



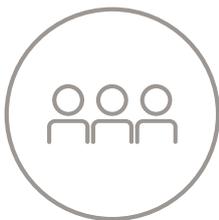
Immobilier Suisse – 1T 2025

Et si la valeur locative était supprimée ?



Editeur: Raiffeisen Schweiz Genossenschaft

Raiffeisen Economic Research
Fredy Hasenmaile
Economiste en chef
The Circle 66
8058 Zurich-aéroport



Auteurs

Michel Fleury
Francis Schwartz
Domagoj Arapovic

economic-research@raiffeisen.ch

Clôture de la rédaction

05.02.2025

Autres publications de Raiffeisen

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

[Lien direct vers le site Web](#)



Table des matières



Editorial, Management Summary, aperçu du marché

Editorial	4
Management Summary	5
Aperçu du marché	7



Environnement de marché

Conditions-cadre économiques	8
Marché hypothécaire	9
Placements immobiliers	10



Segments du marché

Propriété	11
Locatif	13
Immobiliers dans l'hôtellerie et la restauration	16



Gros plan

Valeur locative	18
-----------------	----



Annexe

Types de communes et régions	27
Abréviations utilisées	28

Chères lectrices et chers lecteurs,

Le suspense était devenu insoutenable face aux tergiversations parlementaires autour du changement de système d'imposition fiscal de la propriété à usage personnel. Alors qu'en décembre, après 7 longues années de lutte, la proposition semblait sur le point d'être enterrée, l'Assemblée fédérale a fini par s'accorder sur une proposition de réforme commune. Le sujet était donc tout trouvé pour le Gros plan de notre étude sur l'immobilier du 1^{er} trimestre: la valeur locative.

Or, c'est un changement de système complet qui est préconisé: désormais tout propriétaire qui ne possède pas d'autre bien immobilier que celui qu'il occupe, ne pourra plus procéder déduire ses intérêts. Par ailleurs, il ne pourra plus réaliser une grande partie des déductions fiscales pour entretien. En revanche, il n'aura plus à déclarer de valeur locative – pas même pour son logement de vacances. Par contre, à l'avenir, les cantons – sous réserve d'une issue positive de la votation – pourront prélever une taxe immobilière sur les logements de vacances, qui les dédommagerait au moins partiellement des pertes de recettes fiscales qui surviendront lorsque le taux hypothécaire moyen chutera sous 3%. Face aux difficultés conjoncturelles actuelles, les taux hypothécaires devraient ces prochaines années se situer sous ce seuil, et ainsi constituer un net manque à gagner pour le fisc. Ceci à un moment où la Confédération met déjà des programmes d'allègement fiscaux sur les rails, car les finances fédérales menacent de se trouver en mauvaise posture. Comme les dépenses devraient augmenter plus vite que les recettes, la Confédération mise dans les années 2027 et 2028 sur des déficits structurels allant jusqu'à 3 milliards de francs. Cette estimation n'inclut ni les charges supplémentaires dues à la 13e rente AVS, ni des dépenses potentielles pour la politique européenne, ni le manque à gagner en matière de recettes fiscales. La votation tombe donc on ne peut plus mal en termes de politique financière.

Or, les propriétaires peuvent continuer d'espérer une issue positive de la votation, même si tous les obstacles potentiels sont constamment soulignés par les médias. En qualité d'économistes, nous renonçons à essayer de prédire le résultat: c'est un exercice notoirement peu fiable. Notre analyse montre toutefois qu'il existe de bonnes raisons de ne pas enterrer dès maintenant la réforme, peu importe l'opinion générale. La voix des propriétaires de logement compte dans les urnes et il suffit de regarder le passé pour réaliser que la valeur locative semble avoir sept vies, même s'il se pourrait bien que 2025 soit l'année de ses adieux définitifs.

Je vous souhaite une lecture agréable de l'étude réalisée par mon équipe.

Fredy Hasenmaile
Économiste en chef de Raiffeisen Suisse

Conditions-cadres économiques: stagnation de l'Europe

Les exportations suisses continuent de souffrir du contexte international très difficile. Seuls les secteurs de la chimie et la pharmacie, très résistants aux crises, s'inscrivent encore à la hausse. Tous les autres secteurs ont pour la deuxième fois enregistré un recul en 2024. La faiblesse conjoncturelle en Europe et le moral en berne des consommateurs chinois pèsent sur l'activité de l'industrie MEM ainsi que sur la demande de l'horlogerie de luxe suisse. Seule lueur d'espoir: la solidité de la demande américaine. Les perspectives d'emploi se sont par conséquent détériorées dans l'industrie, alors que le secteur nettement plus important des services ne cesse de créer de nouveaux postes, avec toutefois moins de dynamisme que par le passé. Or, cela ne devrait pas entraîner de hausse sensible du chômage. Les perspectives pour la consommation privée sont par conséquent aussi bonnes que l'année précédente, dans la mesure où l'inflation a nettement reculé et qu'en début d'année, elle devrait continuer à baisser en direction du zéro. Il en résulte une hausse sensible des revenus réels pour les ménages en 2025. Les baisses de taux devraient par ailleurs stimuler l'activité d'investissement – en particulier dans le bâtiment (page 8).

Marché hypothécaire: popularité confirmée des hypothèques fixes

La faible pression inflationniste en Suisse confère à la BNS une marge de manœuvre pour abaisser les taux directeurs encore plus vers zéro. Comme la BCE devrait poursuivre sa politique d'assouplissement progressive, l'écart de taux avec la zone euro devrait se réduire, entraînant des risques d'appréciation pour le franc. Pour cette raison, la BNS va certainement aussi abaisser son taux. Les marchés anticipent déjà cette évolution, et les hypothèques fixes cotent actuellement à des niveaux très attractifs et devraient uniquement connaître une évolution latérale en cours d'année. En raison des taux d'intérêt attractifs, au dernier trimestre 2024, 75% des acheteurs ont de nouveau opté pour une hypothèque fixe, alors que fin 2022 cette part était passée sous le seuil de 50%. Depuis fin 2024, les prix pour les échéances moyennes et longues sont tombées sous le seuil de 2%, un nombre croissant de preneurs d'hypothèques préfèrent des échéances plus longues (page 9 et page 11 et suiv.).

Marché locatif: baisse de la mobilité de déménagement

La pénurie de logements qui perdure laisse des traces dans le comportement de la population suisse. Les difficultés à trouver des biens appropriés et l'explosion des frais de logement contraignent de nombreux ménages de locataires à de gros compromis. Cela se traduit par des mouvements d'évitement évidents, voire à renoncer à déménager. Le nombre de personnes qui déménagent à l'intérieur de la Suisse a baissé de 74'000 en 2020. Ces adaptations de comportement ainsi qu'une plus faible immigration ont quelque peu freiné la raréfaction de l'offre de logements. En même temps, les premières impulsions côté secteur du bâtiment se font jour. La hausse de près de 8% de logements ayant fait l'objet d'une demande de construction déposée en cours d'année, ne constitue pas beaucoup plus qu'une goutte d'eau dans l'océan. Car la hausse de l'activité de construction effective dans cet ordre de grandeur, ne suffirait même pas pour compenser le déficit annuel moyen entre créations de ménages et nouveaux logements sur l'une des trois dernières années. Aussi longtemps que l'activité de construction n'augmente pas davantage et qu'il n'y a pas d'équilibre sur le marché de la location, la charge des frais de logement pour les locataires va continuer de croître. A court terme, les deux baisses de taux de référence attendues d'ici la fin de l'année soulageront du moins un peu les locataires existants (page 13 et suiv.).

Marché de la propriété: retournement de tendance fulgurant

Les récentes baisses de taux ont encore accru l'avantage des frais de logement de la propriété réinstauré pendant l'année écoulée. Pour un appartement à quatre pièces typique, un acheteur peut ainsi économiser près de 17% de ses frais de logement en comparaison avec le loyer.

Avec la poursuite attendue des baisses de taux directeurs, cet avantage va encore s'étendre, du moins pour les hypothèques sur le marché monétaire et s'élèveront à 30%. Grâce à cette hausse marquante de l'attractivité, la demande de propriété a récemment de nouveau explosé. Ainsi, au deuxième semestre 2024, les transactions ont augmenté de près de 4% pour les MI et 6,5% pour les PPE. L'inflation qui jusqu'à l'été 2024 avait nettement baissé présente de nouveau des signes d'accélération, signalant la fin du refroidissement sur le marché de la propriété suite à la hausse des taux Post-Covid. Un renversement de tendance fulgurant se dessine (page 11 et suiv.).

Gros plan: que se passe-t-il en cas de suppression de la valeur locative?

Après la décision par le Parlement du changement de système en matière d'imposition de la propriété, le peuple et les Etats ont désormais le dernier mot dans les urnes. Or, en raison du délai de transition, l'abolition de la valeur locative ne devrait pas intervenir avant au moins deux ans, donc en 2028. Dans un contexte de niveau de taux bas, tous les propriétaires économiseraient des impôts. Or, l'ampleur de l'allègement fiscal est très varié. Grâce à la déduction pour primo-accédants, les couples dans cette situation bénéficient de l'allègement le plus élevé, ainsi que les couples de retraités, dans la mesure où les ménages profondément endettés profitent le plus du changement de système. L'allègement le moins prononcé serait celui accordé aux propriétaires de biens ayant besoin d'être rénovés. Car à l'avenir, les travaux de rénovation visant à maintenir l'état ainsi que les frais d'entretien forfaitaires ne seraient plus déduits du revenu imposable. La propriété gagnera ainsi en attractivité et donc également en valeur, toutefois uniquement dans la globalité, car la suppression des déductions fiscales latentes entraînera une dépréciation des logements devant être rénovés. Le secteur du bâtiment devrait également faire partie des perdants de la réforme. Il devrait certes profiter à court terme de nombreuses commandes de dernière minute pendant la phase de transition jusqu'à l'entrée en vigueur de la réforme, mais à long terme, la suppression d'une grande partie de la déduction fiscale pour l'entretien réduira les fonds alloués à la rénovation des bâtiments d'habitation. La suppression de la valeur locative ne réjouit pas davantage la Confédération et les cantons. Si l'environnement de taux d'intérêt dominant perdure, les recettes fiscales baisseraient de plusieurs milliards de francs pendant des années. Ce n'est qu'à partir d'un niveau de taux d'intérêt proche de 3% que les allègements fiscaux et les charges fiscales commencent à s'équilibrer.

