



Wordcloud: Communes présentant une croissance annuelle des prix de la propriété supérieure à la moyenne suisse (2015-2017). Plus le nom de la commune est grand, plus la croissance annuelle des prix est élevée. | Base de données: SRED, Raiffeisen Economic Research

Raiffeisen Economic Research

Immobilier Suisse – 3T18

Le marché du locatif est meilleur que sa réputation

RAIFFEISEN

Editorial

Un cycle sans fin?	3
Vue d'ensemble du marché	4

Situation du marché

Conditions-cadres économiques	5
Conditions de financement	6
Placements	7

Segments du marché

Propriété	8
Loyers	10
Bureaux	12

Gros plan

Le marché du locatif est meilleur que sa réputation	13
---	----

Annexe	16
---------------	----

Editeur

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

Auteurs

Domagoj Arapovic
Beatrice Stadler

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](#)

UN CYCLE SANS FIN?

Nos indices hédoniques des prix immobiliers ont battu de nouveaux records au T2 2018. On peut même dire que la propriété n'a jamais été aussi chère. Cela sonne-t-il menaçant? C'est fondamentalement compréhensible, il suffit d'opérer une courte rétrospective. L'engouement pour la propriété amorcé en Suisse au milieu des années 90 a connu différentes phases. La première a duré plus ou moins dix ans et reflétait un besoin général de rattrapage dans le segment de la propriété; elle a pris fin avec l'explosion de la bulle spéculative de l'immobilier. Le crash du début des années 1990 a démantelé le cartel de la construction, réduit les coûts et anéanti la spéculation sur les terrains constructibles qui sont redevenus abordables. Il a par ailleurs écorné la conjoncture, provoquant une baisse des taux. Comme la propriété par étages est une forme d'immobilier qui s'est largement établie à échelle nationale, la propriété est devenue accessible au plus grand nombre suite à la réduction de la part (onéreuse) du foncier. En outre, la démographie était alors extrêmement favorable, la majorité de la population étant âgée entre 30 et 40 ans, la tranche avec le plus fort désir de propriété.

Toujours plus loin

Je situe la deuxième phase après l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000. Ensuite une phase de croissance s'étendant jusqu'à mi-2008 a établi le cadre des marchés résidentiels. Grâce à la hausse des revenus, plus de ménages sont devenus primo-accédants. Les taux ont certes à nouveau progressé, mais sans jamais s'approcher du niveau de précédentes phases expansives. Enfin, la phase trois a commencé après la crise financière et dure jusqu'à aujourd'hui. Depuis, les taux ultra-bas sont le déclencheur numéro 1 qui soutient le marché de la propriété résidentielle. En même temps, selon la logique de l'évaluation immobilière, cette baisse des taux fait remonter les prix. A cela s'ajoute qu'être propriétaire revient nettement moins cher qu'être locataire. Le boom de la propriété se poursuivra donc jusqu'à la prochaine hausse significative des taux, une perspective très éloignée.

Les risques demeurent circonscrits

Malgré le stade avancé du boom, les risques sur le marché résidentiel restent faibles. Sans oublier que ce ne sont ni les prix ni les taux, et encore moins la situation géographique d'un objet qui constituent des risques

d'insolvabilité. En effet, les risques principaux - notabene jusqu'à présent toujours relativement circonscrits - ne sont pas d'origine objective, mais subjective: divorce / séparation, chômage et succession. La spéculation constitue bien sûr également un foyer de risques, même si elle est plutôt rare sur le marché résidentiel. Car celui qui achète une propriété aujourd'hui n'a pas l'intention de la vendre dans les deux ans pour en retirer une plus-value. D'ailleurs ce calcul n'est pas payant. Les motifs des acheteurs d'aujourd'hui sont clairs et justifiés: occuper ses quatre murs et éviter de payer un loyer.

Attention risque de concentration

Or, l'interminable phase de taux bas génère certains risques chez l'immobilier de placement. Tant que des investisseurs professionnels sont à l'œuvre, il y a l'assurance d'une gestion compétente. Une bulle spéculative n'est d'ailleurs pas en vue. Toutefois l'immobilier de location et de bureau ou commercial affiche de plus en plus de vacances, entraînant la fonte des faibles rendements lorsque l'immobilier n'est pas entièrement loué. Un grand portefeuille immobilier peut encaisser le choc. En revanche, l'entrée en jeu d'acteurs peu familiarisés avec le marché augmente les risques. Notre exemple de calcul hypothétique montre qu'il faut peu pour qu'une bonne affaire se transforme en flop. Nous estimons que l'arrivée d'un nombre croissant de particuliers, souvent novices dans l'immobilier, est une évolution néfaste. Certes, les placements immobiliers directs affichent indubitablement des rendements supérieurs à de nombreux emprunts à taux fixe, mais présentent aussi davantage de risques. Il faut en avoir conscience avant de sauter le pas. Un ménage doté d'une fortune considérable peut certainement le gérer, mais le ménage suisse moyen prend inévitablement un risque de concentration en procédant à un investissement immobilier direct, ce que nous déconseillons vivement. Et n'oublions pas: la pénurie de placements n'est pas à l'ordre du jour pour les ménages privés.

Nous souhaitons une agréable lecture!

Demande

↘ Population

La baisse de l'immigration se poursuit, de sorte que la croissance de la population reste faible et ne stimule pas le marché immobilier. La structure de l'immigration est aussi moins favorable au marché du logement, car le profil des migrants est généralement peu solvable.

↗ PIB

La croissance suisse est bien plus solide que l'année précédente et devrait progresser en 2018 de plus de 2%. L'emploi est récemment reparti à la hausse et il n'y a actuellement aucun signe de pression sur les salaires et les prix.

↗ Revenus

Malgré la bonne situation conjoncturelle, les salaires n'augmentent pratiquement pas. Toutefois, en raison de la hausse de l'emploi, le revenu agrégé des ménages progresse sensiblement.

→ Conditions de financement

Les banques centrales maintiennent leur attentisme. Les taux continuent d'être très proches de leurs plus-bas historiques et ne devraient que peu progresser et renforcer des conditions de financement attrayantes.

→ Placements

Malgré la progression du taux de vacance, les placements immobiliers demeurent prisés grâce à la prime de rendements sur les obligations.

Offre

→ Activité de construction

L'offre excède toujours la demande dans le logement locatif, favorisant la hausse des vacances. Dans le segment de la propriété, l'offre a depuis longtemps anticipé l'érosion de la demande. Les demandes et les octrois de permis ont nettement baissé.

↗ Taux de vacance

Les vacances se concentrent particulièrement sur les logements locatifs en dehors des centres où des corrections parfois douloureuses peuvent difficilement être évitées.

Perspectives pour les prix

↗ Prix à l'achat

Le grand obstacle de financement calculatoire et le recul de l'immigration modèrent la demande. Certes, elle demeure élevée en raison des taux bas, mais les prix ne devraient que légèrement progresser en raison de la saturation accrue.

↘ Loyers

La pression est surtout forte sur le marché des nouvelles constructions, où l'offre ne rencontre pas toujours la demande. Pour l'instant, les vacances calment le niveau des loyers.

CONDITIONS-CADRE ÉCONOMIQUES

L'économie suisse affiche une croissance solide. Le plus grand risque à l'heure actuelle découle de l'insécurité générée par la politique commerciale américaine. En l'absence d'une véritable guerre commerciale, la Suisse demeure peu concernée. Malgré la solidité de l'économie, la construction résidentielle devrait se calmer.

La conjoncture suisse a poursuivi sur sa lancée haussière en début d'année. Cette fois, le principal moteur de la bonne croissance du PIB était le secteur tertiaire. Après l'économie d'exportation, c'est au tour de la conjoncture intérieure jusqu'à présent plutôt atone d'être touchée par la relance. Elle progresse grâce au fort dynamisme de la consommation et surtout de la reprise des investissements des entreprises. Dans le secteur industriel mais aussi tertiaire, les entreprises se heurtent aux limites de leurs capacités et recourent donc de plus en plus aux investissements d'expansion. L'intense activité d'investissement a en outre des retombées visibles sur l'emploi qui a renoué avec le niveau de 2012, ce qui soutient la consommation privée.

