (2019) Pop. résidente en perm., total et en %					Revenu imposable (2017) Moyenne, en CHF				
	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	8'606'033	30.1	49.5	14	6.5	61'000	65'000	62'000	55'000	47'000
1 Zurich	1'621'623	49.8	43.7	6.5	-	70'000	71'000	69'000	63'000	-
2 Suisse orientale	941'305	8.1	71.6	17.4	2.9	56'000	54'000	57'000	55'000	47'000
3 Suisse centrale	847'483	27	51.5	17.6	3.9	72'000	72'000	77'000	56'000	60'000
4 Nord-ouest	1'436'034	24.1	66	9.8	0.1	62'000	70'000	60'000	59'000	67'000
5 Berne	1'031'834	35.9	38	19.9	6.2	52'000	54'000	53'000	48'000	48'000
6 Suisse méridionale	816'586	10.8	41.2	6.2	41.8	49'000	63'000	50'000	45'000	46'000
7 Région du Léman	1'101'320	60.8	30.2	4.8	4.2	67'000	60'000	84'000	76'000	51'000
8 Suisse occidentale	809'848	-	53	41.5	5.5	53'000	-	52'000	53'000	50'000

## 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>REIDA</b>	Real Estate Investment Data Association
<b>BIS</b>	Bank for International Settlements	<b>SECO</b>	Secrétariat d'Etat à l'économie
<b>BNS</b>	Banque nationale suisse	<b>SEM</b>	Secrétariat d'Etat aux migrations
<b>DFF</b>	Département fédéral des finances	<b>SRED</b>	Swiss Real Estate Datapool
<b>FINMA</b>	Autorité de surveillance des marchés	<b>SSE</b>	Société suisse des entrepreneurs
<b>KOF</b>	Centre de recherches conjoncturelles	<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.