Même si les médias ne cessent de répéter que la réforme aura du mal à passer le test des urnes et qu'un grand nombre de lobbyistes et d'associations se sont déjà positionnés contre elle, la réforme n'est nullement vouée à l'échec. Car, même si les propriétaires de logements sont clairement minoritaires dans notre pays, ils peuvent s'imposer lors de la campagne de votation à venir. Dans les urnes, leur voix compte, comme le montre notre analyse (page 18 et suiv.).

Hôtels et restaurants: les chiffres d'affaires record font illusion quant à l'état du secteur

La situation du secteur de l'hôtellerie et de la restauration est bien moins rose que peuvent laisser penser les chiffres record des nuitées et des transactions de cartes de crédit. La concurrence dans l'hôtellerie et la restauration se caractérise par une lutte concurrentielle acharnée et une forte pression sur les marges. Les coûts sensiblement plus élevés des facteurs de production (salaires, énergie, loyers) ne peuvent donc être que partiellement répercutés sur les clients dans les marchés saturés. Cette situation extrêmement délicate se reflète dans le nombre nettement plus élevé de faillites ainsi que dans la stagnation à long terme du marché de l'emploi. Le nombre de projets de construction est faible, mais d'importants investissements sont réalisés dans les travaux de rénovation et de transformation. Le secteur rationalise donc son parc immobilier afin de continuer à répondre à la demande croissante de nuitées et de repas hors domicile avec des effectifs toujours plus faibles (page 16 et suiv.).

Aperçu du marché

Demande



Population: sur les onze premiers mois de cette année, le solde migratoire international de la population étrangère résidant en Suisse était inférieur d'environ 14% à celui de la même période l'année précédente. Après une année 2023 record, la dynamique migratoire reste donc élevée.



PIB: Après une croissance du PIB de 1,1% l'année écoulée, en 2025, à hauteur de 1,3%, la croissance ne devrait connaître qu'une accélération modérée. La récession industrielle confirmée en Europe pèse également sur l'industrie MEM locale.



Revenu: En raison du fort recul de l'inflation, les ménages bénéficieront d'une nette hausse de leur salaire réel. La consommation privée sera donc un soutien fiable pour l'ensemble de l'économie.



Environnement de financement: Les taux directeurs se rapprochant de zéro, les hypothèques du marché monétaire deviendront encore plus intéressantes. Les taux d'intérêt des hypothèques à taux fixe devraient se maintenir à leur bas niveau et évoluer latéralement dans un premier temps.



Placements: Les prix des placements immobiliers cotés intègrent en grande partie les baisses de taux à venir. Il ne faut donc pas s'attendre à une nouvelle embellie des cours. En raison de la pénurie croissante de placements dans un contexte de taux d'intérêt très bas, les investissements directs dans l'immobilier gagnent à nouveau en attractivité, même pour les investisseurs institutionnels.

Offre



Activité de construction: Le nombre de logements dans les dernières demandes de permis de construire déposées laisse entrevoir une timide augmentation de l'offre dans les années à venir. Même si le niveau de l'activité de projection sera encore trop bas pour atténuer la pénurie de logements.



Vacances: La pénurie sur le marché immobilier suisse continue de s'étendre. La liquidité bien trop faible du marché a toujours des répercussions négatives sur le marché du logement. Surtout les locataires doivent faire de plus en plus compromis concernant leur situation de vie et même reporter des déménagements pourtant nécessaires.

Perspectives de prix



Propriété: La propriété gagne en attractivité financière par rapport à la location. Les hypothèques indexées sur le marché monétaire, en particulier, permettront bientôt d'obtenir à nouveau un rabais record sur la propriété. Il en résultera une nouvelle hausse de la demande de logements en propriété et donc des prix.



Locatif: Les locataires existants peuvent s'attendre à deux baisses du taux d'intérêt de référence en 2025. Cela permettra à beaucoup d'entre eux d'alléger leurs frais de logement à court terme. En revanche, les loyers proposés continueront de grimper en 2025 en raison de la pénurie croissante de logements.

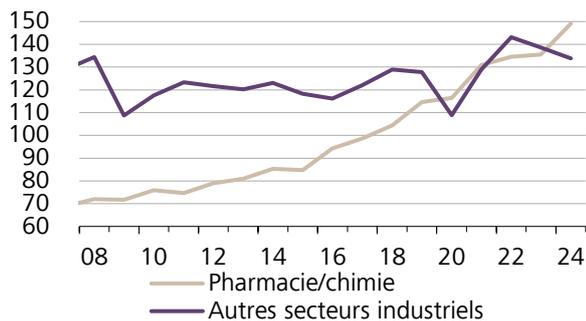
Conditions-cadre économiques

Les perspectives d'emploi se sont détériorées dans l'industrie, tandis que le secteur des services, bien plus important, crée sans cesse de nouveaux postes. En même temps, l'inflation a fortement reculé, faisant flamber les revenus réels. En 2025 aussi, la consommation privée demeure donc un moteur de croissance fiable de l'économie suisse.



Exportations de marchandises

En mia CHF

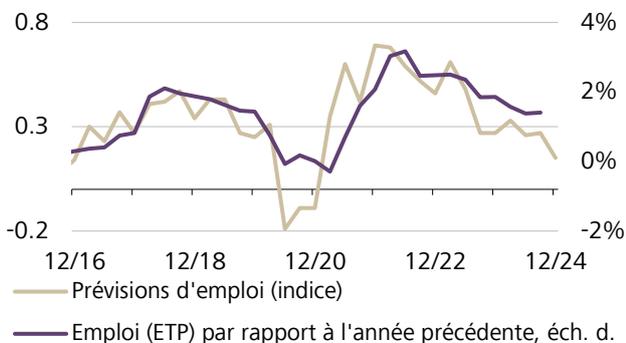


Source: BAZG, Raiffeisen Economic Research



Emploi

Equivalents à temps plein dans l'économie suisse

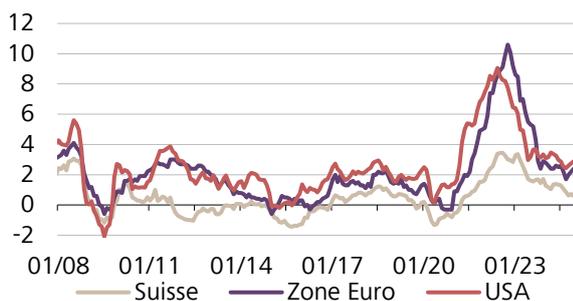


Source: OFS, BNS, Raiffeisen Economic Research



Prix à la consommation

En % par rapport à l'année précédente



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

L'économie d'exportation suisse continue de souffrir d'un environnement mondial difficile. Seul le secteur de la chimie et de la pharmacie, qui résiste à la crise, est encore haussier. Les autres secteurs ont reculé en 2024 pour la deuxième fois consécutive. La faiblesse de la conjoncture en Europe et la consommation chinoise en berne pèsent particulièrement sur l'activité de l'industrie MEM et sur la demande de montres de luxe suisses. Seule leur d'espoir pour les exportateurs: la solidité de la demande américaine.

Face aux carnets de commandes peu garnis, les effectifs de l'industrie sont jugés trop élevés. Le nombre de demandes de chômage partiel a donc récemment augmenté, mais reste nettement inférieur au niveau des premières récessions industrielles. Le risque d'un nouveau ralentissement du marché du travail persiste, en particulier si les États-Unis durcissent leur politique douanière vis-à-vis de l'Europe. En revanche, le secteur des services se montre plus résistant et prévoit d'embaucher au premier semestre. Le chômage ne devrait donc pas sensiblement augmenter. Les enquêtes indiquent toutefois que l'emploi dans ce secteur devrait progresser avec moins de dynamisme.

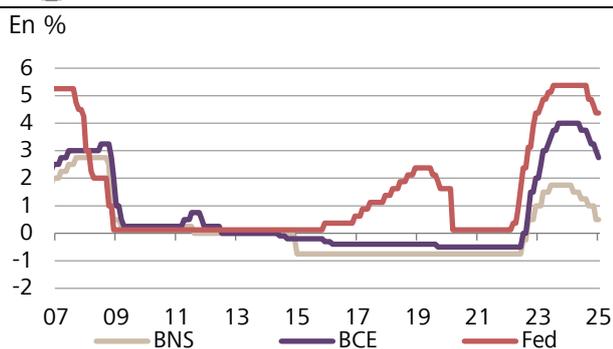
Les perspectives pour la consommation privée sont néanmoins aussi bonnes que l'année précédente, car l'inflation a nettement reculé. Le franc fort a encore une fois stimulé la déflation des prix des biens, alors qu'il n'y a toujours pas de signes d'effets de second tour sur les prix des services, ce qui maintient la dynamique des prix à un niveau très bas. Avec la baisse des tarifs de l'électricité de base au début de l'année et le dépassement du pic d'inflation des loyers, nous ne prévoyons plus qu'une inflation annuelle de 0,2% pour 2025. Il en résulte une augmentation sensible du revenu réel des ménages, même avec la hausse des primes d'assurance maladie, non incluses dans l'indice des prix à la consommation. En même temps, la pression sur les prix diminue également à l'étranger, mais pas aussi rapidement qu'en Suisse.

Marché hypothécaire

En raison de la faible pression sur les prix, la BNS a abaissé ses taux de 0,5%, à la surprise générale. Comme la BCE assouplit elle aussi progressivement sa politique monétaire, l'écart de taux d'intérêt avec la zone euro risque de se réduire, entraînant un risque d'appréciation pour le franc. La BNS va donc probablement abaisser son taux directeur en direction de zéro. Les marchés l'anticipent déjà, laissant augurer l'évolution latérale des hypothèques à taux fixe.