L'emploi poursuit sa progression

PIB réel & emploi (ETP), en % yoy



Source: OFS, SECO, Raiffeisen Economic Research

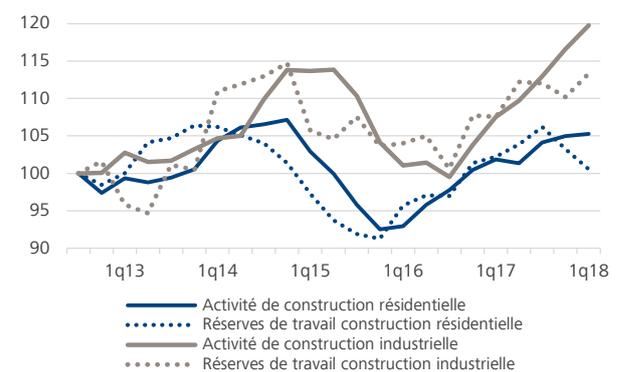
En revanche, les exportations suisses font face à des risques accrus. La raison sous-jacente est l'escalade du conflit commercial entre les USA et ses partenaires commerciaux qui déstabilise les marchés financiers internationaux et place temporairement le franc suisse sous une pression à la hausse. En revanche, le protectionnisme accru n'a quasiment pas d'impact. Dans la plupart des pays industriels, le moral des entreprises demeure très élevé, surtout aux Etats-Unis et en Suisse. Pendant ce temps, l'économie chinoise poursuit son embellie. En l'absence d'une véritable guerre commerciale, nous estimons qu'il est fort probable qu'en 2018, le taux de croissance de la Suisse soit le double de celui de 2017 (1%), c'est-à-dire en deçà de 2%.

Faible soutien de la demande pour l'immobilier résidentiel

Dans l'ensemble, l'évolution conjoncturelle actuelle ne suffit toutefois pas pour donner des impulsions substantielles au marché résidentiel suisse, en raison de la faible progression des salaires et des revenus des ménages. A cela s'ajoute le recul continu de l'immigration nette: depuis 2017, le solde migratoire cumulé pour la période de janvier à mai a ainsi fléchi de 3,5% à désormais +21.700. A la différence de la construction résidentielle, la construction industrielle a redoublé d'intensité. L'activité de construction d'espaces de bureaux et commerciaux a fortement progressé en quelques trimestres. Face au niveau élevé des cahiers de commandes, il ne se dessine aucun affaiblissement de l'intense activité de construction. Au vu des capacités excédentaires latentes, le processus d'éviction est inévitable à court ou moyen terme, et nous gardons donc un œil tout particulier sur la construction industrielle.

Moins de commandes dans la construction résidentielle

Construction industrielle et résidentielle, indexé Cumulé sur 12 mois



Source: SSE, Raiffeisen Economic Research

CONDITIONS DE FINANCEMENT

Les attentes en matière de hausse des taux sont à nouveau reportées. Le relèvement des taux par la BNS ne devrait pas intervenir avant fin 2019. Les taux hypothécaires, eux aussi, resteront donc très bas pendant longtemps.

Le relèvement tant attendu des taux se fait toujours attendre. Les rendements des obligations à dix ans de la Confédération se déplacent toujours en territoire négatif et les taux hypothécaires restent très proches de leurs plus-bas. Les modestes mouvements ascendants s'essoufflent rapidement, l'environnement macro-économique en Europe n'étant pas assez dynamique pour une hausse continue et encore moins pour un choc des taux. A l'exception de la Fed, les banques centrales demeurent attentistes, surtout face à la nervosité accrue des marchés financiers, dans un contexte de conflits commerciaux mondiaux. De son côté, la BCE a certes décidé la fin des achats d'emprunts d'ici décembre, mais a assuré qu'elle laisserait les taux négatifs inchangés au moins jusqu'à la fin de l'été 2019. Les attentes d'un premier relèvement des taux par la BNS ont donc été reportées au T4 2019.

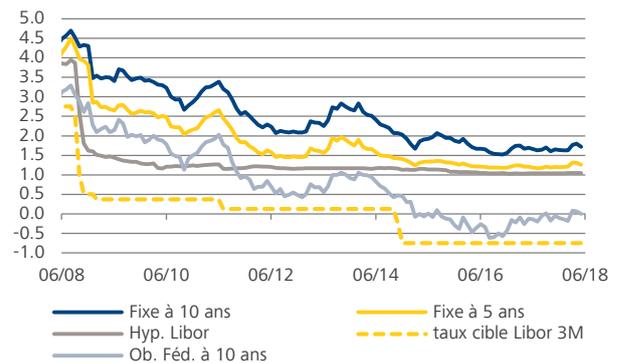
Maintien de la croissance des hypothèques

Les taux hypothécaires suisses resteront ainsi longtemps à un niveau extrêmement faible, de sorte qu'être propriétaire est financièrement plus attrayant qu'être locataire. Les hypothèques - même Libor - devraient donc poursuivre leur embellie. Au début de l'année, la part dans les conclusions de nouveaux crédits s'est certes légèrement réduite suite aux craintes d'un revirement des taux, mais seulement brièvement. En dépit de la hausse des taux, les hypothèques Libor constituent une alternative intéressante en cas de tolérance au risque, car en règle générale, elles constituent la variante de financement la plus abordable.

Or, la croissance des taux hypothécaires ne devrait pas dépasser les 3% enregistrés depuis deux ans, bien au contraire. La demande est modérée par le recul de l'immigration ainsi que l'obstacle de financement calculatoire élevé qui entrave l'accès à la propriété pour de nombreux ménages suisses.

Les taux restent très près du plus-bas record

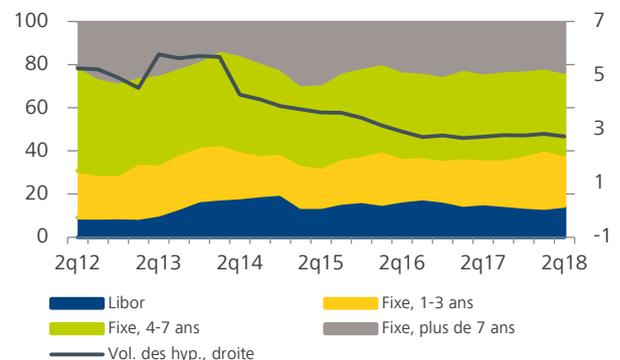
Taux pour nouvelles activités, médiane, en %



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

Les hypothèques Libor restent prisées

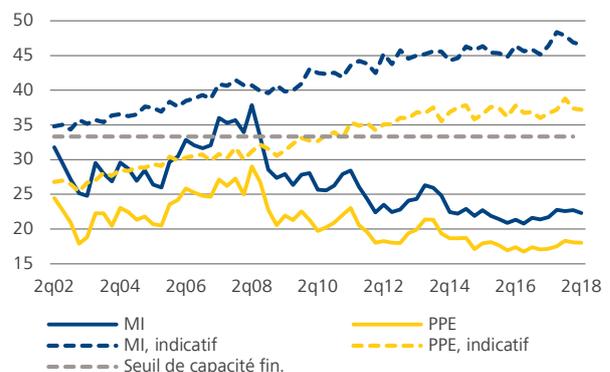
Echéances des nouvelles hypothèques Raiffeisen, en %



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

Obstacle calculatoire élevé

Charge financière en % du revenu brut



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

PLACEMENTS

Les placements immobiliers sont tendance, pas seulement chez les investisseurs institutionnels. Voilà belle lurette que les particuliers s'intéressent aussi à ce marché. Dans son dernier Rapport sur la stabilité financière, la Banque nationale suisse (BNS) perçoit un fort risque de corrections de prix dans ce segment.

