



Nuage de mots: communes avec la charge fiscale la plus faible. Plus le nom de la commune est grand, plus la charge fiscale est faible. La charge fiscale représentée est celle d'un couple à deux revenus (CHF 150'000) avec deux enfants.

Base de données: AFC, Raiffeisen Economic Research

Raiffeisen Economic Research

# Immobilier Suisse – 3T19

## De moins en moins soutenable!

**RAIFFEISEN**

### Editorial

|                              |   |
|------------------------------|---|
| Euro faible, immobilier fort | 3 |
| Aperçu du marché             | 4 |

---

### Situation du marché

|                              |   |
|------------------------------|---|
| Conditions-cadre économiques | 5 |
| Marché hypothécaire          | 6 |

---

### Segments du marché

|                       |    |
|-----------------------|----|
| Propriété             | 7  |
| Locatif               | 10 |
| Immobilier commercial | 13 |

---

### Gros plan

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| Et si les taux augmentaient quand même? | 15 |
|-----------------------------------------|----|

---

|        |    |
|--------|----|
| Annexe | 22 |
|--------|----|

### Editeur

Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff, Chef économiste  
Brandschenkestrasse 110d  
8002 Zürich

### Auteurs

Domagoj Arapovic  
Michel Fleury  
Francis Schwartz

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

### Autres publications

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

[lien direct vers le site](#)

## EURO FAIBLE, IMMOBILIER FORT

L'euro? Il faiblit, une fois de plus. Il s'échange actuellement pour tout juste un franc et dix centimes. Le franc suisse et l'euro se rapprochent de plus en plus de la parité. En même temps, les taux à long terme marquent de nouveaux plus-bas historiques en Suisse. Aujourd'hui, le placement en obligations fédérales à dix ans coûte annuellement un taux record de 0,7%. L'annulation du revirement des taux aux Etats-Unis et le scepticisme de la Banque centrale européenne (BCE), qui a récemment annoncé la nécessité d'une intervention a de nouveau revigoré le franc, entraînant les taux vers de nouveaux plus bas. Au cours du trimestre sous revue, cela a dopé le marché immobilier avec une hausse des prix au même rythme que les trimestres précédents. Le marché réagit certes à la hausse des vacances et à la baisse de la demande, mais la pénurie de placements retient suffisamment d'investisseurs, évitant l'effondrement encore plus prononcé de l'offre. Par conséquent, le deuxième trimestre 2019 a vu une consolidation de l'activité de projection et de nouveau des prix record pour l'immobilier.

### Forces du marché sapées

Les investisseurs en matière d'immobilier de placement ont conscience qu'ils doivent être plus prudents qu'avant dans leurs calculs. Entre-temps, le taux de vacances des locations en Suisse devrait être nettement supérieur à 2% et le pic des loyers a été dépassé. Les acteurs le ressentent notamment lors de la commercialisation de nouveaux logements qui est devenue plus difficile, ce qui depuis un certain temps exerce une pression correspondante sur les loyers de constructions neuves. Cette évolution est encore embryonnaire et l'écart entre nouveaux loyers et loyers existants ne va ni se réduire, ni se creuser davantage. Nous nous sommes attardés sur cette dynamique dans le présent numéro de notre publication Immobilier Suisse: elle n'est de loin pas aussi développée qu'au début des années quatre-vingt-dix, mais elle aura certainement un impact sur le parc locatif, où il devrait être plus difficile de répercuter une hausse sur les loyers. Or, le marché immobilier est traditionnellement amorphe et même si ces mécanismes d'adaptation sont très lents, ils sont en cours.

### Saturation progressive du marché de la propriété

Malgré des conditions de financement devenues encore plus attrayantes suite à de nouveaux plus-bas des intérêts hypothécaires, la demande de biens en propriété continue de baisser. De moins en moins de ménages peuvent surmonter les obstacles réglementaires à l'acquisition d'un bien. La capacité financière est le principal trouble-fête et se situe à mille lieux de la capacité effective et n'est vraiment plus adaptée au contexte actuel. Par ailleurs, le rêve des quatre murs se heurte également aux consignes renforcées exigeant au moins dix pour cent de fonds propres de base pour l'achat d'une propriété. Face aux niveaux de prix actuels, tout juste 30% des ménages suisses ou personnes physiques disposent des fonds propres nécessaires pour acquérir une maison individuelle moyenne. Entre-temps, cela a laissé des traces. Depuis 2014, le taux de propriétaires en Suisse n'augmente plus alors que depuis, la capacité effective s'est en fait de nouveau nettement améliorée.

### Divertissement plutôt que shopping

Les détaillants helvétiques devraient accueillir la vigueur recouvrée du franc avec méfiance, car elle devrait continuer à doper le tourisme d'achat. Par ailleurs, de nouvelles parts de marché sont phagocytées par le commerce en ligne. Le négoce de détail classique rencontre de plus en plus de difficultés, ce qui se répercute aussi sur les surfaces commerciales – moins sous la forme d'une hausse du taux de vacances accru, que par une fluctuation accrue et un changement de locataires. Cela frappe même les meilleures adresses aux centres-villes où les prestataires de services remplacent désormais les vendeurs de marchandises. Il en résulte des rendements plus bas pour les investisseurs car les surfaces de services sont un peu «moins chères» que les surfaces de vente au détail. Les centres commerciaux doivent eux aussi investir davantage pour attirer le consommateur qui réclame systématiquement un happening, avec les effets correspondants sur les surfaces commerciales. Car il en résulte finalement une pression sur les prix.

Nous souhaitons une lecture stimulante!

### Demande

#### → Population

L'immigration et la croissance de la population sont d'importants moteurs de la demande en immobilier résidentiel. Entre 2008 et 2016, l'immigration nette moyenne s'élevait à 75'000 personnes, l'année dernière encore à 45'000. Au premier semestre 2019, le solde migratoire a encore baissé de 0,8% par rapport à 2018.

#### → PIB

L'essoufflement de l'économie mondiale est également sensible en Suisse. En 2019, nous tablons sur une croissance du PIB de 1,2% après 2,6% en 2018.

#### → Revenu

La croissance de l'emploi ralentit lentement. En parallèle, les salaires réels continuent de stagner, ce qui explique le recul de la croissance des revenus agrégés des ménages.

#### ↗ Conditions de financement

Les relèvements de taux par la BCE et la Fed ne sont pas en vue. Les perspectives de taux sont même plutôt orientées à la baisse. Pour la Suisse, cela signifie que l'environnement de taux négatifs va perdurer encore longtemps. Les hypothèques sont même plus abordables.

#### ↗ Placements

Malgré le taux élevé de vacances, la baisse des locations nouvelles et le niveau toujours aussi élevé de la production, l'immobilier demeure un placement extrêmement intéressant dans l'environnement de taux bas actuel.

### Offre

#### → Activité de construction

Malgré la forte baisse du nombre de projets de construction planifiés ces 24 derniers mois, on continue de construire en raison de l'attractivité des placements immobiliers. Ces prochaines années, un nombre inférieur de nouveaux logements devrait arriver sur le marché que lors des derniers trimestres. L'environnement de financement attrayant, les réserves de travail élevées et le grand potentiel de travaux de rénovation/d'entretien sur le parc immobilier suisse vieillissant devraient empêcher l'atterrissage brutal du secteur de la construction.

#### ↗ Vacances

Le taux de vacance progresse à échelle nationale. Le niveau de vacances a atteint des seuils critiques dans certaines communes urbaines périphériques. L'atténuation de l'activité de construction des investisseurs et des développeurs traduit l'atterrissage en douceur du marché locatif.

### Perspectives pour les prix

#### → Prix à l'achat

La forte dynamique de prix des dernières années s'affaiblit progressivement, car le segment de la propriété locative a atteint un niveau de prix très élevé et de nombreux ménages ont du mal à accéder à la propriété. Quoi qu'il en soit, l'environnement de financement attrayant va continuer à doper la demande et combiné à la pénurie de l'offre entraîner une hausse des prix de la propriété.

#### ↘ Loyers

L'intense activité de construction dans le secteur locatif a mené à une offre excédentaire dans de nombreuses régions, ce qui exerce une pression accrue sur les loyers du marché. En particulier dans la périphérie urbaine, les bailleurs doivent s'attendre à des revenus locatifs plus bas en cas de location nouvelle. Or, la baisse des loyers a un effet progressivement correcteur sur l'activité de construction et initie l'«atterrissage en douceur» du marché des immeubles de placement.

## CONDITIONS-CADRE ECONOMIQUES

**La conjoncture mondiale continue de faiblir, motivant les «grandes» banques centrales à assouplir la politique monétaire. L'économie suisse s'essouffle; la croissance de l'emploi a déjà légèrement faibli. Le secteur de la construction n'a toutefois rien à craindre, car les taux demeurent extrêmement faibles.**

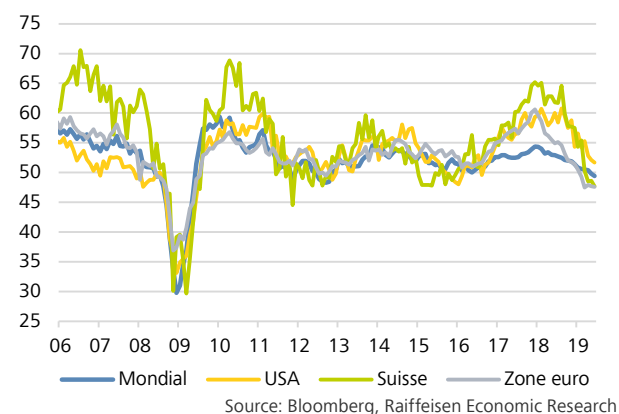
Les indicateurs avancés conjoncturels ont continué à se dégrader à échelle internationale. Pour la première fois depuis 2012 et l'apogée de la crise financière européenne, l'indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière est passé sous le seuil d'expansion de 50, ce qui annonce une récession industrielle. Aux Etats-Unis, le PMI est tout juste au-dessus de 50, dans de nombreux autres pays, il est nettement au-dessous, notamment en Suisse. L'évolution des carnets de commande n'indique aucun retournement positif dans un futur proche. Le moral des entreprises est par ailleurs plombé par des risques latents tels que les conflits commerciaux mondiaux. Il en résulte un risque accru de recul de l'activité dans l'industrie orientée vers l'exportation, ce qui se répercute sur la demande intérieure, qui globalement demeure solide, en Suisse aussi.

### Moins d'impulsions de la demande pour le marché résidentiel

Le ralentissement conjoncturel entraîne une lente baisse de la croissance de l'emploi suisse (cf. graphique), freinant la croissance des revenus agrégés des ménages, car les salaires réels suisses continuent de stagner. Les salaires nominaux augmentent actuellement de 0,5% sans parvenir à suivre le rythme de l'inflation. La demande stimule donc moins le marché immobilier. Le recul de l'immigration a le même effet: au premier semestre 2019, le solde migratoire a reculé de 0,8% par rapport à la même période l'année précédente. Globalement, la conjoncture actuelle ne représente aucune menace pour le marché immobilier suisse. Les taux demeurent extrêmement bas ou baissent encore plus (cf. page suivante), ce qui préserve l'attractivité de l'immobilier. L'activité de construction résidentielle récemment en léger recul demeure ainsi bien étayée et devrait poursuivre son atterrissage en douceur. Nous accordons une attention toute particulière à la construction d'immobilier de bureau et commerciale: l'activité y a encore redoublé d'intensité après le fléchissement de la croissance dans l'industrie. En même temps, les réserves de travail demeurent élevées, avec la menace de surcapacités et donc tôt ou tard d'un processus d'éviction.