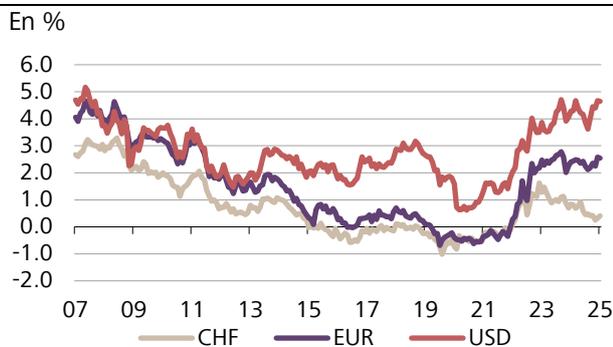
Taux directeurs des banques centrales



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research



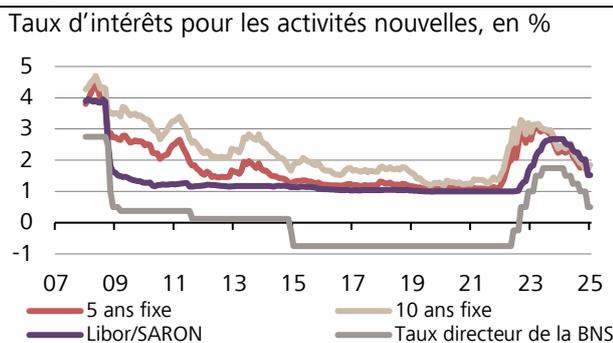
Rendement des obligations d'État à 10 ans



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research



Taux hypothécaires



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

Aux Etats-Unis, les progrès en matière de lutte contre l'inflation ont marqué le pas, alors que le marché de l'emploi se porte mieux que prévu. Comme annoncé, la Fed a donc fait une pause en janvier, après avoir baissé son taux directeur de 100 points de base depuis septembre. L'orientation future de la politique monétaire dépendra notamment de l'ampleur de la hausse des importations de pétrole par le gouvernement américain.

En Suisse, en fin d'année, l'inflation a baissé plus fortement que prévu par la BNS, passant sous la barre de 1%. La BNS a saisi cette occasion inattendue pour abaisser son taux directeur de 50 points de base à 0,5%. En début d'année, le taux d'inflation a encore chuté suite à la baisse des tarifs de base de l'électricité. Jusqu'à présent, la BNS n'a pas exprimé de craintes de déflation. Néanmoins, des baisses de taux supplémentaires sont probables, car une nouvelle appréciation du franc pourrait encore réduire la pression sur les prix.

Les marchés des taux d'intérêt ont intégré dans leurs prix un niveau de taux directeur de la BNS de zéro sur l'année. Si la BNS déçoit ces attentes, alors que la BCE poursuit ses baisses progressives de taux, l'écart de taux qui se réduit avec la zone euro rendrait le franc plus attractif. Comme nous estimons que la BCE abaissera encore davantage ses taux sous la barre des 2%, la BNS maintiendra ou devrait continuer à poursuivre sa politique en direction de zéro.

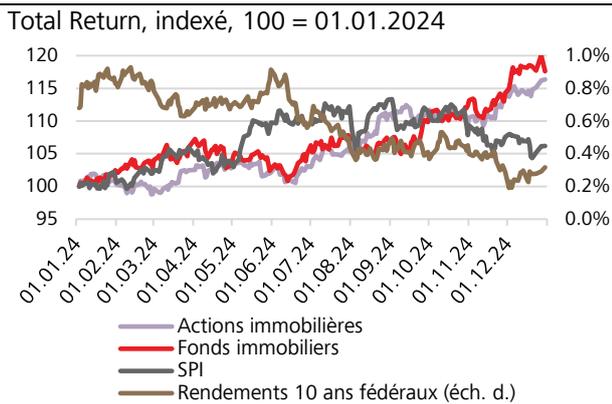
Les hypothèques à taux fixe à plus long terme n'offrent plus d'avantage de taux par rapport aux hypothèques SARON et, avec de nouvelles baisses de taux de la BNS, ces dernières deviendront encore un peu plus avantageuses. En revanche, il devrait se produire une évolution latérale des taux des hypothèques à taux fixe. Si le marché commence à intégrer les taux d'intérêt négatifs de la BNS, il y aura là aussi un potentiel de baisse supplémentaire. La BNS s'y est préparée, mais il n'y a actuellement aucun signe de récession grave en Europe qui nécessiterait une telle mesure.

Placements immobiliers

Les placements immobiliers indirects suisses ont réalisé une performance très honorable en 2024. Les baisses répétées des taux d'intérêt en cours d'année et les bonnes perspectives de nouvelles hausses ont littéralement dopé les cours de cette classe d'actifs en fin d'année. Parallèlement, les agios se sont rapprochés de leurs plus hauts niveaux connus lors de la pandémie. La perspective d'une nouvelle hausse des cours s'éloigne donc de plus en plus.



Comparaison des performances

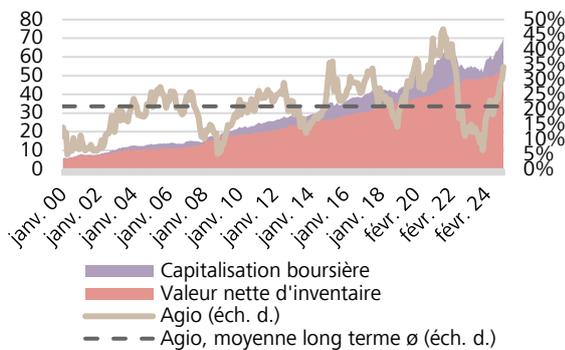


Source: SIX Raiffeisen Economic Research



Agios

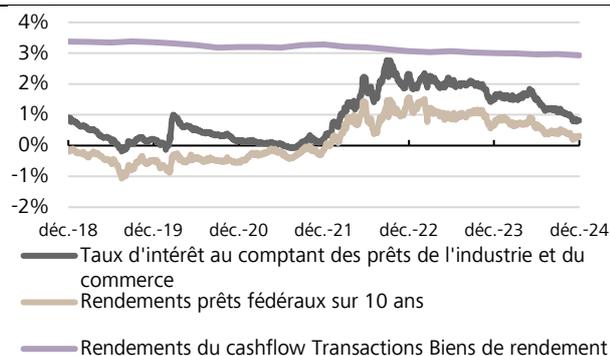
Capitalisation boursière et VNI (en mia CHF) ainsi qu'agios (en %) de fonds immobiliers suisses cotés



Source: SFP, Raiffeisen Economic Research



Comparaison des rendements



Source: IAZI, BNS, Raiffeisen Economic Research

Les placements immobiliers indirects suisses généreront des gains appréciables en 2024. Les actions immobilières suisses ont réalisé un rendement total de 16,4% en cours d'année. Les fonds immobiliers cotés ont fait encore mieux, avec un rendement de 17,6%. Les deux classes d'actifs ont donc réalisé des bénéfices nettement supérieurs à ceux de la bourse suisse (SPI: 6,2%). Ces différences sont toutefois uniquement dues aux évolutions divergentes en fin d'année.

La baisse des taux d'intérêt met le feu aux poudres

L'évolution réjouissante des cours des placements immobiliers devrait principalement être due au cycle de baisse des taux d'intérêt ouvert par la BNS début 2024. Alors que les hausses des taux d'intérêt post-Covid en 2022 et 2023 avaient entraîné une véritable braderie des titres immobiliers indirects, l'effet inverse a pu être observé, notamment au second semestre 2024. L'or en béton coté jouit à nouveau d'une grande popularité. A juste titre. En effet, la baisse des taux d'intérêt et l'anticipation de nouvelles hausses, a dopé l'attractivité de l'immobilier en 2024. Compte tenu du consensus actuel sur l'évolution future des taux d'intérêt, nous nous dirigeons vers une phase durable de taux bas. Dans ce contexte, le marché du logement locatif, caractérisé par une pénurie persistante et des loyers en hausse, et son profil de risque/rendement attractif, attireront à nouveau rapidement les investisseurs institutionnels, soumis à une pression accrue en matière de placement. Il faut donc s'attendre à une augmentation des flux de capitaux vers le marché immobilier et à une nouvelle hausse sensible des évaluations des biens de rendement.

Nouvelle flambée des agios

L'anticipation d'une revalorisation prochaine se reflète également dans les agios des fonds immobiliers. En décembre 2024, les investisseurs ont payé en moyenne une prime de 34% sur la valeur nette d'inventaire de ces fonds. Les agios se sont ainsi rapprochés des niveaux records atteints à la fin de la pandémie Covid. A l'époque, les taux d'intérêt étaient encore négatifs, ce qui laisse supposer que de nouvelles hausses des taux d'intérêt de la BNS sont anticipées dans les cours actuels. Il ne faut donc pas s'attendre en 2025 à renouer avec la performance des fonds immobiliers de 2024.

Propriété

La baisse des taux d'intérêt a entraîné un renversement de tendance pour la propriété. L'avantage de coût par rapport à la location va encore s'accroître grâce à la baisse continue des coûts de financement, stimulant encore la demande. Le marché hypothécaire reste dominé par les préférences pour les prêts à taux fixe, avec une appréciation pour les longues durées.

Pour les propriétaires actuels et futurs, l'année 2024 s'est terminée sur de bonnes perspectives. A la dernière heure, le Parlement a pu statuer sur l'abolition de la valeur locative. Comme décrit en détail dans le chapitre «Gros plan», une grande partie des propriétaires aurait à l'avenir beaucoup à gagner de cette réforme potentielle. Mais l'évolution des taux d'intérêt a un impact à bien plus court terme pour ces ménages. La baisse des taux d'intérêt à la fin de l'année et la perspective d'un niveau de taux directeur proche de zéro en cours d'année ont rétabli des conditions de financement très intéressantes. Ces évolutions sont réjouissantes pour les propriétaires d'hypothèques indexées sur le marché monétaire ou d'hypothèques à taux fixe arrivant bientôt à échéance, ainsi que pour tous les primo-accédants.