Le malheur des uns fait le bonheur des autres. Grâce aux conditions de financement favorables dans un environnement de taux bas, de nombreux Suisses ont réalisé leur rêve d'accéder à la propriété. En revanche, pour les investisseurs institutionnels, en particulier pour les caisses de pension, face à la perte d'attractivité de la principale catégorie de placement, les emprunts à taux fixe, il devient de plus en plus difficile de générer les rendements nécessaires. Ce sont donc des investissements à grande échelle qui sont réalisés. Or, ce ne sont pas les investisseurs institutionnels qui ont suffisamment de fonds propres pour autofinancer des objets qui préoccupent la BNS. Ce sont les particuliers contraints de contracter des hypothèques pour financer les propriétés qu'ils ont achetées afin de les louer. L'autorité de surveillance financière voit aussi d'un mauvais œil les plateformes de crowdfunding immobilier qui se multiplient sur le marché suisse depuis 2015.

En ce moment, le portail immobilier Homegate propose un nouveau logement de 4,5 chambres à Will (SG) pour 790'000 CHF. Ci-dessous, notre calcul défensif présente le scénario d'investissement d'un particulier.

Exemple calcul: logement 4,5 chambres à Wil SG

Année de construction 2018, 121m², hors impôt sur la fortune

	in CHF
Prix d'achat	790'000
Fonds propres(20%)	158'000
Hypothèque	632'000
Revenus locatifs p.a. (rendement brut 2.9%)	23'111
Entretien/amortissement p.a. (1.3%)	-10'270
Financ. des fds tiers p.a. (hypoth. sur 5 ans à 1,23%)	-7'774
Bénéfice net avant impôts	5'067
Rendement des fonds propres avant impôts	3.2%
Impôt sur le revenu p.a. (taux marginal 30%)	-1'520
Bénéfice net après impôts	3'547
Rdt des fonds propres après impôts	2.2%

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

Dans cet exemple, à 2,2%, le rendement des fonds propres est extrêmement attrayant par rapport aux emprunts de la Confédération. Il varie toutefois selon la

situation géographique. Or, il ne faut pas sous-estimer les risques d'un investissement dit « Buy-to-let ». Dans notre exemple, le locataire paie son loyer ponctuellement tous les mois et le logement est toujours loué, il n'y a donc pas de pertes de loyers. Si le logement est vacant pendant 2 mois de l'année, le rendement des fonds propres se réduit de 1,7 point. Le rendement lié à l'évolution de la valeur a par exemple été négligé, car il ne concerne les particuliers qu'à partir du moment où il est réalisé. Il est extrêmement spéculatif de miser sur des hausses de valeurs, nous ne les incluons donc pas, même si elles étaient fréquentes dans le passé. Elles paraissent peu probables, car la maturité du cycle et l'intense activité de construction dans un contexte de recul de l'immigration nette vont tendre à faire augmenter les vacances. La rémunération attendue des fonds propres dépend par conséquent des revenus locatifs (cashflow net), de la quote-part des capitaux tiers (Leverage ou LTV) et de la rémunération des fonds tiers.

Cher propriétaire, mon réfrigérateur est en panne

Lors de l'achat d'un appartement, on oublie souvent qu'il doit être géré et entretenu. Le recours à une régie immobilière externe ou à un concierge entraîne des frais supplémentaires. Sinon, la recherche très coûteuse en temps d'un locataire adapté ainsi que la réparation de moyennes à grandes défaillances dans l'appartement incombent au propriétaire. Une lecture approfondie du droit de bail est donc indispensable. Les particuliers qui ne souhaitent pas cette charge de travail supplémentaire ou n'ont pas les moyens financiers peuvent se tourner vers des plateformes alternatives de crowd-investments qui se chargent des travaux administratifs courants. Les investisseurs peuvent acquérir des parts à partir de CHF 10'000. Toutefois, l'élément principal des rendements suggérés (jusqu'à 8%) est toujours l'effet de levier des capitaux tiers engagés. Cela suppose également un certain caractère spéculatif dont les investisseurs devraient avoir conscience.

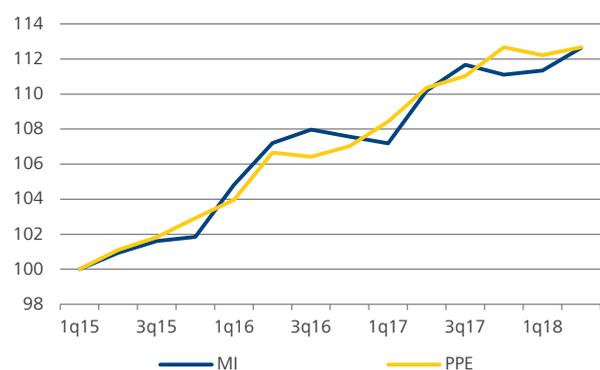
PROPRIÉTÉ

Au deuxième trimestre, après une courte accalmie, les prix de la propriété (tant les MI que les PPE) sont repartis à la hausse pour battre de nouveaux records et ce dans le contexte d'une dynamique visiblement affaiblie par rapport à 2017.

Les prix de la propriété ont de nouveau légèrement augmenté au 2T, respectivement 1,2% pour les maisons individuelles (MI) et 0,4% pour les propriétés par étages (PPE), soit une dynamique plus faible que l'année dernière où en glissement annuel, les prix des MI avaient progressé de 2,2%, les PPE de 2,1%. Il est certainement encore trop tôt pour interpréter ce repli comme l'amorce d'un ralentissement. Il confirme toutefois notre évaluation du trimestre dernier d'une hausse continue, mais à un rythme moindre que les années précédentes.

Records

Indice Raiffeisen des transactions de prix, 1t15=100



Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

Les principaux moteurs sont toujours les trois mêmes. Premièrement, la fin de la phase des taux bas est toujours hors de vue. Entre-temps, le consensus du marché est que la BNS pourrait légèrement resserrer la vis fin 2019. En d'autres termes: la propriété reste extrêmement intéressante, malgré le niveau record des prix, car les coûts de financement sont bas. Deuxièmement, être propriétaire demeure financièrement plus attrayant qu'être locataire.

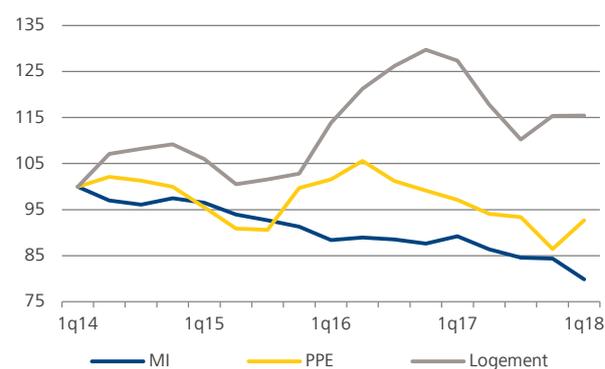
Pas d'excès de l'offre

Et finalement – troisièmement – l'offre a depuis belle lurette anticipé la baisse de la demande. La délivrance de permis de construire pour maisons individuelles est près de 20% inférieure au niveau de début 2014. Le recul des demandes de permis de construire est tout aussi marqué. Il n'y a donc pas de risque d'excès de la construction de MI. Il en va de même pour les appartements en

propriété qui accusent également un recul sensible des demandes et des délivrances de permis de construire, même s'il n'est pas aussi prononcé que pour les MI. Les délivrances sont aujourd'hui inférieures de 12%, les demandes même de 15% aux plus-hauts. Cet ajustement de l'offre garantit la stabilité des prix malgré le recul notable de la demande. Il est bien connu que l'immigration a nettement diminué et par ailleurs, la maturité du cycle de la propriété est très avancé au même titre que la saturation de la demande.