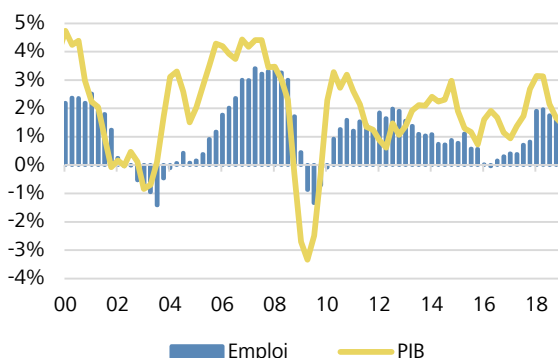
### Indicateurs avancés toujours aussi faibles

Indice des directeurs d'achat, industrie manufacturière



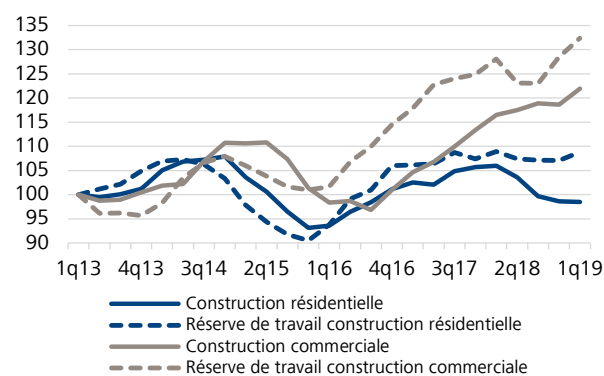
### Recul de la croissance de l'emploi

Emploi suisse (ETP) et PIB, yoy



### Atterrissage en douceur de la construction résidentielle

Activité de constr., indexée, cumul sur 12 mois, 3T12=100



## MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE

La Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne (BCE) passent en mode détente, augmentant la pression sur la BNS confrontée à un franc revigoré. Le marché anticipe même des taux négatifs plus élevés, tandis que les intérêts hypothécaires volent de record en record.

Pour la première fois depuis la crise financière, la Fed envisage de nouveau de baisser les taux. La raison principale est l'atonie de l'économie mondiale et en partie certainement aussi la pression politique exercée par Donald Trump. De l'autre côté de l'Atlantique, la tendance est également aux taux directeurs bas. Or, la grande différence est que ces dernières années, la BCE et la BNS n'ont procédé à aucun relèvement des taux. Les taux directeurs demeurent négatifs et la marge de manœuvre est donc très limitée. La BCE devrait par conséquent reprendre les achats d'obligations d'Etat européens, tandis que la BNS pourrait être contrainte à de nouvelles interventions sur le marché des devises en raison du franc revigoré. Les taux d'intérêts des marchés des capitaux ont de nouveau fortement baissé suite au revirement de la politique monétaire. Plus des trois quarts des emprunts d'Etat européens affichent entre temps des taux négatifs et en Suisse quasiment la totalité de la courbe des taux est en dessous du zéro.

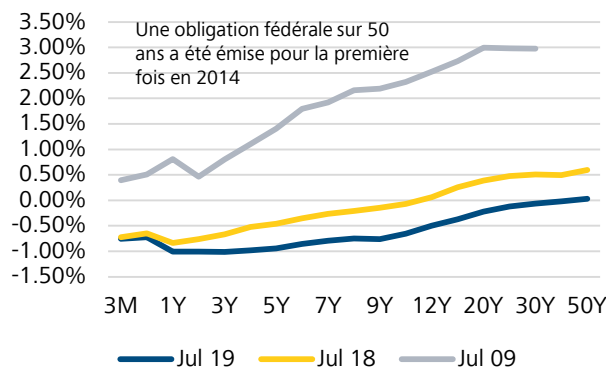
### Les hypothèques n'ont jamais été aussi abordables

Les taux hypothécaires suisses eux aussi ont sensiblement chuté ces derniers mois. En juillet, toutes échéances confondues, ils ont battu des records. Certains prestataires proposaient pour la première fois des taux pour les hypothèques fixes sur 10 ans inférieurs à 1,0%. Les hypothèques fixes à long terme ne sont guère plus chères que celles à court terme, ce qui démontre à quel point les anticipations de taux à long terme sont faibles à présent. Dans certains cas, les clients institutionnels s'intéressent même aux hypothèques à taux négatifs.

En raison du revirement des banques centrales, les taux hypothécaires devraient rester très bas, voire même continuer à baisser. Être propriétaire demeure donc attrayant financièrement. Les nouveaux contrats ont surtout porté sur des hypothèques à long terme (plus de 7 ans). La croissance des hypothèques reste stable à env. 3%, car malgré le niveau record des taux d'intérêts, l'obstacle de financement théorique qui empêche l'accession à la propriété de nombreux ménages suisses demeure toujours aussi élevé.

### Courbe des taux presque continuellement sous zéro

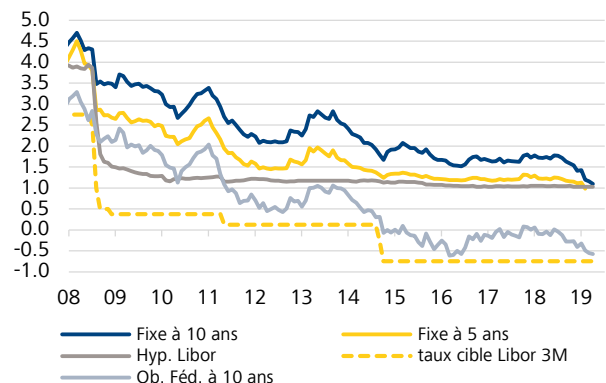
Taux des marchés monétaire et financier suisses



Source: Bloomberg, Raiffeisen Economic Research

### Nouveaux records à la baisse des taux hypothécaires

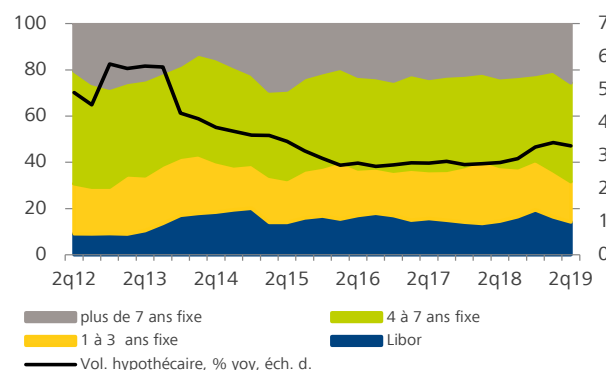
Taux pour activités nouvelles, valeur moyenne, en %



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

### Demande d'hypothèques à long terme

Echéance de nouvelles hypothèques Raiffeisen, en %



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

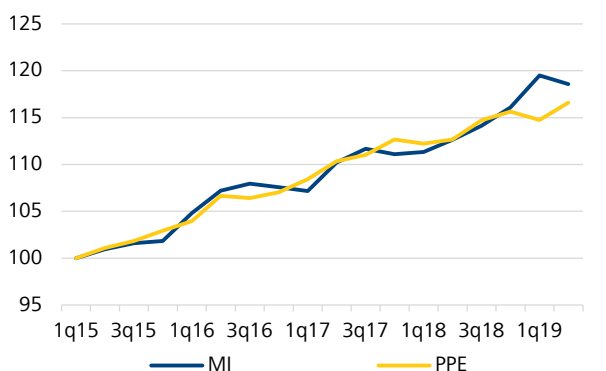
## PROPRIÉTÉ

**Les prix de la propriété continuent d'augmenter cette année, brisant le rêve de nombreux Suisses d'accéder à la propriété. En atteste notamment la baisse du taux de propriétaires: en raison des obstacles réglementaires élevés, à bien des endroits, seule une minorité peut s'offrir une maison individuelle.**

La première moitié de 2019 confirme la tendance des prix de la propriété: ceux des maisons individuelles (MI) et des appartements ne cessent de grimper. Par rapport au premier trimestre, ils ont certes légèrement reculé de -0,8%, mais ont progressé de près de 5% par rapport au 2e trimestre 2018. Après le léger recul au trimestre précédent, le niveau de prix de la propriété par étages (PPE) a de nouveau augmenté de 1,6%. Ici, la hausse des prix de plus de 3% depuis le 2e trimestre 2018 confirme la tendance du renchérissement de la propriété. Comme nous l'avons expliqué en détail dans le dernier numéro de notre publication Immobilier Suisse, ceci s'explique avant tout par l'association de taux historiquement bas, étayant une demande solide ainsi que par la pénurie de l'offre. A l'heure actuelle, il n'y a aucun signe annonçant un changement des taux bas ou une forte hausse de l'offre. Nous tablons donc sur une hausse continue des prix sur le marché de la propriété suisse.

### L'écart entre les MI et les PPE se referme

Indice des prix de transaction Raiffeisen, 1t15 = 100



Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

La ventilation sur les différentes grandes régions montre que la hausse des prix mesurée à échelle nationale se confirme dans toutes les régions suisses. Les quatre derniers trimestres, la Suisse centrale (+7,7%) et la Suisse orientale (+7%) ont en moyenne enregistré la plus forte hausse des prix dans le segment des MI alors qu'ils sont restés inchangés en Suisse occ. Pour les PPE, avec une hausse de 5,6%, la Suisse occ. se positionne en pôle po-

sition devant la Suisse centrale (+5,5%) et la région du Léman (+5,3%). En comparaison annuelle moyenne, les prix en Suisse méridionale ont en moyenne progressé le moins à hauteur de 1,5%. La Suisse du Nord-ouest (+2,3%), Zurich (+2,4%) et la région du Léman (+2,4%) ont enregistré des hausses de prix plutôt minimales.

### Evolution régionale des prix

Taux de croissance de l'indice des prix à la trans., état 2t19  
Actuellement: moyenne mobile des variations par rapport à l'année précédente sur 4 trimestres en %

|                    | MI      |        | PPE     |        |
|--------------------|---------|--------|---------|--------|
|                    | ø 13-18 | actuel | ø 13-18 | actuel |
| Suisse             | 3.1     | 4.8    | 3.3     | 2.9    |
| 1 Zurich           | 3.7     | 3.6    | 4.1     | 2.4    |
| 2 Suisse orientale | 2.5     | 7.0    | 4.8     | 3.1    |
| 3 Suisse centrale  | 2.7     | 7.7    | 3.9     | 5.5    |
| 4 Nord-ouest.      | 3.5     | 2.3    | 4.1     | 2.3    |
| 5 Berne            | 3.9     | 6.4    | 4.4     | 5.3    |
| 6 Suisse mér.      | 2.2     | 3.1    | 2.5     | 1.5    |
| 7 Région du Léman  | 0.8     | 5.4    | 1.9     | 2.4    |
| 8 Suisse occ.      | 2.2     | -0.1   | 4.6     | 5.6    |

Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

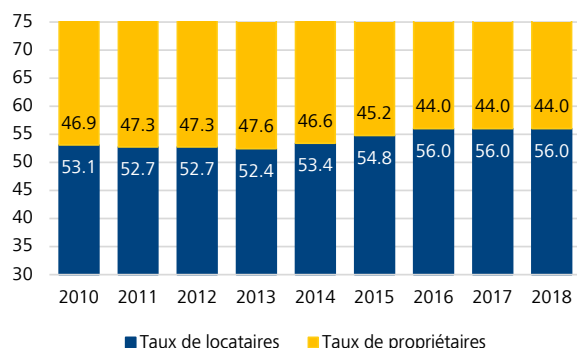
### Les prix élevés brisent le rêve d'accession à la propriété

Les propriétaires sont bien sûr ravis de la hausse continue des prix, qui augmente chaque année la valeur de leur propriété. Alors qu'un achat n'a jamais été aussi attrayant qu'aujourd'hui en raison des taux historiquement bas, des pans entiers de la population suisse ont de plus en plus de mal à réaliser leur rêve d'accession à la propriété. Les restrictions réglementaires et l'évolution rapide des prix contraignent les acheteurs potentiels à fournir toujours plus de fonds propres et à justifier un revenu de plus en plus élevé pour obtenir un financement hypothécaire.



## Baisse du taux de propriétaires en raison de prix élevés

Part des ménages en location et ceux vivant dans leur propriété, en %



Source: ESPA, Raiffeisen Economic Research

Cette évolution a bien sûr des conséquences structurelles pour la situation des ménages suisses. Traditionnellement, la Suisse est la lanterne rouge en Europe avec un taux de propriétaires de près de 40%. L'évolution historique montre que la proportion de propriétaires ne cesse d'augmenter depuis les années 1990. Cette évolution se laisse également retracer à l'aide des données de l'Enquête suisse sur la population active (ESPA) entre 2010 et 2013. En 2013, 47,6% des ménages suisses vivaient dans leur propre logement. Or, en raison des prix élevés, cette évolution s'est retournée en 2014: le taux de locataires progresse de nouveau car de moins en moins de ménages peuvent accéder à la propriété. Jusqu'en 2016, il a baissé au niveau très bas de 44% où il demeure jusqu'à aujourd'hui. Les taux plus élevés collectés par l'ESPA par rapport à ceux de l'Office fédéral de la Statistique s'expliquent par la différence de méthode de mesure employée.