Forte hausse de l'avantage de frais de logement

Conformément aux attentes, ceci laisse des traces sur le marché de la propriété par étage et des maisons individuelles. En effet, les récentes baisses des taux d'intérêt ont élargi l'avantage du coût du logement en propriété. Pour un appartement typique de quatre pièces, un acheteur peut actuellement économiser 16% ou 18% de ses frais de logement avec une hypothèque SARON ou fixe à 5 ans par rapport à un loyer (cf. graphique de gauche). Avec les nouvelles baisses des taux directeurs, cet avantage augmentera encore de manière significative en cours d'année, du moins pour les hypothèques du marché

monétaire. Si nous prévoyons un taux directeur de 0% à la mi-2025, l'avantage en termes de frais de logement avec une hypothèque SARON devrait être d'environ 30% pour ce type de bien. En termes relatifs, il sera proche des économies record à l'achat à la fin de l'ère des taux négatifs. Si l'abolition de la valeur locative devait être acceptée par le peuple et les cantons, la propriété devrait encore gagner en attractivité financière.

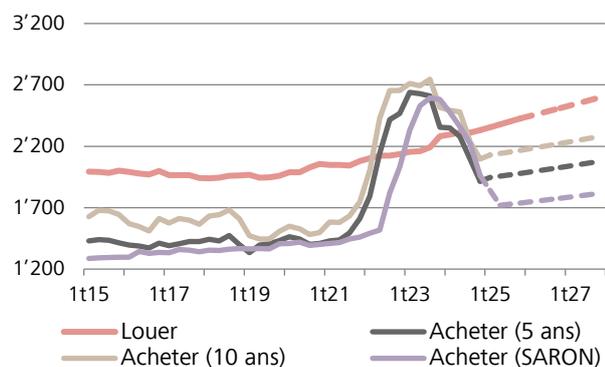
Un retournement de tendance fulgurant

Grâce à ce gain d'attractivité, la demande de logements en propriété a sensiblement augmenté ces derniers temps, se traduisant notamment par une hausse des transactions. Ainsi, au second semestre 2024, les achats ont augmenté d'environ 4% pour les MI et d'environ 6,5% pour les PPE (cf. graphique à droite). Cette hausse a déjà eu un impact sur l'évolution des prix: après un net ralentissement jusqu'à mi-2024, les premiers signes d'accélération apparaissent. Le refroidissement du marché de l'immobilier causé par la hausse des taux d'intérêt post-Covid a donc pris fin et un redressement fulgurant se profile. En effet, la dernière fois que la propriété a été aussi avantageuse par rapport à la location, nous avons assisté à une véritable ruée sur les biens. Toutefois, nous étions alors au cœur d'une pandémie mondiale et le niveau des prix, plus bas à l'époque, excluait moins d'acheteurs potentiels du marché.



Comparaison frais de logement location/achat

Frais de logement mensuels en CHF à logements comparables et différents produits hypothécaires

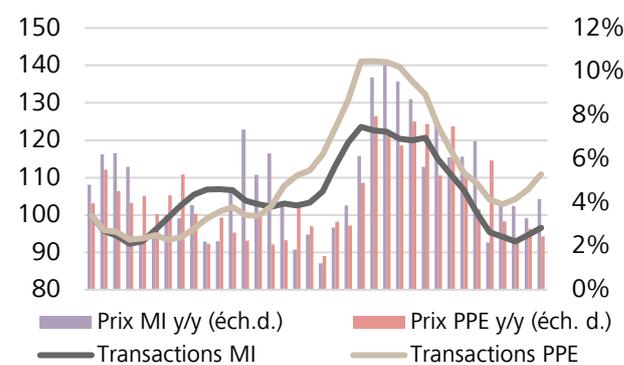


Source: SRED, Raiffeisen Economic Research



Transactions

Nombre de transactions financées, sommes trimestrielles indexées, 100 = 4t15 et évolution des prix, moy en %



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

Segments de marché

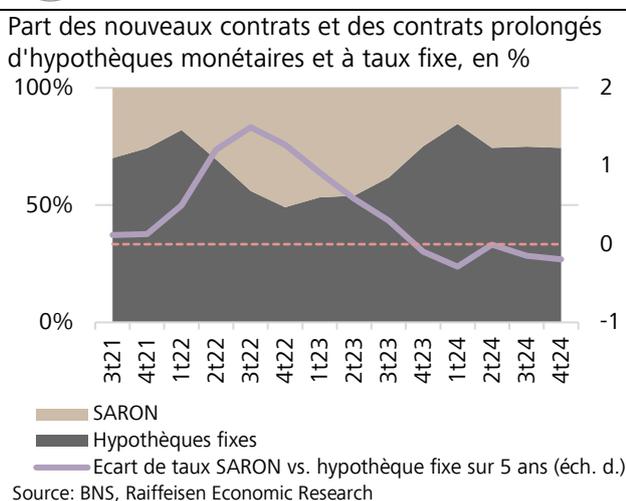
Popularité non démentie des hypothèques fixes

Dans un contexte de taux d'intérêt très changeant ces dernières années, le choix de la bonne hypothèque est primordial. L'époque est révolue où les taux d'intérêt restaient bas et où les différences de prix entre les différentes formes de financement étaient négligeables. Désormais, le choix de la forme de crédit et de la durée peut avoir des conséquences financières majeures. Par conséquent, les préférences pour l'hypothèque ainsi que pour différentes durées d'engagement ont évolué à plusieurs reprises ces trois dernières années. Malgré une forte préférence de base pour les hypothèques à taux fixe, les propriétaires suisses se sont montrés très sensibles aux prix. Les hypothèques fixes à long terme étaient recherchées à la fin de l'ère des taux négatifs. Grâce aux faibles majorations de prix sur les hypothèques monétaires, environ 82% des preneurs d'hypothèques ont opté début 2022 pour les taux fixes. Parmi eux, plus de 42% ont opté pour une durée de plus de cinq ans (cf. graphiques ci-dessous). Avec la hausse abrupte des taux d'intérêt, les prix des prêts à taux fixes ont grimpé en flèche. En parallèle, les hypothèques SARON ont gagné en popularité. Fin 2022, seuls 49% des prêts immobiliers étaient encore conclus sous forme d'hypothèques à taux fixe. Dans le cycle actuel de baisse, où les hypothèques à taux fixe courantes pouvaient être conclues depuis un an avec des rabais inhabituels sur le marché monétaire, plus de 75% des acheteurs ont cependant à nouveau opté pour des hypothèques à taux fixe.

Allongement des échéances

Alors que les préférences pour les hypothèques à taux fixe, grâce à leur attractivité face aux hypothèques du marché monétaire, n'ont quasiment pas changé en 2024, depuis

SARON vs. hypothèques fixes

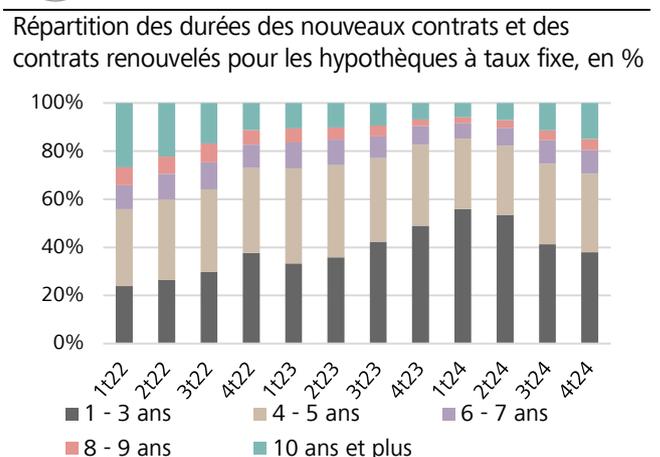


peu on observe des changements sensibles dans les durées privilégiées. Début 2024, en raison du niveau élevé des taux d'intérêt et des attentes de baisse des coûts de financement, seuls 7% des contrats hypothécaires étaient conclus pour une durée de dix ans ou plus. En revanche, la part des durées d'engagement de trois ans et moins est passée à près de 50%. Depuis que les prix pour les durées moyennes et longues sont passés nettement sous la barre des 2% en fin d'année, les propriétaires sont de nouveau plus nombreux à s'assurer ces taux à long terme. Au 4e trimestre 2024, la part des engagements sur dix ans et plus était de 15%, celle sur trois ans et moins était plus faible, mais toujours élevée, à 38%.

Plus grande attractivité des hypothèques SARON

Les hypothèques SARON gagneront en attractivité les taux hypothécaires trouvent leur plancher dans un contexte de taux directs qui tendent vers zéro. Comme le montre la comparaison des frais de logement des propriétaires et locataires, les hypothèques du marché monétaire permettront bientôt de réaliser des économies substantielles par rapport à des taux d'intérêt fixes plus longs lors de la souscription. Si, conformément aux attentes, un environnement de taux d'intérêt plus bas s'installe durablement avec les majorations habituelles sur les hypothèques à taux fixe, des économies majeures à long terme avec un financement SARON seront réalisables. Les emprunteurs seront alors bientôt plus nombreux à choisir cette forme de financement. L'expérience montre toutefois que les Suisses tendent à privilégier la prévisibilité et la sécurité des hypothèques à taux fixe. Compte tenu des récentes turbulences en matière de taux d'intérêt, de nombreux propriétaires devraient toujours souhaiter en payer le prix.

Echéances des nouv. hypothèques à taux fixe



Locatif

La pénurie persistante de logements laisse des traces dans le comportement de la population suisse. Les difficultés à trouver des logements adaptés et la hausse rapide des coûts du logement limitent la mobilité des ménages. Les prochaines baisses du taux d'intérêt de référence apporteront certes un peu de soulagement à court terme aux locataires existants. Mais ce n'est qu'une goutte d'eau dans l'océan. La charge des frais de logement pour les locataires continuera d'augmenter tant que l'activité de construction n'augmentera pas et que l'équilibre du marché locatif ne sera pas rétabli.