Pipeline d'offre en repli

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



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

Quasiment plus de mises en garde

De toute évidence, la surveillance macro- et microprudentielle le voit du même œil. Il subsiste quelques mises en garde quant à l'éclatement de la bulle de la propriété, mais la BNS et l'autorité de surveillance des marchés financiers (Finma) estiment que la situation s'est détendue. D'une part, les exigences accrues en matière de fonds propres ont contribué à modérer la demande. D'autre part, le respect strict pour ne pas dire aveugle de la viabilité calculée entrave l'accès de bon nombre de futurs propriétaires à une maison individuelle ou à un appartement.

Evolution régionale des prix

Indice des prix des transactions, état 2t18

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

	MI		PPE	
	Ø 12-17	actuel	Ø 12-17	actuel
Suisse	3.2	3.2	4.0	3.8
1 Zurich	3.9	5.1	4.5	4.9
2 Suisse orientale	2.6	3.5	5.6	3.6
3 Suisse centrale	1.4	6.0	4.6	3.3
4 Nord-ouest	3.9	4.3	4.8	2.5
5 Berne	4.7	2.1	5.2	2.5
6 Suisse mérid.	1.6	1.5	3.5	2.4
7 Région du Léman	0.7	3.3	2.6	5.4
8 Suisse occidentale	3.7	1.2	5.2	6.2

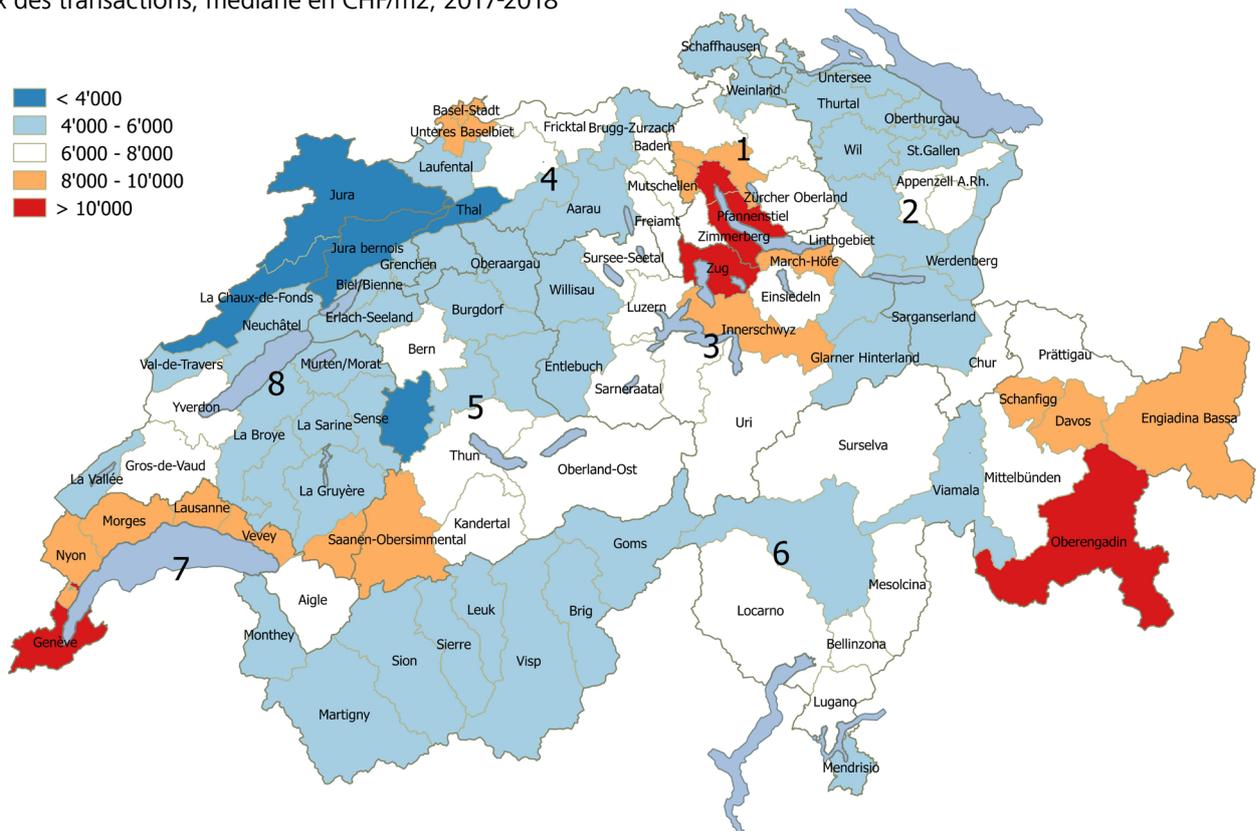
Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

L'analyse régionale révèle les célèbres hot spots/tourist spots. La PPE la plus chère demeure près du lac de Zurich, à Zoug, à Genève et en Haute-Engadine (cf. la carte ci-dessous). Dans ces quatre régions centrales, les prix continuent d'augmenter. A Zurich par exemple, en comparaison annuelle, les prix de la PPE ont augmenté de 4,9%, au lac Léman de 5,4%. Même si la PPE reste populaire et donc chère dans tout le pays, il est facile de séparer le bon grain de l'ivraie: là où les prix sont

déjà élevés, ils tendent à augmenter le plus. La croissance quelque peu inférieure à la moyenne dans les autres régions pourrait constituer un premier indice de la percée des puissances du marché. D'ailleurs l'activité de construction y était aussi plus intense que dans les «top spots», la demande en revanche un peu plus faible. Il n'est pas improbable que cette tendance s'accroisse. Voilà un certain temps que la commercialisation des appartements y est devenue plus difficile. La hausse supérieure à la moyenne des prix des MI en Suisse centrale et à Zurich est particulièrement frappante. A Zurich, c'est certainement lié à la demande excédentaire latente et à l'offre qui se réduit. La hausse marquante des prix en Suisse centrale pourrait ainsi découler d'effets d'évitement – notamment de Zurich.

Prix PPE

Prix des transactions, médiane en CHF/m2, 2017-2018



Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

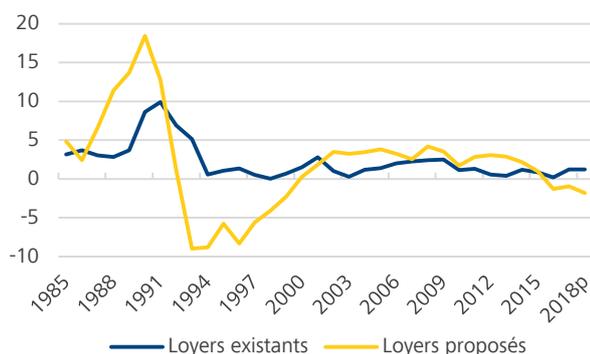
LOYERS

La pression baissière sur les loyers proposés se confirme: l'activité de construction de logements se calme de manière ordonnée et non abrupte comme au début des années 90. C'est l'expression du Soft Landing que nous prédisons depuis un certain temps et qui touche à présent le marché immobilier.

Les loyers baissent, en partie même nettement et à de nombreux endroits. Or, cette analyse est légèrement trompeuse, car le niveau moyen des loyers en Suisse progresse en continu. Le montant des loyers existants dépasse actuellement de près de 1% le niveau de l'année dernière. La baisse concerne donc plutôt les loyers proposés, donc ceux de nouvelles constructions. Ils sont effectivement en recul, avec, récemment, une légère accélération: -2,2% par rapport à l'année dernière. Par rapport à 2015, ils ont baissé de 4,5%, soit tout de même plus de 100 francs pour 2.500 CHF.