## Les fonds propres sont un obstacle élevé, mais surmontable

De nos jours, pour obtenir un crédit hypothécaire pour une propriété à usage personnel, les acheteurs doivent pouvoir fournir au moins 20% du prix d'achat eux-mêmes, en sachant que seul un maximum de 10% peut provenir des avoirs de prévoyance obligatoires. Le tableau ci-dessous établit la liste par canton du prix moyen des MI et la fortune moyenne des personnes physiques selon la définition de l'Administration fédérale des contributions (AFC). Il s'avère que dans la plupart des cantons, la fortune moyenne suffirait pour l'achat d'une maison typique avec 5 pièces. Il convient toutefois de noter que le niveau de la fortune moyenne est gonflé par une poignée de personnes très fortunées. Si

l'on considère le nombre de personnes physiques qui ne peuvent pas se payer la maison typique dans un canton donné, c'est une toute autre histoire. Selon le canton, la proportion varie entre près de 50% et plus de 80%. Notons que l'AFC définit les personnes physiques en tant que sujets fiscaux et considère les couples mariés comme une personne physique. Comme près de 52% de la population adulte est mariée, env. un tiers des personnes physiques saisies ici sont des couples mariés.

## Prix des MI et fortune des particuliers

Prix des MI modélisé (5 pièces, 5 ans, 800 m<sup>3</sup> de cubage, 600 m<sup>2</sup> de surface du terrain), au moins les fonds propres nécessaires, la fortune moyenne et la proportion de personnes physiques (selon l'AFC) sans fonds propres suffisants.

|    | Prix des MI | Fonds propres requis | Fortune moyenne | Personnes phy. n'ayant pas assez de fonds |
|----|-------------|----------------------|-----------------|-------------------------------------------|
| CH | 1'147'000   | 229'400              | 342'188         | 71%                                       |
| UR | 937'000     | 187'400              | 289'731         | 56%                                       |
| AI | 977'000     | 195'400              | 396'968         | 58%                                       |
| GR | 1'002'000   | 200'400              | 349'316         | 58%                                       |
| AR | 967'000     | 193'400              | 492'708         | 61%                                       |
| NW | 1'201'000   | 240'200              | 1'052'693       | 61%                                       |
| SZ | 1'391'000   | 278'200              | 1'138'951       | 61%                                       |
| SG | 899'000     | 179'800              | 335'965         | 62%                                       |
| GL | 824'000     | 164'800              | 285'496         | 63%                                       |
| TG | 959'000     | 191'800              | 339'919         | 64%                                       |
| AG | 1'001'000   | 200'200              | 296'929         | 67%                                       |
| SH | 985'000     | 197'000              | 255'324         | 68%                                       |
| ZG | 2'079'000   | 415'800              | 832'002         | 69%                                       |
| BE | 949'000     | 189'800              | 253'845         | 70%                                       |
| LU | 1'020'000   | 204'000              | 341'435         | 70%                                       |
| OW | 1'294'000   | 258'800              | 473'411         | 70%                                       |
| ZH | 1'441'000   | 288'200              | 450'471         | 70%                                       |
| JU | 595'000     | 119'000              | 155'248         | 72%                                       |
| VS | 944'000     | 188'800              | 179'533         | 74%                                       |
| TI | 1'080'000   | 216'000              | 254'170         | 75%                                       |
| VD | 1'338'000   | 267'600              | 316'067         | 75%                                       |
| NE | 1'004'000   | 200'800              | 181'187         | 78%                                       |
| BL | 1'252'000   | 250'400              | 253'227         | 79%                                       |
| FR | 880'000     | 176'000              | 165'519         | 80%                                       |
| BS | 1'665'000   | 333'000              | 443'265         | 81%                                       |
| SO | 894'000     | 178'800              | 164'237         | 81%                                       |
| GE | 1'908'000   | 381'600              | 415'344         | 82%                                       |

Source: AFC, BNS, SRED, Raiffeisen Economic Research



En règle générale, 2 personnes participent à l'achat d'une propriété, de sorte que la valeur pertinente est la fortune du ménage. Naturellement, les ménages composés de plusieurs personnes ont plus de facilité à fournir les fonds nécessaires à l'acquisition d'une MI que des individus. Un autre aspect important concernant les fonds propres est l'héritage d'avoirs ainsi que les donations sous forme d'avances d'hoirie. En Suisse, chaque année, 63 milliards de francs passent d'une génération à l'autre à la faveur des successions. Ces transactions représentent à peu près autant que l'épargne à l'échelle de la Suisse. Par ailleurs, les donations entre vifs portent sur un volume estimé entre 15 et 20 milliards de CHF. Chaque année, de fortes sommes sont transmises aux jeunes générations, ce qui facilite bien sûr grandement la satisfaction des exigences en fonds propres des intéressés.

### La capacité financière théorique joue les trouble-fête

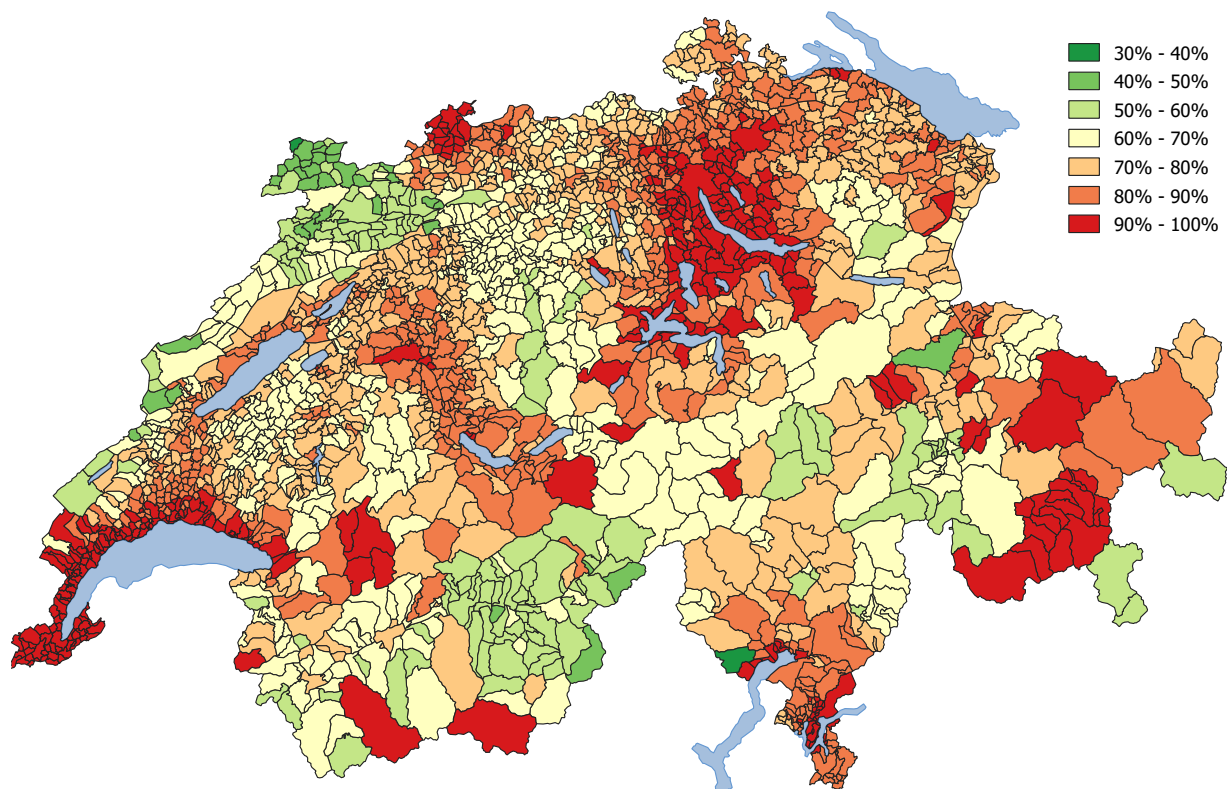
Si un ménage souhaite acquérir une MI plutôt abordable à l'échelle suisse pour un montant d'1 mio. de CHF et qu'il peut fournir le 20% minimum de fonds propres, il doit garantir un revenu annuel d'au moins CHF 176'000 pour l'hypothèque bancaire de CHF 800'000. Ce n'est qu'à partir de ce seuil que seront garantis les taux hypothécaires théoriques de 5% préconisés par l'autorégulation des banques ainsi que respectivement 1% de la valeur

d'avance pour l'amortissement et l'entretien ne dépassent pas un tiers du revenu du ménage. En 2018, le salaire médian brut annuel des salariés à temps plein en Suisse s'élevait à CHF 81'000. Même si les deux personnes sont actives à temps plein, leurs salaires médians ne suffiraient pas pour satisfaire aux conditions de capacité financière d'un tel emprunt.

La carte ci-dessous permet de voir la proportion des ménages ne pouvant pas satisfaire au taux d'avance maximal d'une maison typique de 5 pièces. La carte présente clairement que dans la zone d'influence des grandes villes, plus de 80% des ménages ne peuvent pas s'offrir une maison moyenne faute de capacité financière. La situation dans la région de Zurich autour du lac Léman semble particulièrement délicate. Il n'y a donc rien d'étonnant à ce que les habitants de ces régions s'éloignent de la ville pour trouver un logement. Ce n'est que dans les régions très rurales aux infrastructures défavorisées de l'Arc jurassien qu'une maison moyenne reste à la portée de la majorité des ménages. Dans presque toutes les communes de Suisse, l'obstacle élevé du taux d'intérêts théorique brise le rêve d'accession à la maison individuelle pour la majorité de la population. Face aux taux actuels extrêmement bas et aux doutes justifiés quant à une nouvelle (forte) hausse prochaine des taux, on peut clairement se poser la question de l'adéquation de l'obstacle réglementaire de 5%.

### La règle de la capacité financière comme obstacle insurmontable pour la plupart des ménages

Nombre de ménages qui ne pourraient assumer la charge d'une MI typique dans leur commune avec un taux d'avance de 80%.



Source: EBM, SRED, Raiffeisen Economic Research

## LOCATIF

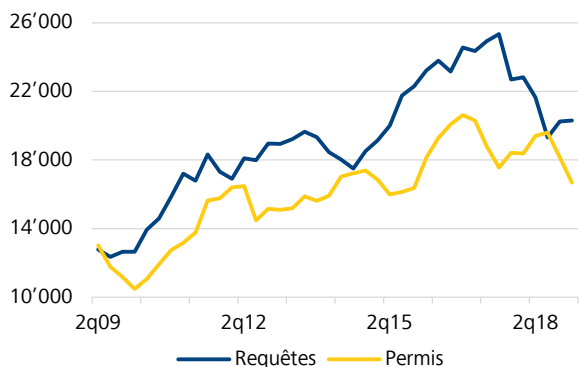
**Avec un net recul ces derniers trimestres, le nombre de requêtes de permis de construire pour les objets de rendement s'est stabilisé depuis le début de l'année. Alors que la baisse des loyers proposés s'est encore une fois accentuée, les loyers existants continuent d'augmenter. Cette différence d'évolution résulte de la forte activité de construction et de la rénovation continue du parc résidentiel.**

Depuis le début de l'année, le nombre de demandes de permis de construire pour des logements locatifs affiche une dérive latérale mettant un terme à la tendance baissière des trimestres précédents. Dans les calculs de rendement des investisseurs et développeurs de projets, les taux bas, mais en particulier aussi l'anticipation qu'ils se maintiennent à ce faible niveau pendant longtemps compensent les perspectives négatives de l'évolution des loyers, du taux de vacances et de l'immigration. Les investissements dans l'immobilier de placement demeurent attrayants en l'absence d'alternatives pour les investisseurs. A l'heure actuelle, les exemples sont légion où les investisseurs immobiliers institutionnels présentant une bonne solvabilité reçoivent de l'argent pour la souscription d'une hypothèque. Certaines banques préfèrent payer une infime proportion pour mille que de mettre l'argent en excès sur les comptes de virement de la BNS au taux d'intérêt pénalisateur de -0,75%.