Début 2025, dans la plupart des régions de Suisse, le marché du logement locatif est toujours dominé par la pénurie de l'offre. Les locataires en quête de logement sont à plaindre, surtout dans les zones urbaines. En effet, le seul fait d'obtenir un rendez-vous pour visiter un logement qui ne grève pas le budget s'apparente à un véritable parcours du combattant. En cas de succès, d'autres conséquences de la grave pénurie se font jour, comme l'attribution arbitraire de dates de visite ou les files d'attente interminables pour des visites impersonnelles ayant peu de chances d'aboutir. Face à cette recherche de plus en plus difficile et à la récente hausse sensible des loyers proposés, il n'est pas étonnant que les locataires aient désormais des réactions très tranchées.

Plus grande capacité à faire des compromis

Dans un marché tendu, de nombreux locataires sont acculés à des compromis majeurs. Ceux qui ont absolument besoin de se loger devront faire des concessions sur le loyer, l'emplacement, la taille ou l'équipement; des mouvements d'évitement manifestes vers la périphérie en sont notamment le résultat. En l'absence de logement adéquat dans la commune recherchée, on part un peu plus loin, à la campagne. En même temps, on constate un rapprochement des locataires (cf. chapitre sur les loyers de l'Étude 4T 2024). La colocation devient alors une alternative intéressante en l'absence de logement adéquat pour fonder un ménage de célibataires. Pour un nombre croissant de

personnes à la recherche d'un logement, le compromis le plus simple consiste tout simplement à ne pas déménager. Vivre un peu plus longtemps chez ses parents, faire un plus long trajet en cas de changement d'emploi ou rester dans l'appartement trop petit lorsque la famille s'agrandit, constitue souvent l'alternative la moins compliquée et la moins chère.

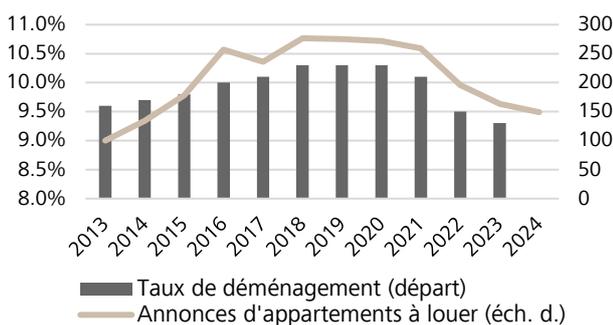
Baisse de la mobilité

La préférence croissante pour le logement traditionnel se reflète notamment dans le taux de déménagement national. En effet, le net recul de l'offre de logements locatifs depuis 2022 a entraîné une baisse continue du nombre de personnes qui déménagent (cf. graphique de gauche). En 2023, 9,3% de la population suisse a changé de logement. En 2020, ce chiffre étant encore environ 10,3%. Sur cette période, le nombre de personnes déménageant à l'intérieur de la Suisse est passé de 769 000 à 695 000 (-9,6%). En revanche, les migrations transfrontalières ont sensiblement augmenté. En bref: la pénurie de logements liée à l'activité de construction trop faible et à la forte demande supplémentaire, principalement due à l'immigration, restreint de plus en plus les possibilités d'ajustement des ménages locataires, accroissant la mauvaise répartition entre locataires et logements locatifs. Ainsi, la sous-occupation et la suroccupation des logements sur les marchés locatifs en surchauffe devraient continuer à augmenter, renforçant encore la pénurie.



Déménagements

Déménagements annuels (départs) en % de la population résidente permanente et annonces de logements loc., somme indexée des quatre trimestres, 100 = 2013

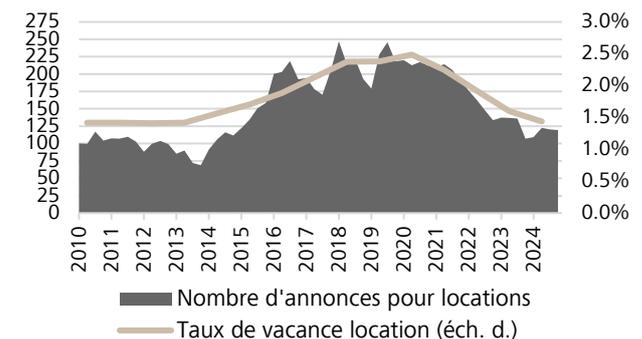


Source: OFS, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research



Offre de logements

Nombre d'annonces Internet (indexé, 100 = 1t10) et taux de vacance au 1^{er} juin (en %) pour les logements locatifs



Source: ARE, BFS, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Segments du marché

Légère stabilisation de la situation

Bien que les défis du marché suisse du logement soient désormais suffisamment connus de tous les acteurs, aucune détente n'est prévue dans un avenir proche. Jusqu'à présent, tout au plus des signes de stabilisation progressive de la situation du marché se profilent. Ainsi, l'année dernière, le taux de logements vacants dans le segment locatif a moins diminué que les années précédentes. Le nombre de logements à louer publiés sur Internet s'est récemment stabilisé à un bas niveau (cf. graphique de la page précédente). En termes absolus du moins, on s'approche lentement du plancher. Par rapport au parc de logements ou à la population, cela correspond toutefois à un léger recul de l'offre. Même si les signaux du marché indiquent toujours une tension, les périodes de pénurie les plus marquées sont probablement derrière nous. Or, cela se répercute sur l'évolution des loyers proposés. Après des taux de croissance extrêmes de plus de 6% par an début 2024, ceux-ci se sont quelque peu normalisés au second semestre (3q24: +3,8, 4q24: +2,3%). Mais cela est probablement aussi lié à la moindre hausse des charges. Les nouveaux loyers ont donc augmenté plus vite que l'inflation ou les salaires.

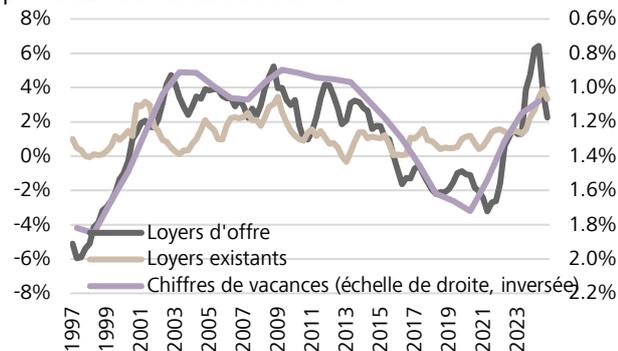
Premières impulsions côté bâtiment?

Cette dynamique de pénurie qui s'affaiblit peu à peu est due en premier lieu à des facteurs liés à la demande. Le taux d'immigration, qui avait été très élevé les années précédentes, a récemment ralenti, entraînant un tassement supplémentaire de la demande. Les adaptations comportementales susmentionnées des locataires se sont également fait sentir sur le marché. En revanche, jusqu'à présent l'offre s'est révélée très amorphe, malgré les signaux clairs de pénurie.



Loyers

Variation des loyers en % par rapport à l'année précédente et taux de vacance



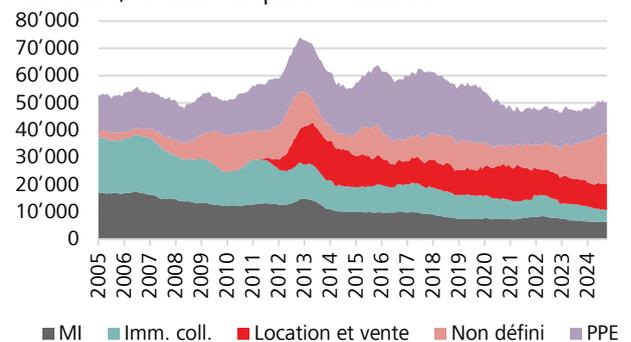
Source: OFS, BWO, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

La hausse rapide des loyers initiaux et la baisse rapide des taux d'inoccupation n'ont jusqu'à présent pas déclenché le boom de la construction dont le pays a tant besoin, compte tenu des grands défis structurels dans la construction de logements. Le contexte de taux d'intérêts défavorable entre 2022 et 2023, qui a entraîné une grande réserve de la part des investisseurs institutionnels dans l'immobilier, a probablement freiné encore davantage les nouveaux projets de construction. Mais à partir de la seconde moitié de 2024, les premières lueurs d'espoir apparaissent enfin à l'horizon, y compris du côté de la construction. Pour la première fois depuis le recul sensible de l'activité de construction à la fin des années 2010, on constate à nouveau une augmentation significative du nombre de logements dans les nouvelles demandes de permis de construire (cf. graphique de droite). En octobre 2024, on comptait environ 3 500 logements de plus (+7,6%) dans les nouvelles demandes qu'il y a 12 mois. Il est bien sûr encore trop tôt pour juger de la durabilité de cette augmentation. De plus, il faut espérer qu'il ne s'agit que d'une première réaction à l'attrait accru des investissements dans le marché suisse de l'immobilier résidentiel en raison de la pénurie et de la baisse des taux d'intérêt. En effet, bien que cette future hausse de l'offre soit nécessaire et urgente, cette hausse à partir d'un niveau très bas est loin d'être suffisante pour assurer une large détente sur le marché du logement locatif d'ici quelques années. En effet, une augmentation de la construction effective de cet ordre de grandeur ne suffirait même pas à combler le déficit annuel moyen entre les créations de ménages et les nouveaux logements construits sur l'une des trois dernières années (-5 400 logements entre 2020 et 2023).