Soft Landing des loyers proposés

Loyers, en % yoy



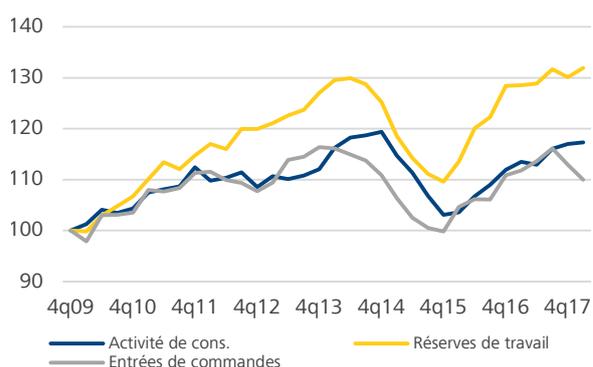
Source: OFS, WP, Raiffeisen Economic Research

Or, seuls les ménages qui déménagent (env. 1% par an) peuvent profiter de la baisse des loyers proposés. Néanmoins, nous accordons une attention toute particulière au marché des loyers proposés qui reflète nettement les conséquences de l'activité intense de construction des dernières années. Associée au recul de l'immigration, elle a généré une hausse des vacances et une pression baissière sur les loyers proposés. Ce recul se déroule de manière ordonnée et confirme notre scénario d'un Soft Landing. Nous sommes donc très loin de l'effondrement spectaculaire des années 1990 lorsque les loyers proposés ont connu une correction de 15% en deux ans en raison d'une production beaucoup plus élevée. A nos yeux, cette légère détente constitue une évolution plutôt positive, notamment en raison de la plus grande liquidité et attractivité du marché pour les locataires. Entre-temps, la construction des logements s'est un peu

affaiblie à un haut niveau. La pénurie de placements continue de soutenir l'activité de construction, mais le risque accru de vacances a entraîné un premier changement d'approche des investisseurs. Le secteur de la construction a atteint ses limites et ne peut guère générer de nouvelle accélération. Par ailleurs, les commandes ont baissé et les réserves de travail ne devraient pas tarder à suivre le mouvement.

Dynamique affaiblie dans le secteur principal de la construction

Construction de logements, index (4t09=100), cumul sur 12 mois

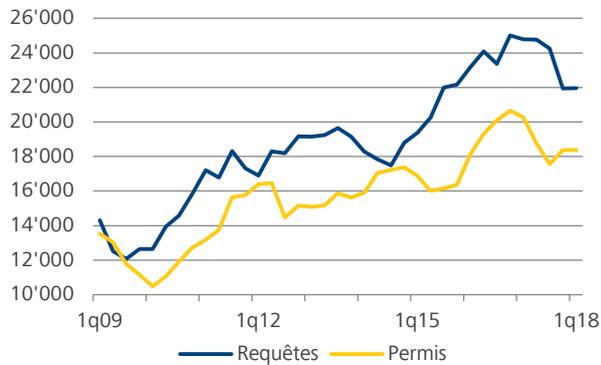


Source: SSE, Raiffeisen Economic Research

Par anticipation, les demandes et délivrances de permis de construire ont amorcé la tendance baissière dès 2017. Le recul des demandes s'est tassé au deuxième trimestre 2018, les délivrances de permis de construire indiquent une extension de l'offre inférieure de 10%. Ces prochains trimestres, nous tablons sur une faible activité de construction des logements locatifs. En parallèle à la baisse des loyers proposés, le Soft Landing du marché des logements locatifs paraît enclenché.

Stagnation des demandes et des délivrances de permis de construire

Unités d'habitation pour logements locatifs (nouvelles constructions, cumuls sur 12 mois)



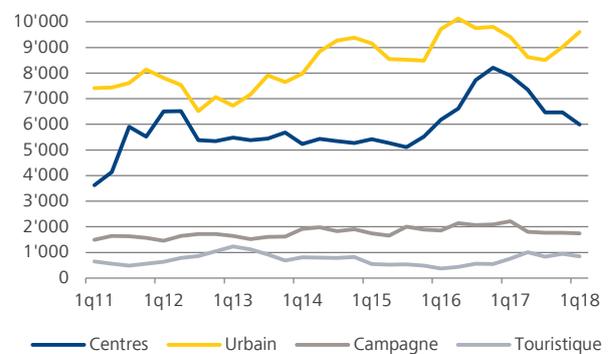
Source: Meta-Sys (Docu-Media), Raiffeisen Economic Research

La construction de logements locatifs se concentre entre-temps sur les centres et les régions urbaines. Alors qu'elles sont en repli dans les zones urbaines, les demandes de permis ont nettement progressé dans les zones riveraines. Ces dernières années, l'extension de l'offre a concerné des zones encore relativement accessibles de l'agglomération, faisant nettement progresser les vacances. La durée de commercialisation (c'est-à-dire la durée d'insertion) y est entre-temps passée à 38 jours. En revanche, la demande est la plus soutenue dans les

zones urbaines. En raison de la pénurie de terrain de construction, l'offre et la demande ne se rencontrent toujours pas. Les statistiques des taux de vacance qui seront publiés en septembre 2018 devraient avant tout augmenter dans la ceinture d'agglomération. Une détente sensible ne devrait intervenir qu'avec la hausse des taux, et il faudra s'armer de patience. Les régions touristiques, quant à elles, ressentent les conséquences de l'initiative du deuxième logement et l'on n'y construit pratiquement plus. Les délivrances de permis de construire stagnent également dans les zones rurales.

Nouvelle extension de l'offre dans les zones urbaines

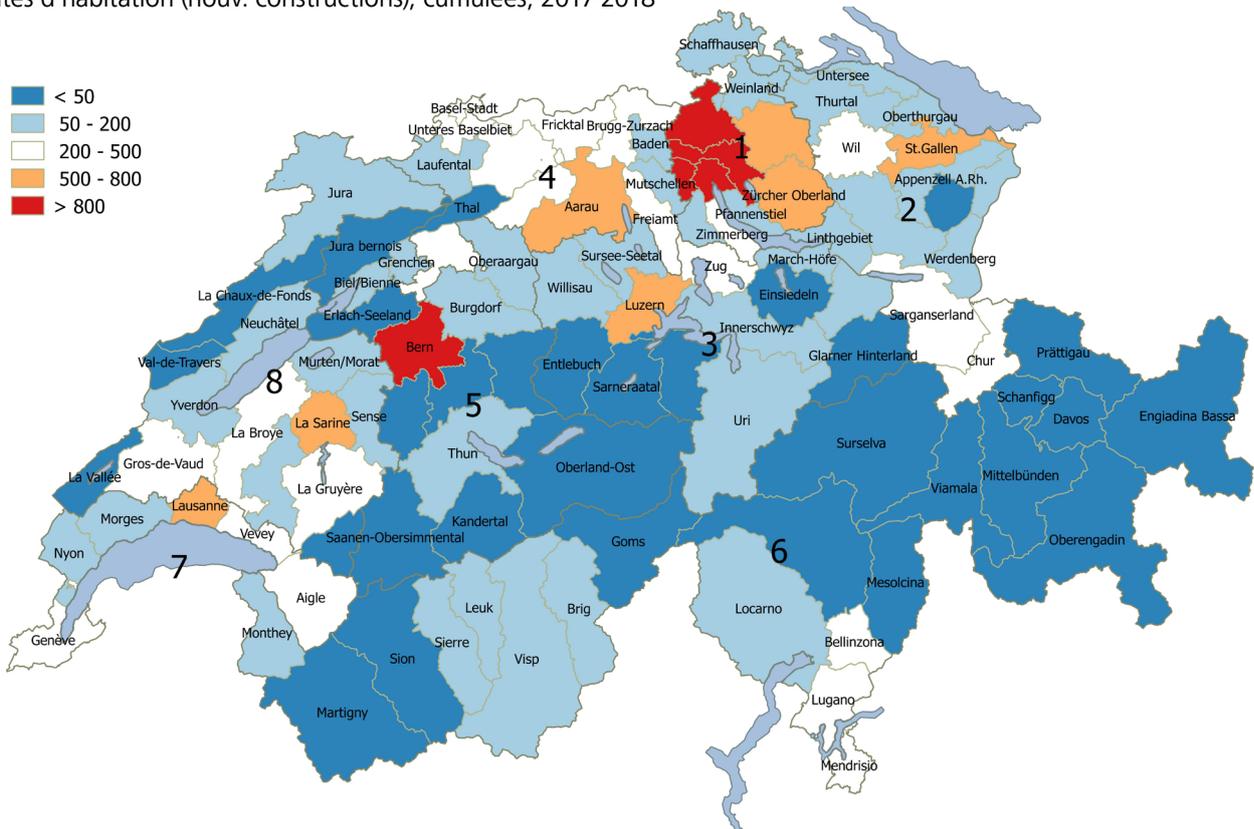
Unités d'habitation octroyées pour le logement locatif (nouvelle construction, cumuls sur 12 mois)