Bien que le niveau de l'activité de projection soit actuellement inférieur de 20% au niveau maximal de la mi-2017, on continue de planifier davantage de logements que ne l'exigerait l'évolution de la demande. Si la branche immobilière ne freine pas davantage les projets de construction, les vacances vont continuer à augmenter au cours des prochaines années, accentuant la pression sur les loyers proposés.

### Activité de projection toujours intense

Unités d'hab. locatif (constr. neuves, cumul sur 12 mois)



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

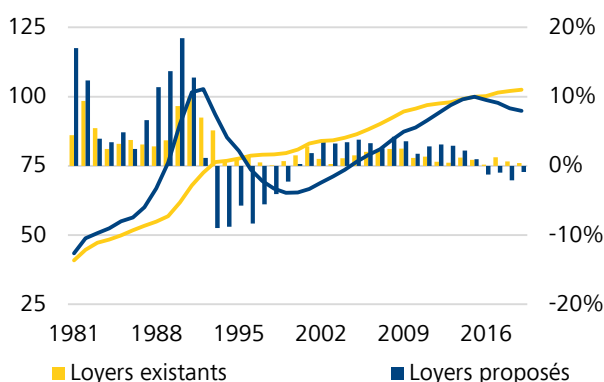
### Loyers proposés en baisse, loyers existants en hausse

Depuis 2015, les loyers proposés sont en baisse. Une location est aujourd'hui 5,1% moins chère qu'en haut du pic du cycle actuel en 2015. Cela n'a rien d'étonnant au vu de la situation du marché, caractérisée par une forte activité de construction, des vacances historiquement élevées et un recul de l'immigration. La formation des prix sur le marché locatif suisse suit ainsi les lois naturelles de l'offre et de la demande.

Les loyers existants dans l'indice des loyers de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) de l'Office fédéral de la statistique (OFS) n'ont pas baissé sur la même période, mais ont même augmenté de 2,5%.

### Indice de prix divergeant

Indexé (éch. g.), croissance sur l'année précédente (éch. d.) 2019, annualisé, année 2015=100



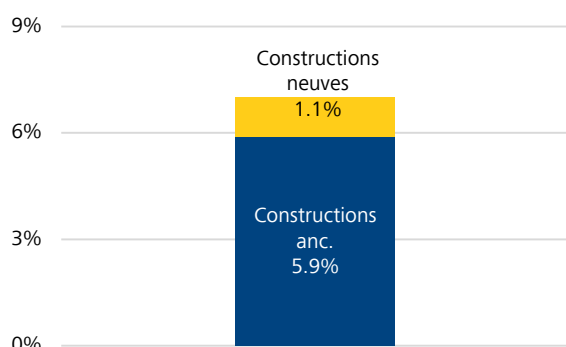
Source: OFS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

La divergence peut paraître stupéfiante au premier regard, mais cette contradiction n'est qu'apparente. Car les deux indices ne mesurent pas la même chose et peuvent par conséquent connaître une évolution différenciée. L'indice de l'offre de prix mesure l'évolution de l'offre se trouvant sur le marché, donc des logements proposés à la location: les nouveaux et les logements existants avec un changement de locataires. En revanche, l'indice des loyers IPC retrace l'évolution des loyers pour l'ensemble des logements et capte également ceux qui n'arrivent pas sur le marché.

Or, comme chaque année, seuls 7% des logements changent d'occupant, cet indice mesure surtout l'évolution des loyers existants.

### Part des constructions neuves et anciennes dans l'offre

Nombre d'annonces par rapport au parc locatif, Suisse, 2018



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

### Déséquilibre des constructions neuves sur le plan régional

L'évolution contrastée de l'indice réside dans la structure régionale des constructions neuves des dernières années. Elle a en majorité eu lieu dans des communes urbaines et suburbaines, menant à une offre excédentaire, une hausse des vacances et soumettant les nouveaux loyers à une pression à échelle régionale. Les concessions de prix rendent les constructions neuves plus attrayantes que les anciennes. Lors d'un déménagement des locataires de l'ancien vers du neuf, deux annonces d'une région avec une tendance des prix à la baisse sont pertinentes et elles entrent dans l'indice des prix de l'offre.

Comme ce dernier procède à la pondération selon les volumes de l'offre historiques, il mesure davantage l'évolution des prix dans les régions avec un taux de transactions élevé. C'est-à-dire dans l'environnement actuel surtout les régions présentant une offre élevée et une dynamique de prix négative et non celles présentant une pénurie, un faible taux de transactions et des prix toujours haussiers. Il s'agit notamment des grandes villes de Zurich, Berne et Genève (cf. la carte sur la page suivante).

En revanche, l'indice des loyers existants mesure l'évolution représentative pour l'ensemble de la Suisse en pondérant les régions selon leur parc locatif. L'évolution des prix des régions à forte population avec un faible taux de transactions et un taux de locataires élevé est ainsi davantage prise en compte que l'indice des loyers proposés. Ainsi, dans l'environnement actuel, les régions présentant une évolution des prix positive affichent une pondération plus forte.

### Les locataires existants bénéficient d'une prime sur la durée du contrat

L'indice des loyers existants augmente quand les loyers proposés sont supérieurs aux loyers existants et qu'en parallèle, la durée moyenne du bail des locataires se raccourcit.

A caractéristiques identiques, les logements occupés depuis longtemps sont moins chers que ceux occupés depuis peu. En effet, le droit de bail protège les locataires existants de l'ajustement de leur loyer aux prix du marché. Cette «prime sur la durée du contrat» est proportionnelle à la durée d'occupation du logement car entre 2000 et 2015, les loyers proposés ont augmenté bien plus que les loyers existants.

Un locataire qui quitte un logement occupé depuis longtemps dans l'ancien perd donc cette prime sur la durée et versera un loyer aux prix du marché sans cette décote. Cette perte peut avoir diverses raisons: certains locataires doivent déménager pour raisons professionnelles ou familiales, d'autres trouvent un logement dans une construction plus attrayante dans l'environnement actuel. D'autres y sont contraints par la rénovation totale du bien.

De fin 2015 à fin 2018, la durée moyenne des contrats de location suisses a nettement raccourci, passant de 10,1 à 8,7 ans. Ce recul correspond à la dissolution des primes de durée et a entraîné une forte hausse des loyers existants. Les loyers proposés ne mesurent pas cet effet puisqu'il n'y a pas de prime sur la durée lors de l'établissement d'un nouveau contrat de location.

### Surcompensation de l'effet du taux de référence

Les effets de pression sur les prix des loyers existants se superposent aux effets de la tendance baissière des loyers proposés et du repli du taux d'intérêt de référence. Ce dernier permet en théorie aux locataires existants de réclamer la révision à la baisse du loyer. Malgré un nouveau recul prononcé, depuis mi-2015, le taux de référence n'a que baissé une seule fois de 0,25 point de pour cent. Si tous les locataires avaient exigé l'ajustement des loyers, et tous les bailleurs l'avaient accordé, toutes choses étant égales par ailleurs, cette baisse aurait entraîné une baisse des loyers existants de 3% au cours des 4 dernières années. Dans les faits, seuls près de 20% des loyers existants sont ajustés en raison de l'abaissement du taux de référence. De ce fait, depuis 2015, l'effet annualisé de cet abaissement sur les loyers existants s'élevait à tout juste 0,15% par an, ce qui est relativement réduit car ils ne représentent que 7% du parc résidentiel

Les deux effets conjugués ne sont pas assez puissants pour compenser les répercussions de la suppression des primes d'échéance de durée et de la pondération plus forte des régions présentant une évolution positive des prix. C'est pourquoi les loyers existants continuent d'augmenter.

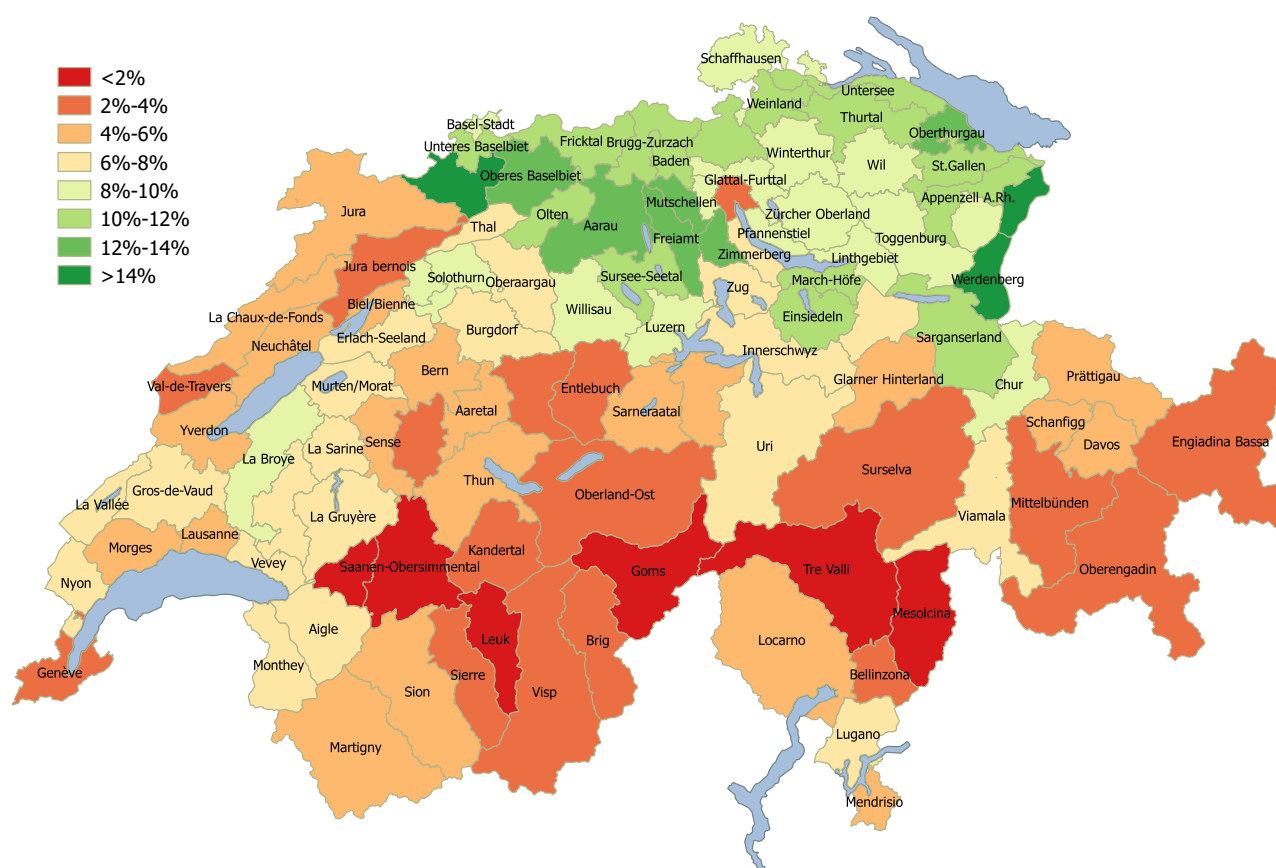
### Pas de loi naturelle

Or, la hausse continue des loyers existants ne répond pas à une loi naturelle. Sur le long terme, les loyers proposés et les loyers existants suivent les mêmes tendan-

ces. En raison des taux bas continus, nous attendons une nouvelle baisse d'un quart de pour cent du taux de référence en 2020. Cela pèsera sur les loyers existants. En raison de l'activité de construction toujours intense, les loyers proposés vont continuer de baisser, ce qui réduit la prime sur la durée et donc le potentiel de hausse des loyers existants.