Nouveaux logements planifiés

Nombre de logements dans les demandes de permis de construire, totaux sur quatre trimestres



Source: Infopro Digital, Raiffeisen Economic Research

Segments du marché

Le taux d'intérêt de référence déleste les locataires existants Malgré ces premiers signes de stabilisation tout à fait réjouissants pour les locataires, la situation sur le marché suisse du logement locatif reste tendue. En effet, un affaiblissement de la dynamique de pénurie ne permet pas d'atténuer la situation difficile des locataires dans notre pays. Et surtout pas de contrer la hausse sensible des loyers initiaux.

Les perspectives sont toutefois positives à court terme, du moins pour les locataires qui n'ont pas l'intention de déménager prochainement. Grâce aux baisses des taux directeurs déjà effectuées, le taux hypothécaire de référence reculera à 1,5% en mars. Avec les très bonnes perspectives de nouvelles baisses de taux, une deuxième à 1,25% est même probable dès cet automne (cf. graphique de gauche). Ainsi, tous les locataires qui ont signé leur contrat de bail en 2024 ou qui ont dû accepter une hausse de loyer suite à la dernière hausse du taux de référence en décembre 2023 pourront demander une réduction sensible de leur loyer.

Les loyers continuent d'augmenter

A l'instar des derniers ajustements du taux d'intérêt de référence hypothécaire, ce mécanisme du droit du bail est fortement scruté. Toutefois, il serait déplacé de nourrir l'espoir d'une véritable détente de l'évolution générale des loyers. L'expérience de tous les ajustements passés, à la baisse comme à la hausse montre que seule une minorité des baux connaît une modification des loyers (cf. graphique à droite) Même si l'on peut s'attendre à une plus grande sensibilisation des locataires lors des prochains ajustements des taux de référence face aux débats houleux sur les

récentes hausses, seule une petite partie des locataires fera valoir des baisses. Et comme par le passé, cela entraînera tout au plus un petit creux dans la tendance à la hausse à long terme des loyers moyens en Suisse. Même si l'on peut s'attendre à une plus grande sensibilisation des locataires lors des prochains ajustements des taux de référence en raison des débats houleux sur les récentes hausses, seule une petite partie des locataires fera valoir des baisses. Et comme par le passé, cela entraînera tout au plus un petit creux dans la tendance à la hausse à long terme des loyers moyens en Suisse. De plus, il n'y a qu'une faible probabilité de nouvelles baisses de loyer au-delà de la mesure de 1,25%. En effet, même pendant la longue période de taux négatifs, ce seuil n'a pas été franchi.

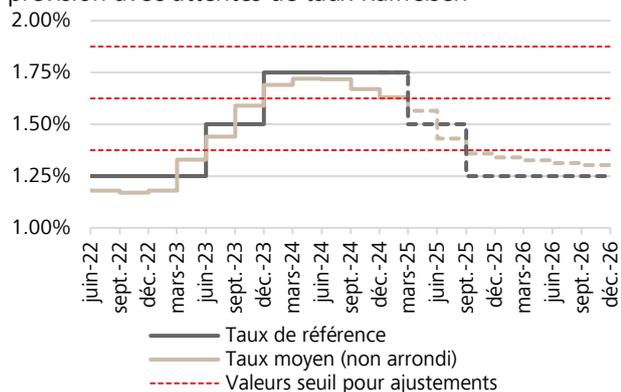
Seul un équilibre accru peut apporter un soulagement

A moyen terme, seul un meilleur équilibre entre l'offre et la demande permettra de faire face à l'augmentation sensible des frais de logement, à la diminution de la mobilité ou à la nécessité croissante de compromis pour les ménages locataires. Pour protéger les ménages locataires d'une nouvelle dégradation de leur confort, il faut un marché du logement caractérisé par une activité de construction réagissant suffisamment vite et fort à l'évolution de la situation du marché. Les efforts locaux et nationaux qui se contentent de lutter contre les symptômes de la pénurie de logements en renforçant encore le cadre réglementaire sont donc loin d'être efficaces. Car la pénurie, avec tous ses effets secondaires désagréables, ne peut tout simplement pas être éliminée par la réglementation. Surtout si le corset réglementaire actuel est la cause principale du fonctionnement peu satisfaisant du marché du logement.



Taux d'intérêt de référence hypothécaire

Taux d'intérêt de référence hypothécaire et taux moyen, prévision avec attentes de taux Raiffeisen

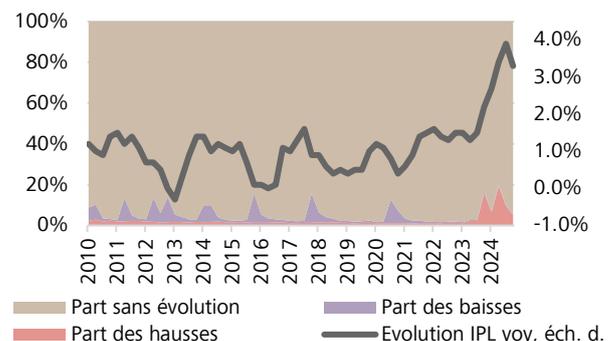


Source: BWO, BNS, Raiffeisen Economic Research



Évolution de l'indice des loyers

Part des logements dont le loyer a été adapté et variation de l'indice des loyers (IPL), yoy en %



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

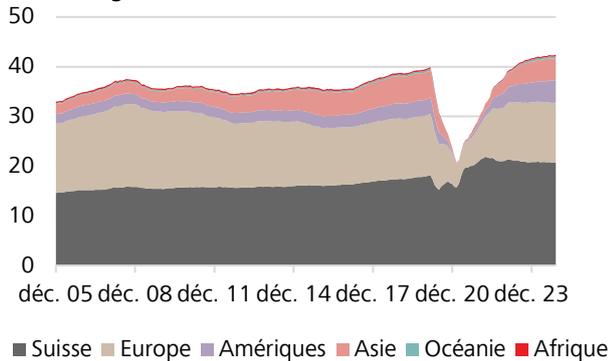
Hôtels et restaurants

Les chiffres d'affaires records dans l'hôtellerie-restauration masquent la véritable situation du secteur de l'hôtellerie et de la restauration. Le nombre de faillites explose actuellement dans un contexte de marché difficile. Le programme de rationalisation nécessaire du secteur se reflète également dans les segments immobiliers correspondants. La multiplication des investissements dans le parc immobilier permet aux entreprises de gagner en efficacité. En revanche, l'activité de construction neuve reste faible sur un marché saturé.



Nuitées

Selon l'origine des hôtes, sommes sur 12 mois, en mia

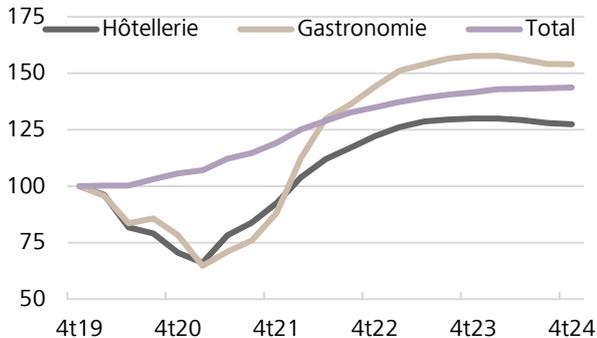


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



Transactions de cartes de crédit

Réel, indexé, 100 = 4t19

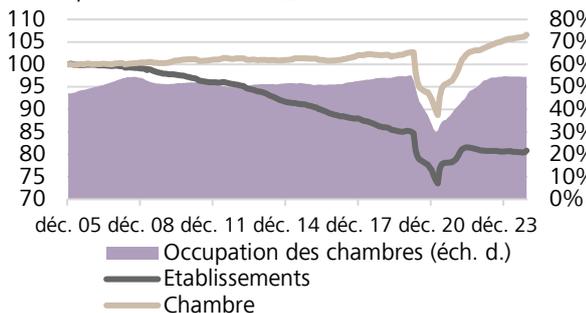


Source: consumption monitoring, BFS, Raiffeisen Economic Research



Entreprises, nbre de chambres et occupation

Indexé, 100 = décembre 2005



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Grâce à la solidité de la demande continentale et à la hausse du nombre de visiteurs venant d'Asie et des Etats-Unis, 2024 fut une nouvelle année record pour l'hôtellerie suisse. Fin novembre, la somme annuelle des nuitées s'élevait à environ 42 millions, soit légèrement plus que la précédente année record, 2023 (cf. graphique). Si l'on prend comme référence les transactions par cartes de crédit des restaurants, le millésime 2024 pourrait également battre de peu l'année record 2023 en restauration.

Pic dépassé

2025 aura toutefois bien du mal à battre des records dans l'hôtellerie et la restauration. Le point culminant du cycle actuel devrait en effet déjà être dépassé. Les chiffres d'affaires réels baissent au plus tard depuis mi-2024 dans les deux sous-secteurs (cf. graphique). De toute façon, les chiffres d'affaires records enregistrés ne doivent pas faire oublier que la réalité est bien moins idyllique. L'hôtellerie-restauration reste marquée par une féroce concurrence et une forte pression sur les marges. Tant les hôtels que les restaurants souffrent depuis longtemps du fait que les coûts sensiblement plus élevés des facteurs de production (salaires, énergie, loyers) ne peuvent être que partiellement répercutés sur les clients en raison de la lutte acharnée des prix sur les marchés saturés.