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

Permis de construire de logements locatifs

Unités d'habitation (nouv. constructions), cumulées, 2017-2018



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

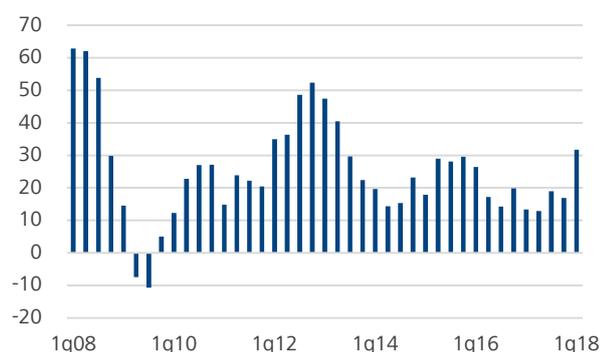
BUREAUX

La relance économique favorise la croissance de l'emploi et a stabilisé les loyers proposés. La demande devrait continuer à apporter son soutien, sans toutefois suffire à réduire durablement les vacances, car l'activité d'élaborations de projets demeure élevée.

La relance conjoncturelle en Suisse reste dynamique et après les exportations a touché les services. Après une période d'hésitation, le secteur tertiaire a récemment accéléré la création de postes. Le marché des surfaces de bureau en profite directement puisque la moitié des emplois dans les services sont des postes de bureau. Au T1, l'emploi dans le tertiaire a progressé de 1,7% en glissement annuel. Cela correspond à la création d'environ 64.000 postes dont plus de 30.000 sont des postes de bureau. A raison d'un besoin moyen de 20 m² par salarié, cela équivaut à une demande supplémentaire de plus de 600'000 m². Cela représente tout de même 1% du parc total suisse estimé à près de 55 millions de m². L'évolution des loyers proposés montre aussi que les surfaces de bureau ont profité de la relance conjoncturelle certes de nouveau affaiblie, mais moins que les trimestres précédents. Hormis les régions de Bâle et de Genève, la dynamique trimestrielle récente est haussière. En particulier à Genève, la situation reste tendue. Différents projets entravent la réduction de l'offre excédentaire.

Hausse des emplois de bureau

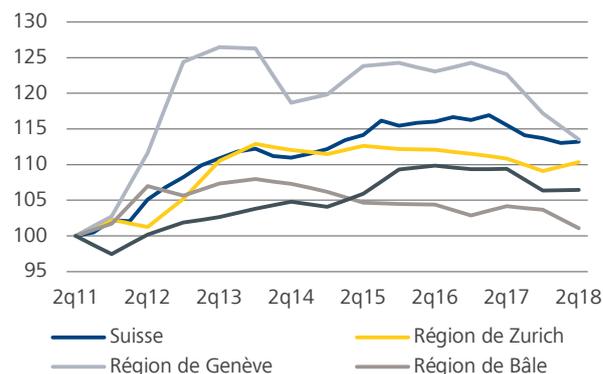
Croissance des emplois de bureau du secteur tertiaire en milliers, yoy



Source: BESTA, Raiffeisen Economic Research

Evolution des loyers proposés régionaux

Loyers proposés régionaux, index (2t11=100)



Source: WP, Raiffeisen Economic Research

Les impulsions conjoncturelles décrites ne suffisent toutefois pas pour rétablir l'équilibre sur le marché. La demande supplémentaire ne constitue qu'une goutte d'eau dans l'océan, au vu des 4 millions de m² de surface proposée. D'ailleurs, rien ne changera fondamentalement à ce tableau si la demande de surfaces continue de progresser, ce que nous prédisons au vu des perspectives conjoncturelles positives. Pour une véritable épuration du marché, il faut non seulement que la relance conjoncturelle perdure, mais que des surfaces « disparaissent » du marché, que ce soit par démolition ou reconversion. Or, les travaux de construction ou de rénovation vont bon train. Dans ces conditions, la relance conjoncturelle ne devrait que légèrement soutenir les loyers de bureau, sans favoriser la réduction des vacances. L'environnement de l'immobilier de bureau reste donc difficile, notamment en raison des défis structurels persistants, tels que par ex. la baisse du besoin de surface ou le départ en retraite des baby-boomers. La concurrence effrénée à l'éviction se poursuit donc.

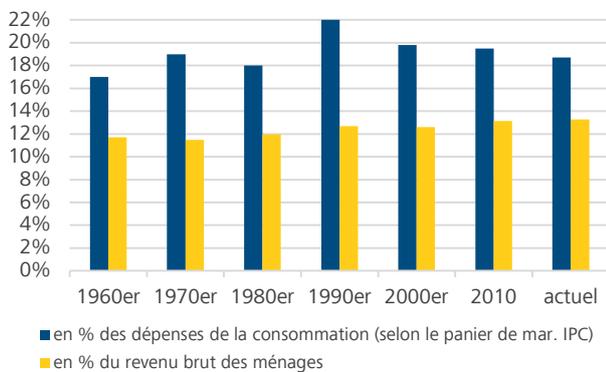
LE MARCHÉ DU LOCATIF EST MEILLEUR QUE SA RÉPUTATION

Stable depuis longtemps, la charge locative des ménages suisses s'inscrit dans la moyenne européenne. L'UE propose certes davantage de logements sociaux, mais les loyers aux prix du marché sont moins abordables et les logements en location en Suisse offrent plus d'espace de vie et avec un meilleur standing.

Les logements ont la réputation d'être chers en Suisse, pas seulement en propriété. Les loyers se sont envolés: de 28% depuis 2000. A titre de comparaison: l'indice suisse des prix à la consommation a seulement augmenté de 10%. Les quelque 60 % de ménages suisses qui vivent en location ne le remarquent quasiment pas, à moins d'emménager dans un nouveau logement dont les loyers ont connu une hausse disproportionnée bien au-delà des loyers existants. Ces derniers ont également augmenté et ce bien que le taux de référence ait baissé de plus de 50 % depuis 2008.

La part du loyer dans les revenus et la consommation est stable

Frais de loyer nets en % de la consommation et du revenu brut



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Les revenus suivent la hausse des loyers

Le tableau des coûts locatifs élevés en augmentation constante se relativise très vite, car les salaires et les revenus des ménages augmentent d'année en année. Depuis 2000, par ex. les salaires nominaux ont progressé d'un quart et donc tout juste un peu moins que les loyers. La charge des coûts locatifs par rapport au revenu brut n'a quasiment pas changé. Elle s'élève actuellement à 13,3% (cf. graphique). D'une part, ce n'est pas bien plus élevé que les décennies précédentes et d'autre part c'est nettement inférieur au seuil de capacité généralement recommandé d'un tiers du revenu brut. Que les coûts locatifs ne dégèrent pas est aussi attesté par la part des loyers dans le panier de marchandises représentatif de l'IPC, qui représente la structure de consommation

des ménages privés. A l'heure actuelle, le loyer représente près de 19% des dépenses de consommation, soit exactement la moyenne des dernières décennies.