### Transactions sur le parc locatif

Nombre de logements publiés par annonce par rapport au parc locatif, 2018



Source: Meta-Sys, OFS, Raiffeisen Economic Research

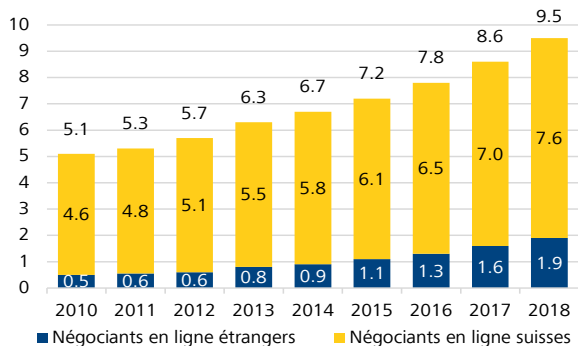
## IMMOBILIER COMMERCIAL - COMMERCE DE DÉTAIL ET CENTRE COMMERCIAL

**Le transfert continu vers l'activité en ligne et un tourisme d'achat très prononcé continuent d'exercer une forte pression sur le commerce stationnaire. Que ce soit au centre-ville ou dans un grand centre commercial, la forte mutation structurelle laisse ses traces sur le marché du négoce de détail.**

Le négoce de détail stationnaire en Suisse demeure sous forte pression par la montée en puissance du négoce en ligne. En 2018, les négociants en ligne ont réalisé un CA de 9,5 mrd de francs, soit près de 10% du CA total du secteur du négoce de détail. La croissance annuelle est particulièrement impressionnante. Par rapport à l'année précédente, en 2018, le commerce en ligne a progressé de 10% (900 millions de francs). Alors que seul 2,5% du CA est généré par le commerce électronique dans le segment alimentaire, dans le segment non-alimentaire, cette proportion s'élève déjà à 16%, l'électronique grand public étant en tête de classement avec un CA en ligne de 33%.

### Commerce en ligne en croissance constante

CA dans le commerce en ligne en milliards de CHF réparti entre les plateformes d'e-commerce suisses et étrangères



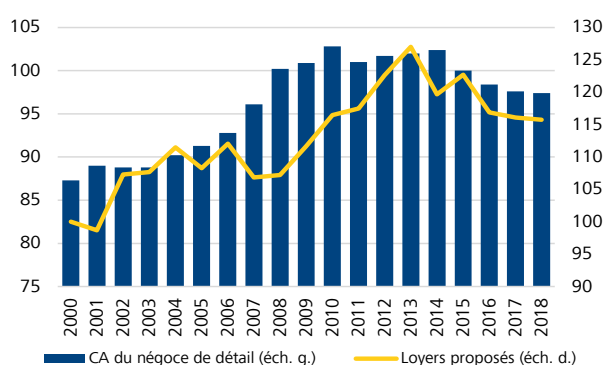
Source: GfK, ASVPC, Raiffeisen Economic Research

Il suffit d'analyser les ventes du secteur du négoce de détail, dont le commerce en ligne fait partie pour constater l'ampleur des défis. Ainsi, vers la fin des années 2000, les taux de croissance annuels ont nettement faibli. Cela peut s'expliquer par la saturation de la consommation des ménages suisses qui ne réalisent plus qu'une infime partie de leurs achats dans le commerce de détail. L'effet du choc du franc est aussi nettement visible, car à partir de janvier 2015, il a nettement accru l'attractivité des achats à l'étranger (en ligne et stationnaire). Bien que l'avantage de prix relatif des négociants étrangers se soit réduit ces dernières années, chaque année, on estime que près de 10 milliards de francs suisse sont dépensés à l'étranger proche.

Le recul des ventes et les perspectives plutôt sombres ont contraint à fermer des filiales et à réduire les surfaces et les effectifs alors qu'en parallèle, la demande de surfaces de vente par des revendeurs classiques était en repli: la baisse des prix de l'offre pour les surfaces de vente au détail l'atteste clairement. Après le fort recul des prix entre 2013 et 2016, les nouveaux loyers affichent une légère stabilisation (voir graphique suivant). Bien que le changement structurel dans le commerce de détail se poursuit, l'apparition de villes fantômes n'est pas à l'ordre du jour: le taux de vacances publié par le CBRE s'élève à 0,8% à Zurich, à 0,9% à Lucerne, à 1,9% à Bâle et à 2,1% à Lausanne, ce qui à notre avis est sous-estimé. A l'échelle de l'ensemble de la Suisse, seul 1,1% de la surface de vente totale était vacant. Il s'avère donc que malgré le recul de la demande, les surfaces de vente se louent bien, car lorsqu'elles sont bien situées, et que les prix sont en baisse, elles deviennent attrayantes pour d'autres locataires. Ainsi, des magasins vides sont repris par des entreprises de gastronomie. Par ailleurs, les prestataires de services à la personne trouvent ainsi des locaux à des emplacements abordables. La disparition de magasins de mode ou d'équipements électroniques crée donc des opportunités pour de nouveaux prestataires et concepts. Toutefois, les bailleurs doivent s'attendre à des revenus locatifs moindres, car ces locataires présentent souvent une plus faible productivité, ce qui est plus gênant pour le secteur immobilier que le taux de vacances.

### Les baisses de CA exercent une pression sur les loyers

CA dans le commerce de détail, sans carburants en mrd de CHF et loyers proposés pour les surfaces de vente, indexé

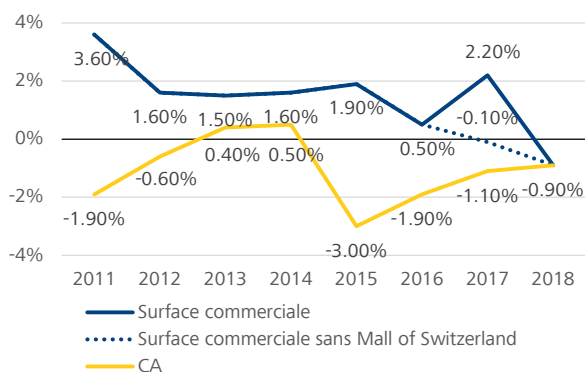


Source: OFS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



### Centres commerciaux en crise?

Evolution des CA et des surfaces de vente de centres commerciaux, hors gares et aéroports, en % yoy

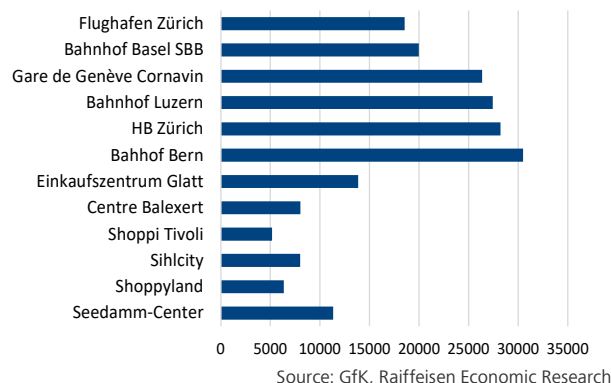


Source: GfK, Raiffeisen Economic Research

Au même titre que le commerce de détail de centre-ville, les centres commerciaux subissent la pression des mutations structurelles. Depuis 2014, les chiffres d'affaires des 191 centres commerciaux suisses baissent chaque année. Près de 1'000 des 5'500 magasins des centres commerciaux vont fermer au cours de la prochaine décennie. Il est donc urgent d'agir: transformation, revitalisation ou agrandissements s'imposent dans de nombreux centres vu leur âge moyen de 30 ans. Outre les changements structurels, les centres commerciaux doivent se réinventer dans un univers désormais marqué par la numérisation, le shopping en ligne et l'approche multicanaux. A l'instar des centres-villes, on y constate un changement de la composition des locataires vers plus de gastronomie et de prestations de services. Ici aussi, ce changement contribue à maintenir le taux de vacance effectif à un faible niveau mais impacte les rendements locatifs. Alors que les centres-villes peuvent tirer profit d'un cadre idyllique, de curiosités et d'une palette variée de consommation et de divertissement, les centres commerciaux doivent créer une offre attrayante pour les locataires. En effet, de nos jours, un simple achat ne constitue plus une raison de se rendre dans un centre commercial, il faut donc attirer la clientèle à l'aide de divertissements, d'une offre culturelle et d'une atmosphère. Les Urban Entertainment Center qui comprennent également des appartements, des bureaux ou des hôtels sont bien adaptés aux besoins de leur environnement et continueront d'être porteurs d'avenir. On se détourne de plus en plus des surfaces commerciales strictes en faveur d'autres offres. Si la hausse des surfaces de vente est négligée suite à l'ouverture du Mall of Switzerland, les surfaces de vente effectives diminuent depuis 2017 à travers l'ensemble de la Suisse.

### Les gares détrônent les centres commerciaux

CA par m² de surface de vente des centres commerciaux et des gares aux CA le plus élevé, état 2017 ou 2018



Source: GfK, Raiffeisen Economic Research

En principe, les galeries marchandes des gares et aéroports peuvent également être considérées comme des centres commerciaux, avec une productivité bien supérieure. Ainsi chaque m² d'une surface de vente à la gare de Berne génère un chiffre trois fois supérieur à la moyenne des 6 centres commerciaux les plus performants (voir le graphique en-haut). Cela s'explique avant tout par l'emplacement des détaillants aux gares fortement fréquentées. Ainsi près d'un demi-million de personnes utilisent les trains régionaux et les grandes lignes à la gare de Zurich. Outre l'importance capitale de la fréquentation des clients, cela souligne aussi l'autre aspect majeur du secteur du négoce de détail actuel: l'importance et le potentiel des achats de confort, c'est-à-dire la possibilité de se restaurer sur le trajet du professionnel ou d'aller dans une pharmacie, est plébiscitée par de nombreuses personnes. C'est pourquoi les exploitants prévoient pour l'avenir une offre encore plus fournie en gastronomie et convenance.

### Mall du futur

La question se pose alors de savoir si le modèle d'affaires traditionnel du temple de la consommation n'est pas obsolète et si le terme de centre commercial sera encore approprié à l'avenir. En tous cas l'évolution tend à se départir du commerce de détail pour se tourner clairement vers du divertissement accompagné d'une offre de convenance et de gastronomie. Dans ce contexte il n'est pas étonnant qu'un projet tel que «The Circle» à l'aéroport de Zurich ait un potentiel aussi élevé. L'association entre lieu de travail et carrefour de communications avec commerce de détail, offre gastronomique et de divertissement pourrait à l'avenir être le modèle à succès du «Shoppingmall».

## ET SI LES TAUX AUGMENTAIENT QUAND MÊME?

**Pourquoi les taux ont-ils chuté à un niveau historiquement bas? Quel événement pourrait mener à un retournement de taux avec une forte hausse? Et quel serait l'impact d'un choc des taux pour le marché immobilier suisse?**

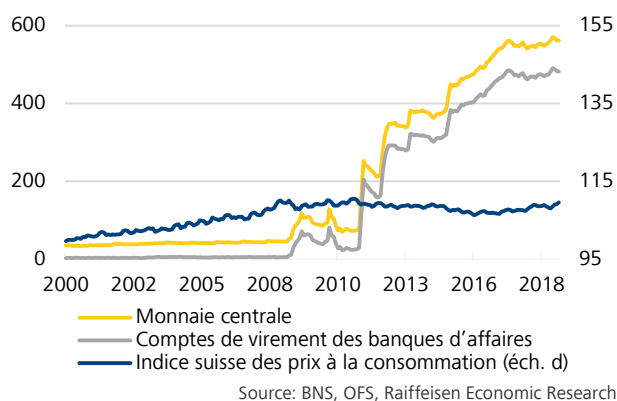
L'environnement de taux bas était, est et demeure le moteur principal de l'évolution du marché immobilier suisse. Outre la politique monétaire expansive, il y a de nombreuses causes fondamentales au maintien d'un niveau continu de taux bas. C'est pourquoi notre scénario principal consiste en des taux bas pendant de longues années et nous n'anticipons ni une forte hausse ni même un choc des taux. Mais comme les prévisions peuvent être erronées, il est judicieux d'envisager les scénarios les plus improbables. Or, d'aucuns assurent qu'un retournement des taux aurait des conséquences désastreuses pour le marché immobilier et l'économie globale. Qu'en est-il?

### Toujours plus d'argent, et pourtant pas d'inflation

Selon les modèles économiques classiques du monétarisme et de son chef de file, le prix Nobel Milton Friedman, une expansion excessive de la masse monétaire conduit à moyen terme toujours à l'inflation. La hausse de la masse monétaire fait flamber les prix, en raison de la dévalorisation de l'unité monétaire nominale. Or, la politique monétaire expansive menée depuis des années n'a pas entraîné d'inflation des prix à la consommation et les économistes sont perplexes devant ce mystère.

### Découplage entre masse monétaire et inflation

En mrd de CHF (éch. g.), indexée (éch. d.)