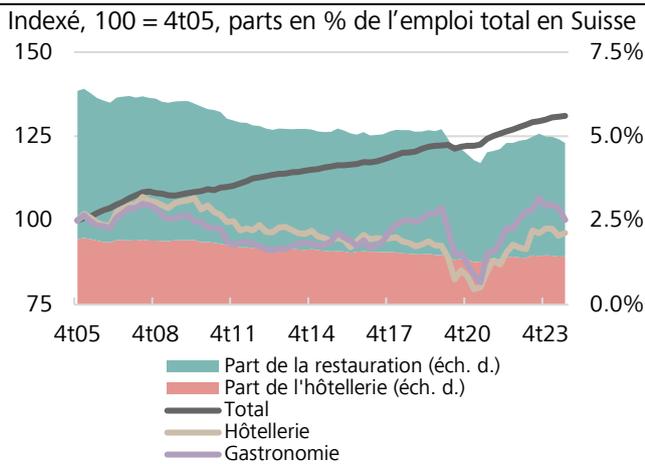
Régime draconien sans fin

De toute façon, le secteur est soumis depuis des décennies à un programme de remise en forme intensif et continu. Tous ne résistent pas, loin s'en faut, à ce régime draconien. C'est ce qu'illustre, par exemple, la multiplication des fermetures d'hôtels. Même si ce phénomène a ralenti grâce au nombre élevé de clients, il y a de moins en moins d'établissements, mais ils sont de plus en plus grands pour satisfaire la demande record (cf. graphique). Les statistiques de l'emploi reflètent également le programme d'efficacité continu de la branche. En chiffres absolus, le nombre de personnes travaillant dans l'hôtellerie-restauration est aujourd'hui le même qu'il y a 20 ans. La part de l'hôtellerie-restauration dans l'emploi total ne cesse de diminuer (cf. graphique à la page suivante).

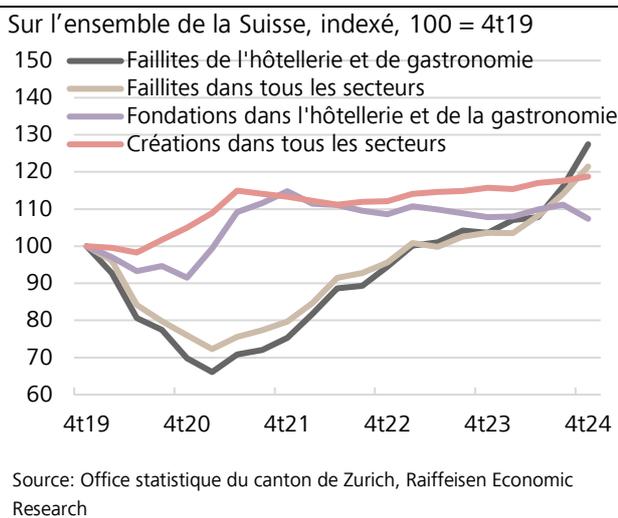
Segments du marché



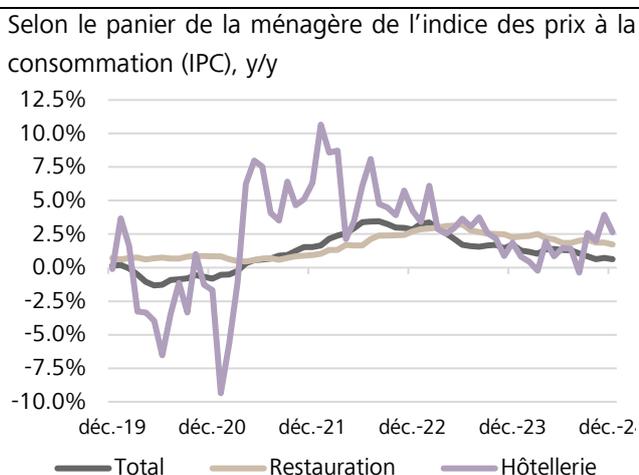
Emploi



Faillites et créations d'entreprises



Inflation



Explosion du nombre de faillites

La situation extrêmement délicate dans l'hôtellerie-restauration se reflète également dans le nombre de faillites en 2024, qui a augmenté encore plus fortement que dans l'ensemble de la Suisse, malgré des chiffres d'affaires record. Ainsi, le nombre d'établissements ayant déposé leur bilan (cf. graphique) a augmenté de 20% par rapport à 2023 (cf. graphique). La forte hausse des salaires, le niveau plus élevé des taux d'intérêt ainsi que l'augmentation de l'indice des loyers en raison de la poussée inflationniste intervenue entre-temps et la baisse du chiffre d'affaires ont achevé plus d'une entreprise déjà moribonde depuis longtemps.

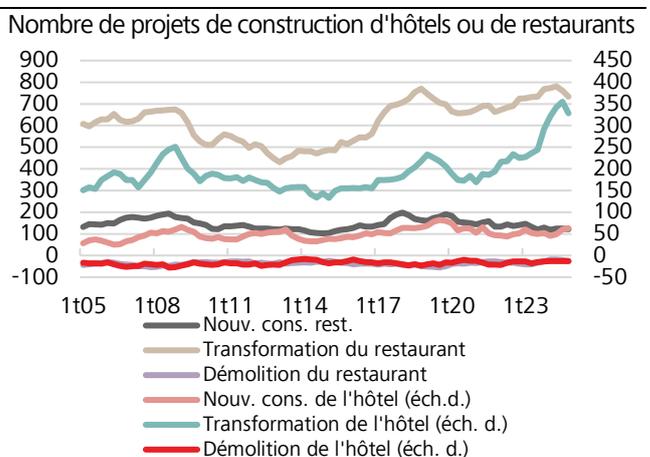
Investissements dans l'existant

Les difficultés de l'hôtellerie et de la restauration se reflètent également dans les segments immobiliers correspondants. Le nombre de projets de construction d'hôtels ou de restaurants reste faible au vu des défis structurels. En revanche, les investissements dans le bâti existant sont nombreux. Le nombre de demandes de permis de construire pour travaux de rénovation, transformation et extension est comparativement élevé, en particulier dans l'hôtellerie (cf. graphique). Grâce à des mesures d'efficacité et de mise à l'échelle, le secteur améliore son parc immobilier afin de continuer à satisfaire la demande accrue de nuitées et de repas hors domicile avec des effectifs toujours plus faibles.

Jusqu'à récemment, les indicateurs du marché des surfaces de restauration n'ont guère réagi. Le taux de surfaces vides est toujours aussi bas et on peut donc imposer les loyers en hausse en raison de l'inflation. Or, à moyen terme, la hausse du nombre de faillites et le recul de l'activité de création d'entreprise ne resteront pas sans conséquences.



Demandes de permis de construire



Valeur locative

Après la décision par le Parlement de changer le système d'imposition de la propriété du logement, le peuple et les cantons ont maintenant le dernier mot. Vu le niveau actuel des taux d'intérêt, l'abolition prévue de la valeur locative allégerait sensiblement la charge fiscale des propriétaires. Même si ces derniers sont clairement minoritaires, ils peuvent s'imposer dans la campagne de votation à venir. Car leur voix compte dans les urnes.

Rebondissements dramatiques, bluffs révélés au grand jour et sauvetage de dernière minute. Autant de mots rarement associés au marché immobilier suisse. Or, les tergiversations parlementaires autour du changement de système d'imposition de la propriété du logement à usage personnel ont fait durer le suspense. Jusqu'au bout, le Conseil national a défendu sa variante de réforme avec la suppression de la valeur locative et, en même temps, pratiquement toutes les déductions fiscales correspondantes. Si bien que le Conseil des Etats, après avoir perdu une partie de poker menteur, s'est rallié in extremis au Conseil national et ainsi a pu sauver la réforme que beaucoup croyaient déjà enterrée. La deuxième chambre, en principe plus favorable aux propriétaires, a estimé qu'un tiens vaut mieux que deux tu l'auras. En grinçant des dents, les membres du Conseil des Etats ont finalement validé la proposition de la conférence de conciliation, identique à la variante de réforme du Conseil national. Pour sauver la réforme, les représentants des cantons ont finalement renoncé au maintien de la valeur locative pour les résidences secondaires, qu'ils réclamaient depuis longtemps avec véhémence afin de garantir l'assiette fiscale dans les cantons touristiques. Idem pour le maintien d'une déduction des intérêts passifs plus généreuse. L'infobox ci-contre présente les principaux éléments du paquet de réformes fiscales adopté après de longues années d'après négociations.

Le peuple a le dernier mot

Le peuple aura en tous cas le dernier mot quant à l'abolition définitive ou non de la valeur locative. En effet, l'introduction d'un impôt pour les résidences secondaires, liée au projet de changement de système, est soumise au référendum obligatoire en tant qu'amendement constitutionnel. Il est possible que la modification de la loi visant à abolir la valeur locative fasse également l'objet d'un référendum facultatif ou d'un référendum cantonal. Si l'un de ces référendums aboutit, les deux projets devront être acceptés par le peuple pour parvenir à l'abolition définitive. En revanche, la majorité des Etats n'est requise que pour le référendum obligatoire.

Aperçu des décisions parlementaires

Changement complet de système: suppression de la valeur locative tant pour les résidences principales que secondaires.

Suppression de la déduction pour entretien: Les frais d'entretien pour l'immobilier à usage personnel ne peuvent plus être déduits des impôts.

Mesures d'économie d'énergie et de protection de l'environnement: A échelle fédérale, les frais pour les mesures d'économies d'énergie et de protection de l'environnement ne peuvent plus être déduits des impôts. En revanche, les cantons sont libres de continuer à accepter ces déductions.

Déduction des intérêts passifs pour un logement à usage personnel: Qui ne possède pas de biens immobiliers loués ne peut plus déduire les intérêts hypothécaires de ses impôts. Les propriétaires d'immeubles loués peuvent continuer à appliquer la méthode restrictive proportionnelle, c'est-à-dire à hauteur de la part des immeubles loués dans leur fortune totale.

Introduction d'une déduction pour les primo-accédants: Pour encourager l'accession à la propriété du logement, ancrée dans la Constitution, une déduction des intérêts passifs limitée dans le temps est introduite pour les primo-accédants. La première année, cette déduction s'élève à 10 000 CHF pour les couples mariés et à 5 000 CHF pour les célibataires. La déduction diminue chaque année de manière linéaire sur dix ans jusqu'à zéro.