Un logement revient aussi cher qu'à l'étranger

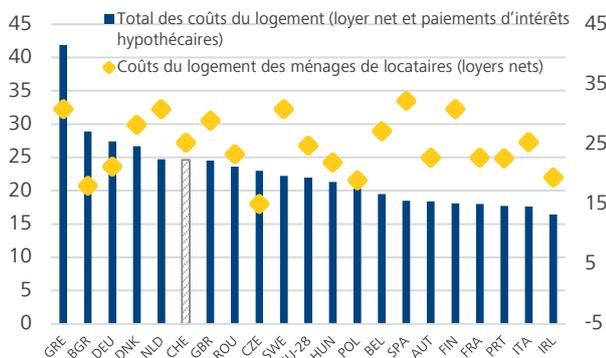
En comparaison européenne, les coûts locatifs en Suisse ne sont pas excessifs. Selon Eurostat, l'Office statistique de l'Union européenne, en %, le coût du logement en Suisse est certes légèrement supérieur à la moyenne des revenus, mais uniquement quand les charges des propriétaires y sont ajoutées. Selon cette définition standard, le coût du logement est plus important au Danemark, en Allemagne et aux Pays-Bas qu'ici. Ce sont précisément les trois pays européens dont la part de locataires (40%-55%) se rapproche le plus de celui de la Suisse (61%). Dans les autres pays européens, la propriété est nettement plus répandue et peu financée par hypothèques, de sorte que les frais de logement sont moindres selon la définition ci-dessus. En revanche, lorsque ne sont considérés que les coûts du logement des ménages de locataires, la Suisse est encore plus attrayante. Les coûts locatifs s'élèvent à 25% du revenu disponible et à ce titre correspondent à la moyenne européenne (cf. graphique page 14). Les loyers suisses souvent réputés exorbitants ne le sont donc pas, ni en comparaison historique, ni en comparaison internationale.

Prix du marché plus abordables que dans l'UE

Or, cette comparaison, elle aussi, présente un tableau incomplet dans la mesure où l'UE régule et subventionne bien plus fortement le marché des logements que la Suisse. Selon Eurostat, 7% de la population suisse occupe des logements à loyer modéré, surtout des logements d'utilité publique (coopératives ou logements sociaux). Dans l'UE, ce chiffre s'élève à 11% et voire même au double de la Suisse comme c'est le cas en France ou en Autriche.

Les coûts suisses du logement suisses non disproportionnés en comparaison européenne

Coûts de logement en % du revenu disponible (2016)



Source: Eurostat, Raiffeisen Economic Research

Les subventions créent des espaces de vie à faible coût, mais pèsent sur le budget de l'Etat et peuvent entraîner des erreurs d'allocations sur le marché des logements. Il en va de même pour le plafonnement des loyers, donc de la fixation en-dessous du niveau du marché. Ceux qui n'obtiennent pas de logement à loyer réduit et payent les prix du marché s'en sortent moins bien qu'en Suisse. Cette analyse est confortée par l'estimation d'Eurostat, selon laquelle 28% des Européens versant un loyer au prix du marché payent des frais de logement de plus de 40% du revenu disponible, tandis que moins d'un cinquième des Suisses (18,2%) est confronté à cette situation.

La qualité des logements très bien notée

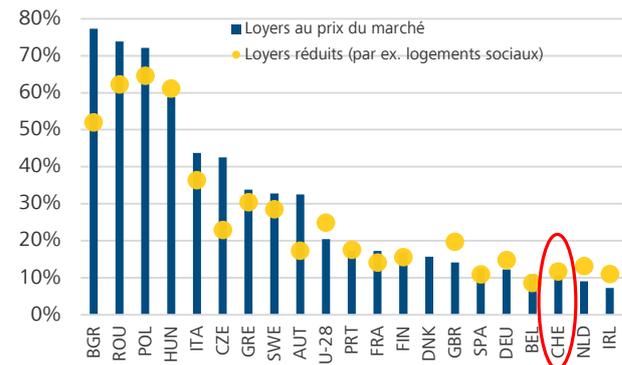
Outre la charge des loyers stable et pas très élevée par rapport à l'étranger, le marché locatif suisse se démarque également par la bonne qualité des logements. Il s'agit notamment des dimensions des logements qui ont fortement augmenté ces dernières décennies. Depuis 1980, la surface par personne a progressé d'un tiers de 34 à 45 m2. Cela s'explique d'une part par la baisse de la taille des ménages et d'autre part par la tendance aux logements de plus en plus grands pour répondre à la demande. Selon Eurostat, aujourd'hui, en Suisse le logement locatif moyen est environ un quart plus grand que dans l'UE et ce pour un ménage de taille moyenne pratiquement identique. Dans l'UE, la surface moyenne par locataire se situe aujourd'hui au niveau de la fin des années 1980 en Suisse. Or, ce retard n'est nullement uniquement imputable aux pays membres les moins riches. Ainsi à titre d'exemple, les logements en Allemagne, en Autriche et aux Pays-Bas sont généralement moins spacieux qu'en Suisse. En revanche, la différence au niveau du nombre de chambres est moins marquante, ce qui

s'explique par le fait qu'un espace de vie devient une chambre à partir de 4 m2 selon Eurostat. La Suisse, où la surface moyenne d'une chambre est de 20 m2, ne compte de fait pas de telles mini-chambres.

La situation est particulièrement difficile en l'Europe de l'Est où dans la plupart des pays plus de la moitié des ménages vit dans un espace surpeuplé, surtout quand il faut payer le prix du marché (cf. voir le graphique ci-dessous). Est considéré comme surpeuplé un logement où deux adultes non conjoints vivent dans la même chambre ou le couple de parents partage sa chambre à coucher avec ses enfants. Selon Eurostat, presque un locataire sur quatre est concerné par ce surpeuplement, en Suisse, c'est un locataire sur dix.

Peu de surpeuplement dans le locatif suisse

Part des locataires vivant dans un ménage surpeuplé (2016)

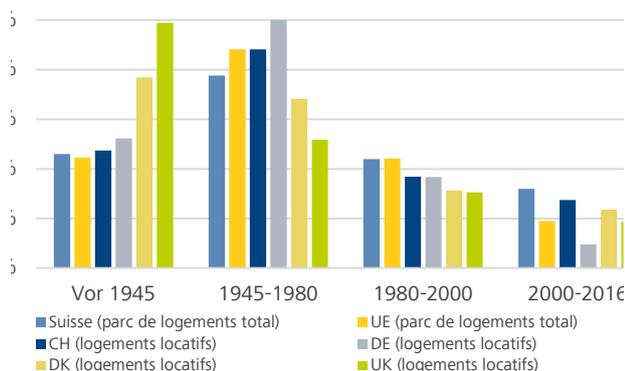


Source: Eurostat, Raiffeisen Economic Research

Au niveau du standing aussi, les logements locatifs suisses sont en bonne posture en comparaison européenne. En atteste la structure par âge du parc de logements. En Suisse la part de logements construits après 2000 est plus importante que dans l'UE, le parc de logements est donc plus moderne. Cela vaut également pour les logements locatifs. Près d'un locataire sur six occupe un logement construit après l'an 2000, en Allemagne par exemple, ce chiffre est trois fois moindre (cf. graphique page 15). En effet, le voisin du nord compte avant tout des logements datant de la période de reconstruction au lendemain de la deuxième guerre mondiale jusqu'en 1980. Il n'y a que peu de logements plus récents, car dans les années 2000 face à la faible conjoncture et la baisse de la population, on n'a que peu investi dans la construction de logements. Un exemple extrême en comparaison européenne est la Grande-Bretagne où près de la moitié des logements en location date d'avant la guerre, soit près du double de la Suisse.