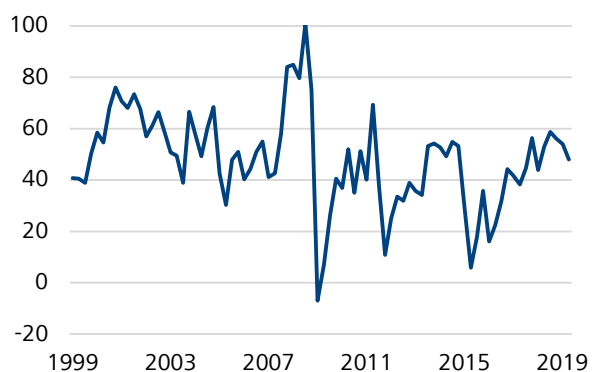


Voilà des années qu'il n'y a plus de véritable inflation et même les anticipations inflationnistes n'annoncent pas d'aggravation (cf. graphique à droite). L'une des raisons est que la demande d'épargne des banques et des par-

ticuliers a augmenté dans la foulée de la crise financière et dans un contexte de perspectives d'avenir incertaines et d'une faible demande de crédit – les fonds sont déposés sur un compte sûr sans être investis. Les effets de l'expansion de la masse monétaire n'ont donc pas eu de retombées sur l'économie réelle. La politique monétaire expansive reflète ainsi surtout la hausse de la demande de monnaie et n'est donc pas seule responsable des taux bas. Les banques centrales ont surtout empêché la hausse des taux nominaux suite à cette demande supplémentaire.

### Aucune tendance en matière d'anticipations inflationnistes

Evolution des prix anticipée par les consommateurs suisses Index, 0 = inflation inchangée, 100 = hausse de l'inflation

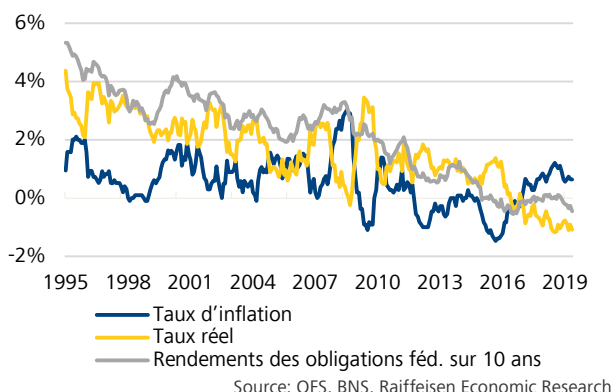


### Causes fondamentales des taux bas

Le taux nominal se compose des anticipations inflationnistes et du taux réel. Comme les anticipations inflationnistes ne sont qu'en léger recul, le responsable de la forte baisse des taux serait donc avant tout le taux réel. Or, selon la doctrine courante, à moyen terme, ce taux réel ne peut pas être déterminé par la politique monétaire. L'inflation observable des actifs qui se manifeste par la hausse du cours des actions et des prix immobiliers, aurait donc avant tout des causes fondamentales et non monétaires, comme le suggèrent les débats portant sur la politique monétaire expansive des banques centrales. La tendance baissière des taux réels dure depuis 20 ans et les explications sont diverses.



### Taux réel suisse en baisse



### Déterminants du taux réel

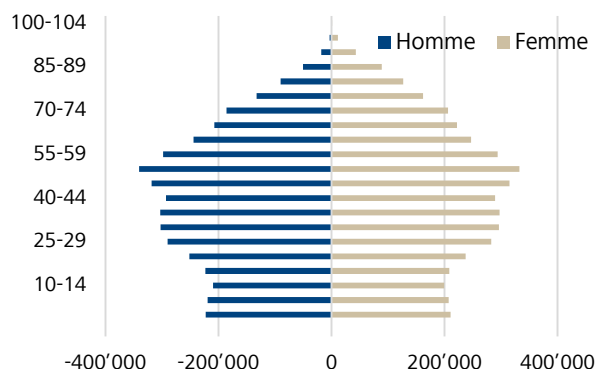
Le taux réel n'est rien d'autre que le prix du renoncement à la consommation aujourd'hui qui se constitue sur le marché de l'épargne. L'offre sur ce marché est déterminée par l'épargne, la demande en revanche par des investisseurs qui ne peuvent ou ne veulent pas financer leurs projets eux-mêmes. Le taux réel est le prix qui garantit l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. Un taux réel modifié s'accompagne donc soit d'un changement de la propension à épargner ou à investir – ou des deux.

### Les populations vieillissantes épargnent davantage

La baisse des taux réels s'explique avant tout par la hausse de l'espérance de vie et le vieillissement des sociétés dans les régions les plus puissantes économiquement, avant tout en Europe, en Chine et au Japon. Les personnes vivent plus longtemps, ont moins d'enfants et leurs horaires de travail tendent à baisser. Comme la retraite doit être financée par la thésaurisation, ces régions présentent un taux d'épargne très élevé. Pour générer un rendement, l'épargne est placée sur les marchés des capitaux. La demande accrue de solutions de placement dope les prix des actifs. Par ce canal, la croissance économique chinoise très dynamique a certainement exercé par le passé une forte influence sur les taux réels mondiaux et continue de le faire. La forte croissance économique, mais également le passage d'une société traditionnelle où les enfants assuraient la retraite de leurs parents à une société où ce sont les marchés des capitaux qui endossent ce rôle, ont décuplé les flux de capitaux vers les marchés financiers par le biais de la sécurité sociale et de l'épargne privée.

### Les babyboomers travaillent et épargnent toujours

Pyramide des âges de Suisse



### La numérisation permet des économies et accentue la concurrence

En même temps, la numérisation grandissante et la mutation continue des sociétés industrielles en sociétés de services favorisent certaines entreprises qui ne nécessitent que peu de capital pour la fourniture de leurs prestations. Elles offrent un volume moindre pour les solutions de placement. La pénurie de solutions alternatives fait flamber les prix, ce qui réduit le taux réel. En outre, les produits de ces sociétés et plus généralement la numérisation renforcent la concurrence dans la quasi-totalité des secteurs, mettant les marges bénéficiaires sous pression. Les investissements sont de donc de moins en moins rentables, ce qui fait baisser la demande en capital et réduit le taux réel. D'autres phénomènes tels que l'économie du partage, l'économie de plateforme ainsi que l'intelligence artificielle renforcent encore ces évolutions.

### La mondialisation exerce une pression sur les prix

La mondialisation accentue constamment la concurrence dans la quasi-totalité des marchés et ne se limite pas aux acteurs étrangers. Dans les biens industriels, la lutte s'intensifie aussi sur le territoire national dans le domaine des services car pour des activités liées géographiquement, chaque entreprise peut exploiter un réservoir inépuisable de main d'œuvre bon marché et productive en Asie ou en Europe de l'Est. Cela réduit les marges et par conséquent le bénéfice par unité de capital engagée. La demande d'investissement baisse, ce qui accentue aussi la pression sur les taux réels. Par ailleurs, au vu de la mondialisation actuelle du marché du travail, l'emballage de l'économie n'entraîne pas de spirale inflationniste, car les entreprises peuvent délocaliser, de sorte que les salaires réels augmentent peu.

### Pas de tendances éphémères

Les évolutions évoquées s'inscrivent sur le long terme et marqueront les années à venir, excluant tout revirement de tendance à court terme. Leur effet modérateur sur le taux réel se maintiendra donc. Il y a de nombreuses raisons fondamentales pour que le taux reste bas cette année. Compte tenu de la longue durée et de l'inertie des tendances, les éventuels processus d'adaptation mis en marche seront lents, de sorte qu'une augmentation interviendra au plus tôt à moyen terme.

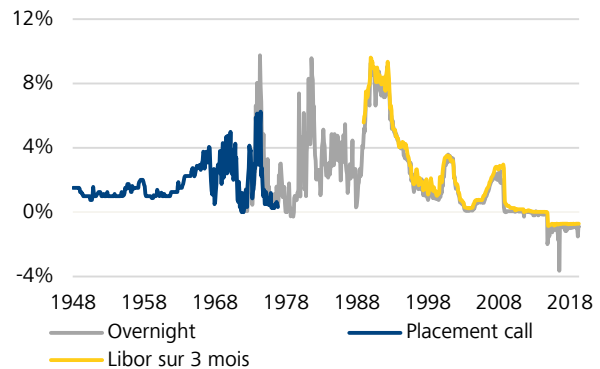
### Qu'est-ce qui pourrait quand même provoquer la hausse des taux?

Une hausse soudaine des taux en Suisse pourrait découler de deux scénarios. Le premier est une soudaine et forte embellie de l'économie mondiale, en particulier aussi une croissance bien étayée en Europe, de loin le premier marché pour l'économie suisse. Dans le sillage de la BCE qui pour parer aux risques de surchauffe tels que l'inflation et les erreurs d'allocation du capital, pratique une politique monétaire plus restrictive, la BNS pourrait relever ses taux, sans exercer de pression à la hausse sur le franc. A l'heure actuelle, c'est toutefois plutôt le scénario inverse qui se dessine, les derniers indicateurs annonçant un ralentissement économique. Ces dernières semaines, les banquiers centraux américains et européens ont tout mis en place pour combattre la récession qui se profile avec d'autres instruments de politique monétaire. Si contre toutes attentes, les prix se mettaient à augmenter, ce serait relativement inoffensif pour le marché immobilier. Les prix des actifs, y compris ceux de l'immobilier, subiraient une légère pression suite à la hausse des taux. Dans ce scénario, l'environnement économique positif sécuriserait les impulsions supplémentaires de la demande vers le bas.

Le deuxième scénario est un peu plus imprévisible – et potentiellement plus dangereux. Avec la politique monétaire ultra-expansive, les taux négatifs et le gonflement de leurs bilans, les banques centrales se sont aventurées en territoire inconnu. Pour de nombreux économistes, il s'agit d'un mystère: pourquoi une politique monétaire aussi expansive n'entraîne pas d'inflation des prix à la consommation. Personne ne sait quel sera l'effet à long terme de cette expérience: la pire issue en serait une poussée soudaine de l'inflation et l'augmentation massive des taux pour la contrer dans un contexte d'économie atone. Certes, nous n'en percevons actuellement aucun signe, mais en raison de la constellation historiquement unique dans laquelle nous nous trouvons, nous ne pouvons pas nous référer au

cher passé des économistes, établir des parallèles et extrapoler des schémas de l'histoire pour prédire l'avenir.

### Les taux suisses à CT étaient rarement supérieurs à 5%



### Revirement historique des taux

Même si cette fois-ci, comme toujours dans l'histoire de l'économie, tout est différent, il est judicieux de se tourner vers le passé. Historiquement, des mouvements saccadés avec de grands pics constituaient la normalité. Sur les échéances à court terme, une hausse de plusieurs points de pourcentage en l'espace d'un an au cours des 60 dernières années s'est fréquemment produit, il y a même eu deux fois des chocs de taux de plus de 8% sur une année – sans oublier des taux proches de zéro au début des années 70 ou inférieurs à zéro à la fin des années 70. Dans ce texte, dès qu'il est question de taux courts, il s'agit du Libor sur 3 mois.

### Quel est l'effet d'une hausse des taux sur les propriétaires?

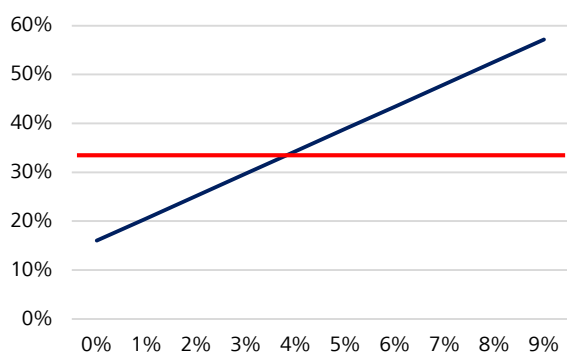
Les financiers «à la limite» axés sur le court terme, c'est-à-dire ceux ayant obtenu le taux d'avance maximal pour leur logement avec une hypothèque monétaire et ayant tout juste la capacité financière seraient les plus fortement touchées par la hausse abrupte des taux. En effet, leur porte-monnaie la ressentirait immédiatement et intensément. La capacité de remboursement des biens à usage personnel est assurée quand les coûts théoriques représentent moins d'un tiers du revenu du ménage. Les coûts du logement théoriques se composent des paiements d'intérêts théoriques d'un montant de 5% plus les tranches d'amortissement et les frais d'entretien. Calculés de manière conservatrice, ils représentent respectivement 1%. La règle d'or selon laquelle le coût du logement doit représenter au plus un tiers du revenu

du ménage ne sera enfreinte chez notre financier «à la limite» qu'à partir du moment où les taux à court terme qui se situent actuellement à -0,75% passent à 4%.

### Ce n'est qu'au-delà de 4% que les taux à court terme font vraiment mal

Frais de logement par rapport au revenu selon le niveau des taux.

Hypothèse: hypothèque Libor, financement à 80%, marge d'intérêt 1%, frais d'entretien et amortissement respectivement 1% de la valeur du bien



Quelle: Raiffeisen Economic Research

En cas de hausse massive des taux, même les propriétaires les plus fortement endettés au profil le plus risqué pourront faire face. Un taux de 4% (charge d'intérêt effective avec marge d'intérêt incl.: 5%) fait certes mal, mais il est supportable pour la majorité des ménages qui se serreront la ceinture ailleurs. La situation devient critique si les taux restent au-dessus de plus 5% pendant une période prolongée, ce qui n'est arrivé qu'une seule fois ces 70 dernières années: avant et après la grande crise immobilière des années 90. D'avril 1989 à mai 1993, le Libor sur 3 mois était constamment au-dessus de 5%. En décembre 1987, il était encore très bas à 0,3%.

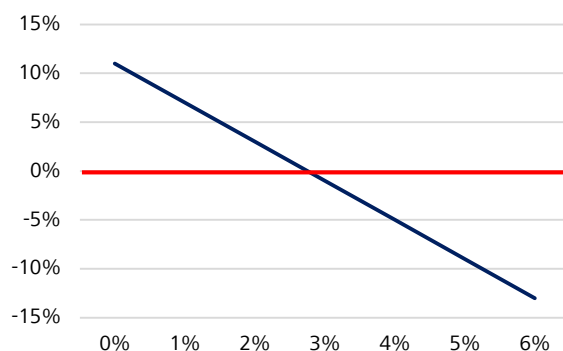
### Et sur les bailleurs?

Si l'on réalise le même calcul pour un objet de rendement et l'on suppose des revenus locatifs constants, un financement tiers de 80%, des rendements nets initiaux de 3% tels qu'ils sont souvent observés aujourd'hui sur le marché ainsi qu'un refinancement via hypothèque Libor, il s'avère qu'il suffit d'une hausse des taux à 2,75% pour qu'un tel investissement ne soit plus rentable. A partir de ce niveau, l'investisseur engrange un rendement négatif des fonds propres s'il ne peut pas augmenter les loyers. Un tel niveau de taux est certes historiquement plutôt élevé, car les taux à court terme des 70 dernières années étaient légèrement supérieurs

à 2%, mais c'est loin d'être exceptionnel et peut durer sur de longues périodes.

### Placement immobilier: à perte, à partir de 2,75%

Rendement des fonds propres selon le niveau de taux  
Hypothèse: hypothèque Libor, financement à 80%, marge d'intérêt 1%, rendements nets initiaux 3%



Source: Raiffeisen Economic Research

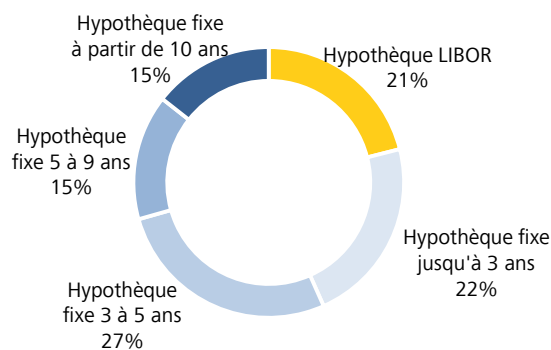
Si en plus de la hausse des taux, les revenus locatifs se mettent à baisser en raison de vacances ou de concessions sur les prix, un investissement rentable aujourd'hui peut vite devenir destructeur de valeur.

### Une hypothèque Libor: pour une minorité seulement

A l'heure actuelle, les hypothèques Libor ne représentent qu'environ 20% des nouvelles hypothèques. Les taux de ces crédits varient directement avec le niveau de taux actuel.

### Structure des échéances des prêts nouveaux

Part des produits dans les nouveaux prêts hypothécaires



Source: Raiffeisen Economic Research

Toutefois, des hypothèques fixes en fin d'échéance seraient aussi directement concernées par une hausse des taux. Elles doivent également être refinancées à échéance aux taux du marché en vigueur. Si l'on considère

la durée de fixation du taux de l'ensemble du portefeuille hypothécaire suisse, il s'avère que 45% du volume hypothécaire représente la fixation des taux de moins d'un an.

### Fixation des taux résiduels du portefeuille hypothécaire

Part des hypothèques en cours selon la fixation des taux



Source: Raiffeisen Economic Research

Par conséquent, sur une année, environ la moitié du portefeuille hypothécaire suisse serait concernée par un changement de taux. Sur deux ans, il s'agirait de 60%. C'est donc sur un délai relativement court qu'une augmentation des taux a un impact prononcé sur la charge d'intérêt moyenne des propriétaires.

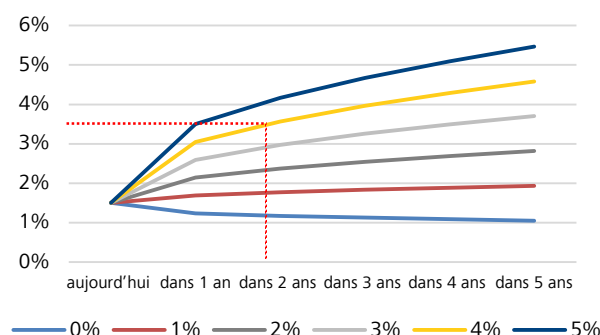
### Le taux de référence a-t-il un effet sur les bailleurs?

L'un des arguments favoris en matière de biens de placement est la possibilité légale de répercuter la hausse des taux sur les loyers par le taux d'intérêt de référence, de sorte que les revenus locatifs constants très bas présentés dans des exemples de calculs simples sont excessivement pessimistes. Il est vrai que le taux de référence réagit relativement vite à des changements de taux importants. Il est ajusté tous les trimestres et n'est rien d'autre que le taux moyen de rémunération de l'ensemble du portefeuille hypothécaire des banques nationales. Le graphique ci-dessous représente pour différents niveaux de taux à court terme l'évolution probable du taux de référence si les hypothèques arrivant à échéance étaient refinancées à l'aide d'hypothèques Libor et si ce niveau de taux restait constant au fil du temps, en supposant une marge d'intérêt Libor de 1%. Le point de départ des réflexions est le taux d'intérêt de référence qui depuis début 2017 se situe à un niveau bas record de 1,5%. Chaque quart de point de pourcentage au-dessus, jusqu'au taux de référence de 5%, autorise les bailleurs à procéder à une répercussion sur le loyer à hauteur de respectivement 3%. Les quarts de points de pourcentage pour un taux de référence situé entre 5 et 6% donnent droit à une répercus-

sion de 2,5%, les augmentations d'un quart de point de pourcentage au-dessus de 6% encore à 2%.

### Le taux de référence s'adapte très vite

Exemple de lecture (ligne rouge en pointillés): si le taux Libor sur 3 mois augmente brusquement à 4% et demeure pendant 2 ans à ce niveau, le taux de référence s'élève à 3,6% en 2 ans. Supposition: marge d'intérêt de 1%



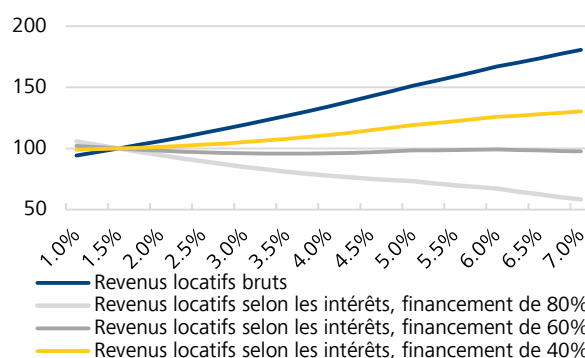
Source: Raiffeisen Economic Research

### Qui profite et qui perd?

Si l'on pouvait hypothétiquement s'endetter au taux de référence – donc au taux moyen des hypothèques en cours et si l'on répercutait le taux de référence en intégralité sur les locataires, selon son degré d'endettement, le bailleur ressortirait gagnant ou perdant de la hausse des taux de référence par rapport à la situation actuelle. Si le taux d'avance est supérieur à 60%, l'effet négatif de la charge d'intérêt plus importante dépasse l'effet positif des revenus locatifs plus importants. Si le financement est inférieur à 60%, la hausse du taux de référence est bénéfique. Surtout les propriétaires fortement endettés ne peuvent donc pas répercuter en intégralité leur charge d'intérêt sur les locataires.

### Un financement élevé est pénalisé

Effet sur les revenus selon le taux de référence en cas de structure de financement analogue au marché global et répercussion intégrale du taux de référence sur les locataires, indexé, 1,5%=100



Source: Raiffeisen Economic Research

## Quel est le coût d'une hausse des taux pour un bailleur?

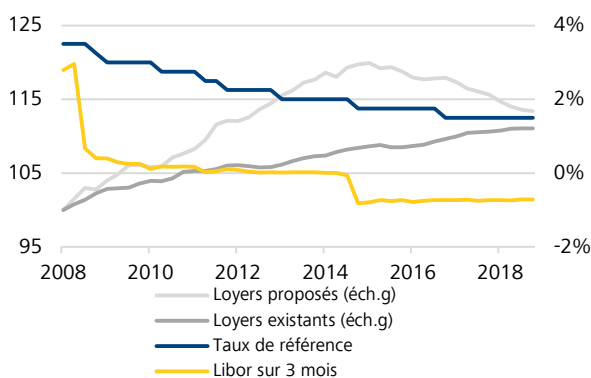
Il est bien sûr impossible de se financer au taux de référence. En cas de hausse des taux, un investisseur bénéficiant d'un financement à court terme doit se refinancer à un taux LIBOR supérieur. L'exemple de calcul d'une maison financée à 80% par une hypothèque Libor qui coûte 1 mio. de CHF et louée 40'000 CHF par an, montre qu'au cours des deux premières années, malgré la répercussion sur le loyer de l'augmentation du taux de référence, une hausse des taux à 3% coûte 25'000 CHF à l'investisseur. Sans l'ajustement, le choc des taux lui aurait même coûté 32'000 CHF. A l'inverse, un investisseur ayant une hypothèque fixe profiterait bien sûr car il peut exiger un loyer plus élevé. Comme les biens de placement sont financés à hauteur de 60%, pour les bailleurs, un choc des taux serait en théorie un jeu à somme nulle si le mécanisme d'ajustement des loyers par le taux de référence fonctionne.

## Le marché n'est pas intéressé par le taux de référence

Les réflexions autour du taux d'intérêt de référence sont plutôt de nature théorique. En réalité, sur la dernière décennie, l'évolution des loyers était entièrement indépendante du taux de référence.

### Loyers indépendants du taux de référence

Loyers indexés, 2T08=100



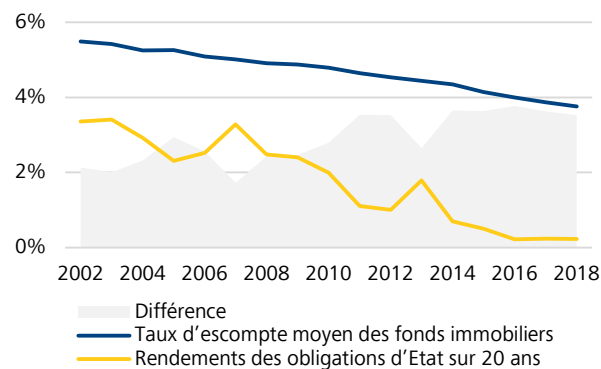
Source: OFS, BNS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Dans un environnement marqué par la hausse des vacances et la baisse des loyers proposés, il serait tout-fois naïf de supposer qu'il est possible de répercuter automatiquement les hausses des taux d'intérêts sur les locataires. De peur de les perdre, les bailleurs se garderont bien de le faire, en particulier dans des emplacements de second rang où l'offre est étoffée. Il faut donc s'attendre à ce que les bailleurs absorbent l'essentiel du choc des taux: il semblerait que les forces du marché sont plus efficaces que celles de la loi.