Le parc de logements locatifs est relativement neuf

Répartition des ménages selon la période de construction



Source: Eurostat, OFS, Destatis, UK Ministry of Housing, Statistics, Denmark, Raiffeisen Economic Research

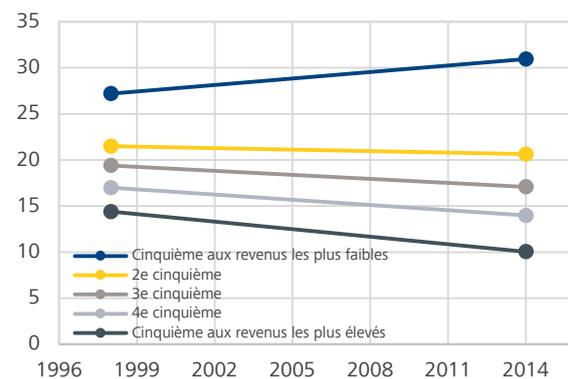
Contrairement à la Suisse, l'UE a vu son parc de logements vieillir ces dernières années. L'activité de construction européenne s'est effondrée après la crise financière de 2008 et ce n'est que depuis 2014 qu'elle se rétablit progressivement. De plus, la marge de manœuvre fiscale des autorités publiques quant à la construction de logements sociaux en location était longtemps restreinte et le reste toujours. Dans les pays dominés par les logements sociaux et où le marché libre du logement locatif joue un rôle subordonné tels que les Pays-Bas ou l'Autriche, le standing moyen s'est encore dégradé. En Suisse en revanche, l'écrasante majorité des logements locatifs relève du domaine privé. Aucun autre pays européen n'affiche une part aussi élevée de contrats de bail conclus sur le marché libre. La construction de logements locatifs réagit par conséquent avec davantage de flexibilité, comme l'a d'ailleurs par ex. montré le rétablissement relativement rapide de l'économie à l'issue de la crise financière, entraînant une forte hausse de l'immigration dans la foulée.

Si la charge des coûts du loyer des ménages suisses correspond à la moyenne européenne, les logements y sont plus spacieux et présentent un meilleur standing. Le système suisse où la régulation étatique ne joue qu'un rôle subordonné fonctionne indubitablement comme on l'a montré ici. Les logements locatifs suisses sont meilleurs que leur réputation même si cela ne signifie pas que le marché ne présente pas d'insuffisances. En premier lieu, outre la problématique des taux de référence évoqué en introduction, il y a aussi la charge des coûts du logement très élevés des ménages aux revenus les plus faibles. Elle a sensiblement augmenté ces vingt dernières années et est désormais très proche du seuil considéré comme supportable d'un tiers du revenu brut. Le cinquième des

ménages suisses aux revenus les plus faibles sort ainsi du cadre, car pour les autres ménages, la charge des frais de loyer a baissé: chez le cinquième aux revenus les plus élevés, par exemple, de 15% à 10% du revenu brut.

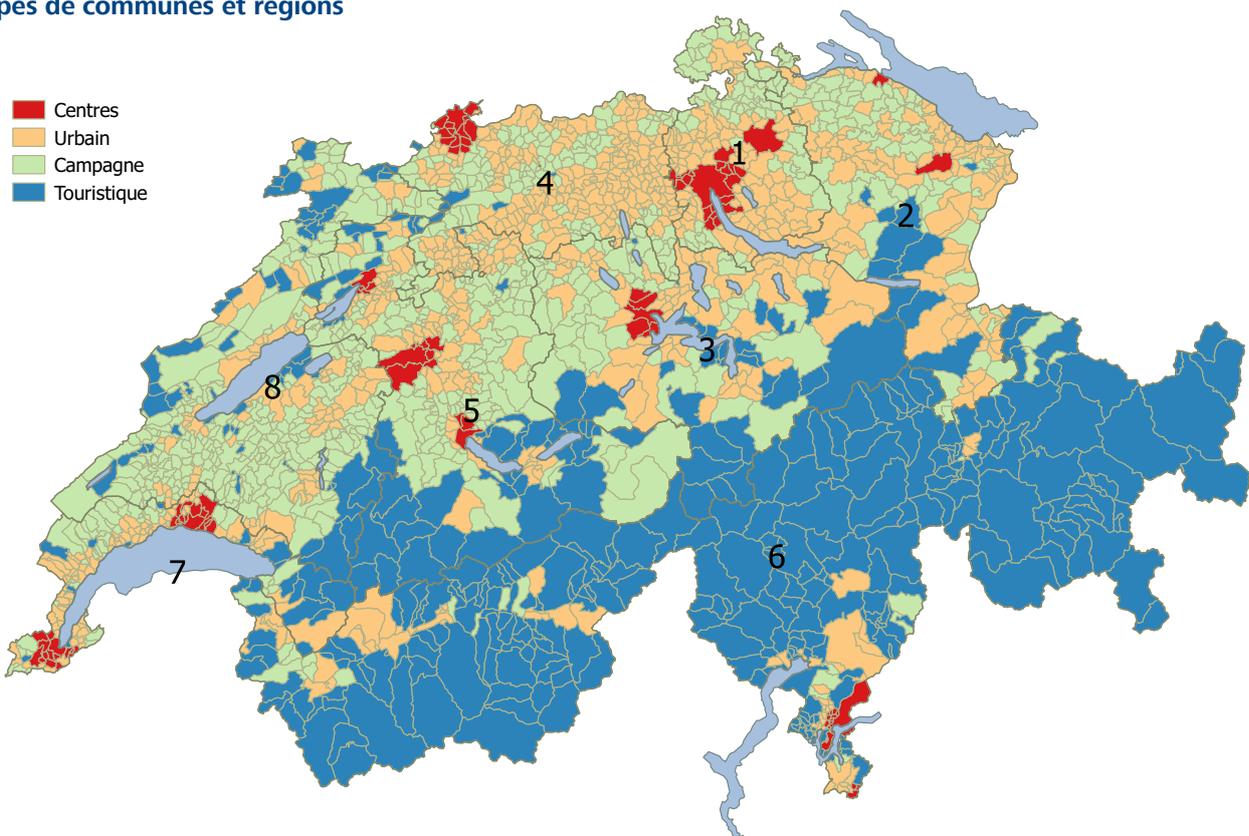
Charge des coûts du logement chez les ménages à faibles revenus

Part des coûts du logement (y compris les frais annexes) au revenu brut du ménage, selon les catégories de revenus



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Types de communes et régions



Taux de vacance (2017)

en %

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.5	0.7	1.8	1.8	1.8
1 Zurich	1.0	0.5	1.3	2.0	-
2 Suisse orientale	1.8	1.7	1.9	1.7	1.7
3 Suisse centrale	1.1	1.0	1.1	1.4	1.4
4 Nord-ouest	1.8	0.6	2.3	1.9	2.0
5 Berne	1.9	0.9	2.8	2.3	1.5
6 Suisse méridionale	1.9	1.8	2.1	1.7	1.9
7 Région du Léman	0.7	0.5	0.7	1.6	1.8
8 Suisse occidentale	1.5	-	1.5	1.5	1.6

Permis de construire (2017)

en % du portefeuille des logements

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.0	0.8	1.2	1.3	0.6
1 Zurich	1.3	1.3	1.3	1.3	-
2 Suisse orientale	1.1	0.7	1.2	1.2	1.2
3 Suisse centrale	1.1	0.6	1.2	1.3	1.5
4 Nord-ouest	1.0	0.5	1.2	1.3	0.2
5 Berne	0.6	0.4	0.7	1.0	0.3
6 Suisse méridionale	0.8	1.1	1.2	2.2	0.5
7 Région du Léman	0.8	0.7	1.1	1.0	0.9
8 Suisse occidentale	1.2	-	1.1	1.4	1.1

Population (2017)

Pop. résidente en perm., total et en %

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

Revenu imposable (2014)

Moyenne, en CHF

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	59'000	61'000	62'000	53'000	47'000
1 Zurich	67'000	66'000	69'000	60'000	-
2 Suisse orientale	54'000	52'000	55'000	52'000	43'000
3 Suisse centrale	70'000	56'000	81'000	55'000	53'000
4 Nord-ouest	60'000	67'000	58'000	56'000	54'000
5 Berne	50'000	52'000	51'000	46'000	45'000
6 Suisse méridionale	47'000	61'000	48'000	43'000	44'000
7 Région du Léman	70'000	61'000	91'000	76'000	64'000
8 Suisse occidentale	51'000	-	52'000	51'000	47'000

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

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.