## Rage d'investir aveuglante?

L'environnement actuel a-t-il donc amené les investisseurs à prendre des risques excessifs? Le taux d'escompte est déterminant pour l'évaluation de l'immobilier de placement à l'aide des revenus locatifs. En théorie, le taux d'escompte se compose d'un taux d'intérêt sans risque et de primes de risque spécifiques au marché et au bien. Dans leurs rapports annuels, les sociétés immobilières cotées en bourse indiquent le taux moyen qu'elles utilisent pour évaluer leur bien immobilier. Des emprunts d'Etat sur le long terme servent d'approximation pour le taux sans risque. Si l'on compare l'évolution du taux d'escompte et celui du taux sans risque, il s'avère que depuis 2002, le taux d'escompte a baissé bien plus lentement que les intérêts. En 2002, la différence entre les deux taux se situait encore à 2,1%, fin 2018, elle s'élevait déjà à 3,5%. Il y a deux raisons à cela: premièrement, les investisseurs tablent aujourd'hui sur une hausse constante des vacances et sur la baisse future des loyers. Et deuxièmement, ils n'anticipent pas un niveau de taux éternellement bas. Le marché des objets de rendement compte donc aussi des investisseurs rationaux qui n'investissent pas à l'aveuglette, car l'argent n'est pas cher et ils peuvent répercuter la hausse des taux sur les loyers.

## Les taux d'escompte baissent moins que les intérêts



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

## Pas de recette pour la fin du monde

Pour que le marché déraile, il faudrait de grands chamboulements au niveau des taux. Nous avons vu que les propriétaires présentant un taux d'endettement maximal et un financement à court terme sont vulnérables face à un taux élevé continu au-delà de la marque des 4 pour cent. Si les taux atteignent ce niveau sans que d'autres facteurs n'étaient le marché immobilier, alors un tel niveau mettra les prix du marché sous pression. Sans oublier le risque que la banque valorise le bien à un prix du marché inférieur et que les propriétaires soient contraints d'injecter davantage de fonds propres.

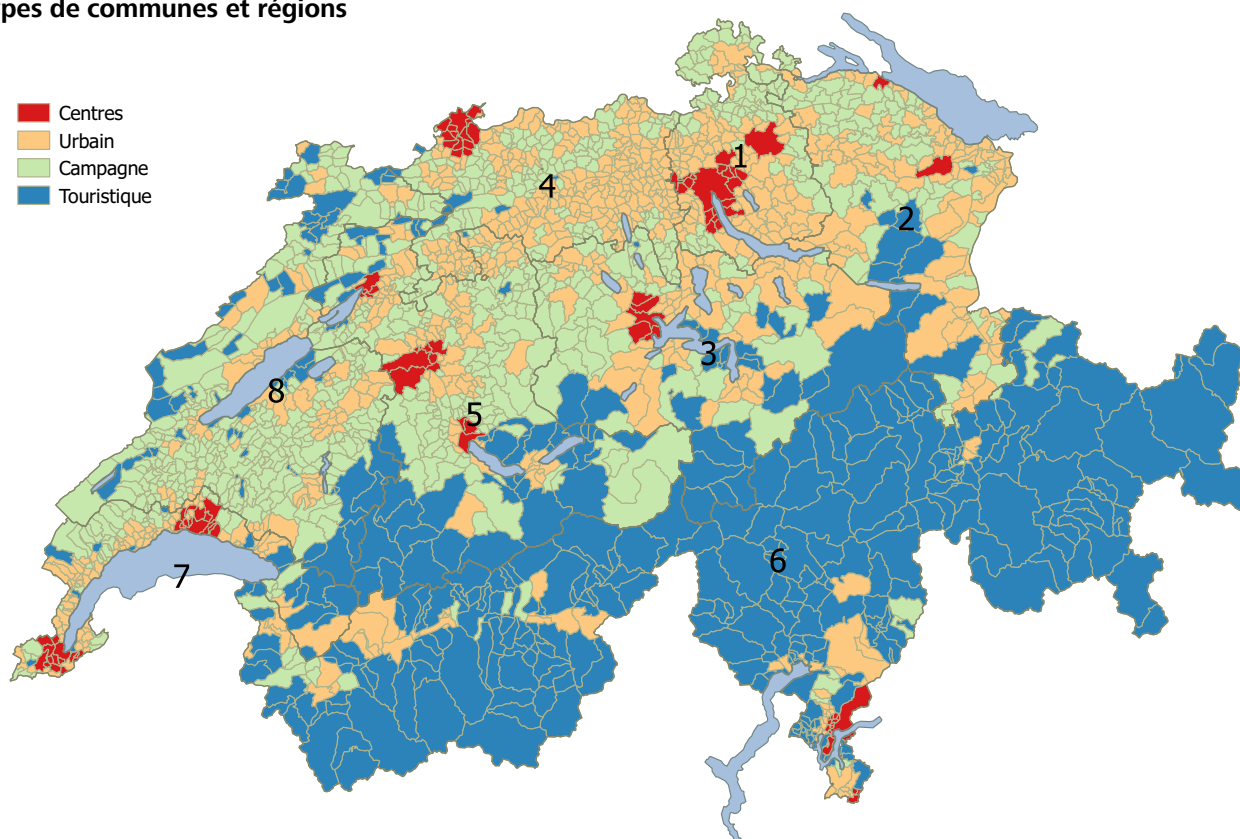
S'ils n'en sont pas capables, ils seraient menacés de ventes d'urgence, ce qui exercerait de nouveau des pressions sur les prix et déclencherait un cercle vicieux. Or, il faudrait qu'une masse critique de personnes soit concernée par de telles exigences pour déclencher un mouvement sur l'ensemble de l'économie. Dans un premier temps, ne seraient concernés que les propriétaires qui ont acheté ces dernières années aux prix record, affichant un taux d'endettement maximal et ayant choisi une hypothèque à courte durée. Or, c'est justement celle-ci qui ne fait que rarement l'objet d'une réévaluation dans les comptes des banques, car la plupart d'entre elles ne réévalue pas constamment le bien immobilier, mais y procèdent après une certaine période. Les cinq dernières années, les prix ont augmenté de plus de 25%. Par ailleurs, sur un bien acheté il y a 5 ans, 5% de l'hypothèque a déjà été amorti. Seuls des effondrements de prix dépassant 30% pourraient conduire à des appels de marge. Aussi loin que nos données permettent de remonter, le marché des MI ne s'est jamais approché de cette situation. Et enfin, même si cela devait arriver, si le client a toujours payé son prêt ponctuellement, la banque s'efforcerait de maintenir l'hypothèque pour rééquilibrer la situation à l'aide d'un amortissement renforcé.

### Et pour l'immobilier de placement?

La même argumentation s'applique à l'immobilier de placement, mais avec des facteurs aggravants. D'une part, nous avons vu qu'il suffit d'une hausse des taux à 2,75% pour que l'immobilier acheté aux prix actuels ne soit plus rentable. Par ailleurs, il peut arriver qu'en raison de vacances ou de conditions de prix à taux croissants, les revenus locatifs baissent au lieu d'augmenter, car le mécanisme du taux de référence n'opère pas. En cas de choc des taux, cette interaction peut avoir des conséquences douloureuses pour un investisseur fortement financé par des fonds tiers. Surtout que dans les années 90, le marché de l'immobilier de placement a déjà connu un effondrement des prix de plus de 30%. Face au marché marqué par un niveau de prix élevé et une offre excessive, les biens de rendement sont dans le collimateur des régulateurs. Ces risques accrus n'ont pas échappé aux banques car dans le cadre de la gestion du crédit, ils s'en soucient constamment. Face aux risques accrus, lors de l'octroi d'hypothèques pour des biens de placement, la situation est analysée de manière approfondie, en tenant compte des différences régionales, avec une connaissance locale du marché, dans le contexte du bien respectif et de la situation financière individuelle de l'investisseur. Or, un corset de réglementation rigide, comme les régulateurs l'ont déjà qualifié, mettrait tout dans un même sac et empêcherait même les investissements de qualité. Or, il en existe encore dans de nombreuses régions, même dans l'environnement actuel.



## Types de communes et régions



## Taux de vacance (2018)

en %

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

## Permis de construire (2018)

en % du portefeuille des logements

|                      | Total | Centres | Urbain | Camp. | Tour. |
|----------------------|-------|---------|--------|-------|-------|
| Suisse               | 1.1   | 0.7     | 1.3    | 1.3   | 0.5   |
| 1 Zurich             | 1     | 0.8     | 1.1    | 1.3   | -     |
| 2 Suisse orientale   | 1.2   | 0.9     | 1.2    | 1.2   | 0.8   |
| 3 Suisse centrale    | 1.3   | 1.1     | 1.3    | 1.5   | 1.4   |
| 4 Nord-ouest         | 1.2   | 0.5     | 1.4    | 1.5   | 0.4   |
| 5 Berne              | 0.7   | 0.5     | 1      | 0.9   | 0.3   |
| 6 Suisse méridionale | 0.9   | 1.6     | 1.6    | 2.2   | 0.4   |
| 7 Région du Léman    | 0.9   | 0.6     | 1.7    | 1     | 0.4   |
| 8 Suisse occidentale | 1.4   | -       | 1.5    | 1.5   | 0.9   |

## Population (2018)

Pop. résidente en perm., total et en %

|                      | Total     | Centres | Urbain | Camp. | Tour. |
|----------------------|-----------|---------|--------|-------|-------|
| Suisse               | 8'542'323 | 29.5    | 49.4   | 14.4  | 6.7   |
| 1 Zurich             | 1'602'515 | 48.7    | 44.8   | 6.5   | -     |
| 2 Suisse orientale   | 933'624   | 10.5    | 69.8   | 17.6  | 2.1   |
| 3 Suisse centrale    | 841'274   | 19.2    | 58.4   | 18.3  | 4.1   |
| 4 Nord-ouest         | 1'423'719 | 24.1    | 65.8   | 9.9   | 0.1   |
| 5 Berne              | 1'026'885 | 35.9    | 38.3   | 20.4  | 5.4   |
| 6 Suisse méridionale | 817'247   | 12.8    | 35.9   | 6.2   | 45.2  |
| 7 Région du Léman    | 1'092'575 | 60.8    | 29.1   | 5.9   | 4.2   |
| 8 Suisse occidentale | 804'484   | -       | 52.4   | 42.4  | 5.2   |

## Revenu imposable (2015)

Moyenne, en CHF

|                      | Total  | Centres | Urbain | Camp.  | Tour.  |
|----------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Suisse               | 59'000 | 62'000  | 62'000 | 53'000 | 45'000 |
| 1 Zurich             | 67'000 | 66'000  | 68'000 | 59'000 | -      |
| 2 Suisse orientale   | 54'000 | 53'000  | 55'000 | 53'000 | 43'000 |
| 3 Suisse centrale    | 69'000 | 56'000  | 80'000 | 55'000 | 55'000 |
| 4 Nord-ouest         | 60'000 | 67'000  | 58'000 | 56'000 | 59'000 |
| 5 Berne              | 50'000 | 53'000  | 51'000 | 46'000 | 46'000 |
| 6 Suisse méridionale | 48'000 | 61'000  | 49'000 | 44'000 | 44'000 |
| 7 Région du Léman    | 68'000 | 61'000  | 85'000 | 75'000 | 49'000 |
| 8 Suisse occidentale | 52'000 | -       | 52'000 | 52'000 | 48'000 |

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

### Verwendete Abkürzungen

|       |                                             |       |                                                |
|-------|---------------------------------------------|-------|------------------------------------------------|
| ARE   | Office fédéral du développement territorial | ESPA  | Enquête suisse sur la population active        |
| OFS   | Office fédéral de la statistique            | SSE   | Société suisse des entrepreneurs               |
| AFC   | Administration fédérale des contributions   | SECO  | Secrétariat d'Etat à l'économie                |
| FINMA | Autorité de surveillance des marchés        | BNS   | Banque nationale suisse                        |
| GfK   | Société d'étude de la consommation          | SRED  | Swiss Real Estate Datapool                     |
| EBM   | Enquête sur le budget des ménages           | ASVPC | Association Suisse de Vente par Correspondance |
| KOF   | Centre de recherches conjoncturelles        |       |                                                |

**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.