Impôt sur les biens immobiliers pour les résidences secondaires: Une nouvelle disposition constitutionnelle, dont l'adoption est liée au projet sur la valeur locative, crée la base

Changement au plus tôt durant l'exercice fiscal 2027

Les deux projets seront soumis au vote le même dimanche mais la date exacte n'est pas encore connue. Le délai référendaire de 100 jours court depuis le vote final des deux Chambres fédérales le 20 décembre 2024. Ensuite, un délai d'au moins quatre mois s'applique pour organiser une votation populaire, pourrait avoir lieu cet automne si ce calendrier très serré est respecté. Notre scénario en cas d'adoption de la réforme est l'entrée en vigueur pour l'année fiscale 2028. D'une part, parce qu'un vote en faveur du changement de système nécessiterait quelques ajustements législatifs dans les cantons (notamment l'introduction d'un éventuel impôt sur les résidences secondaires, la fixation de l'utilisation future des déductions pour les mesures énergétiques et environnementales). D'autre part, en raison du délai de transition d'au moins deux ans.

Les chances n'ont jamais été aussi bonnes

Avec la votation populaire, la réforme a atteint un niveau qui a fait échouer, ces dernières décennies, de nombreuses tentatives antérieures visant à abolir ce «revenu fictif», mal aimé et incompris par beaucoup. La tentative d'abolir la valeur locative qui est allée le plus loin à ce jour a été enterrée par le peuple en 2004 avec près de deux tiers des voix. Or, à l'époque, l'abolition faisait partie d'un paquet de réformes fiscales plus important, qui n'avait aucune chance d'aboutir. Mais surtout, la situation de départ n'était pas

comparable à celle d'aujourd'hui, en raison du niveau plus élevé des taux et des prévisions en la matière. La réforme de l'époque n'aurait guère allégé la charge fiscale des propriétaires. Or, la plupart des propriétaires profiteraient aujourd'hui largement de la réforme, comme le montrent nos analyses ci-dessous sur les gagnants et les perdants de la réforme en cours. Enfin, nous démontrons pourquoi contrairement à la situation d'il y a 20 ans, la réforme a des chances de passer. En 2012 déjà, une initiative visant à exonérer les retraités de la valeur locative avait été rejetée de justesse dans les urnes.

Qui gagne, qui perd?

La question de savoir si et dans quelle mesure un immeuble d'habitation profiterait du changement de système en matière d'imposition de la propriété du logement dépend des circonstances individuelles. Les principaux facteurs d'influence sur la charge fiscale résultant de la réforme sont le niveau des taux d'intérêt hypothécaires, le montant de l'endettement hypothécaire, l'état du bien immobilier occupé par le propriétaire, le lieu d'imposition du bien, le montant du revenu imposable, si le ménage est un primo-accédant ou non et si le propriétaire détient également des biens immobiliers loués dans sa fortune privée. Pour illustrer les différences d'impact, le tableau ci-dessous présente une comparaison des conséquences fiscales de la réforme par rapport au statu quo pour cinq ménages typiques de propriétaires.



Répercussions de la réforme fiscale sur divers ménages

	Propriétaire célibataire (cons. nouv.)	Propriétaire célibataire (cons. ancienne)	Couple avec 2 enfants (cons. ancienne)	Couple avec 2 enfants (primo-accts)	Couple de retraités (cons. ancienne)
Valeur neuve du bien immobilier	1'000'000	1'000'000	1'000'000	1'000'000	1'000'000
Etat du bien immobilier	neuf	rénov. néc.	rénov. néc..	neuf	rénov. néc.
Valeur actuelle du bien immobilier	1'000'000	850'000	850'000	1'000'000	850'000
Valeur loc. en % du loyer du marché	70%	65%	65%	70%	60%
Montant du prêt	67%	67%	50%	80%	30%
Taux hypothécaire	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
Revenu	150'000	150'000	175'000	175'000	125'000
Allègement fiscal en %*	8%	4%	9%	22%	14%
Allègement fiscal en CHF*	2'112	970	1'687	4'317	2'456
Effet fiscal de la suppression des déd. pour entretien latentes en CHF**	0	26'250	18'000	0	21'750
Années jusqu'à compensation de l'allèg. fiscal sup. des déduc. latentes	0	27	11	0	9

* la première année après l'introduction de la réforme, en % de la charge fiscale d'un éventuel changement de système

** Hypothèse: les déductions fiscales pour entretien latentes sont imposées à la charge fiscale moyenne du contribuable

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

Exemples de cas

Tous les propriétaires pris en compte pour la comparaison présentée possèdent un appartement dont la valeur à neuf s'élève à un million de francs. Ils habitent tous à Frauenfeld avec un prêt à taux hypothécaire de 1,75%. Comme le montre le tableau, l'état du bien immobilier occupé par le propriétaire diffère selon le type de ménage. Alors que certains vivent dans du neuf ou achètent, d'autres habitent dans un immeuble ancien à rénover. On suppose qu'il faudrait 150 000 CHF pour remettre en état le bien immobilier ancien. Durant l'année de comparaison, dernière pour l'imposition de la valeur locative, les ménages ont déduit des impôts le forfait d'entretien dont le montant dépend de l'âge du bien. Dans notre exemple, 10% de la valeur locative peut être déduite pour du neuf, contre 20% pour un immeuble à rénover.

Le montant de la valeur locative fixée diffère également selon le ménage propriétaire. Par exemple, le fisc vient tout juste d'évaluer le logement neuf du propriétaire célibataire et a fixé la valeur locative à 70% du loyer actuel du marché, conformément à la pratique fiscale habituelle. Le ménage de retraités qui habite depuis longtemps dans sa maison bénéficie en revanche d'une valeur locative plus basse pour l'année de comparaison (voir tableau). Cette différenciation tient compte de la pratique d'évaluation fiscale qui n'ajuste les valeurs locatives que tous les dix ans environ à l'évolution de l'environnement de marché. Les ménages présentent des différences de revenus et d'emprunts hypothécaires (cf. tableau). Les niveaux de revenu et d'emprunt reflètent les différentes phases de vie des types de ménages stylisés.

Primo-accédants et retraités tirent leur épingle du jeu

Dans l'hypothèse d'un taux d'intérêt de 1,75%, tous les ménages propriétaires seraient soumis à un impôt sur le revenu nettement inférieur à celui du système fiscal actuel. L'ampleur de l'allègement fiscal est toutefois très variable. Grâce à la déduction élevée pour l'acquisition du premier logement, les couples de primo-accédants profiteraient le plus du changement de système. Mais les couples de retraités typiques réaliseraient également de très importantes économies d'impôt sur le revenu. Surtout si l'on considère leurs économies par rapport à leur charge fiscale. En effet, la valeur locative représente en général une part beaucoup plus importante de l'impôt sur le revenu imposable généralement moins élevé après le départ à la retraite.

En revanche, les moins avantageés seraient les propriétaires de logements existants avec un taux d'endettement élevé et un bien immobilier à rénover. D'une part, ils ne pourraient plus déduire leur charge d'intérêts plus élevée. D'autre part, ils ne pourraient plus faire valoir leur forfait d'entretien, deux fois plus élevé que celui des propriétaires de logements neufs.

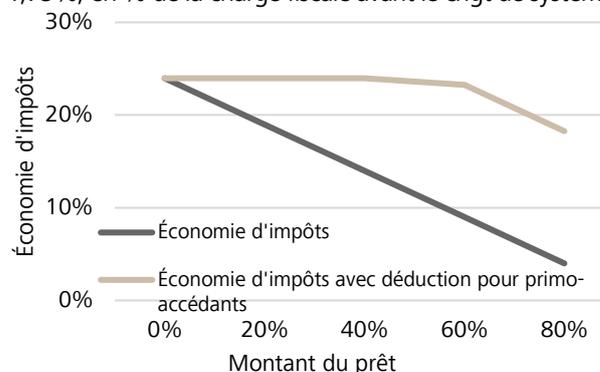
«Destruction» de déductions fiscales latentes

L'effet ainsi présenté sur la charge fiscale courante sur le revenu n'est toutefois qu'une facette de la médaille pour les propriétaires de logements nécessitant rénovation. En effet, en cas d'adoption de la réforme, ils perdraient d'un coup la possibilité de faire payer le fisc pour les rénovations futures. En effet, dans le régime fiscal actuel, les propriétaires peuvent déduire de leur revenu les travaux de rénovation nécessaires au maintien de la valeur de leur bien. Ces déductions d'entretien latentes sont d'autant plus élevées que l'état d'un bien immobilier est mauvais. Dans nos exemples, 150'000 CHF ne pourraient donc plus être déduits des impôts en cas de rénovation. Dans notre exemple simplifié, nous considérons que l'économie réalisée dans le cadre du statu quo aurait été calculée en fonction du taux d'imposition moyen du propriétaire. Cette approche correspond à peu près à la répartition du montant total des rénovations sur deux périodes fiscales en vue d'une optimisation fiscale. Les contribuables n'auraient ainsi pratiquement pas d'impôt sur le revenu à payer pour deux périodes fiscales. Pour que la réforme soit également rentable à long terme pour les propriétaires de biens vieillissants, les taux d'intérêt devraient encore rester à leur bas niveau actuel pendant de longues années.



Effet fiscal selon le montant du prêt

Famille typique à Frauenfeld, pour un taux hypothécaire de 1,75%, en % de la charge fiscale avant le chgt de système



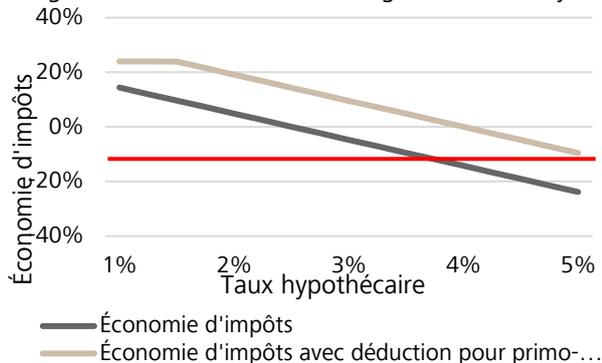
Source: ESTV, Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research

Gros plan



Effet fiscal selon le taux d'intérêt hypothécaire

Famille typique à Frauenfeld, prêt de 67%, en % de la charge fiscale avant le changement de système

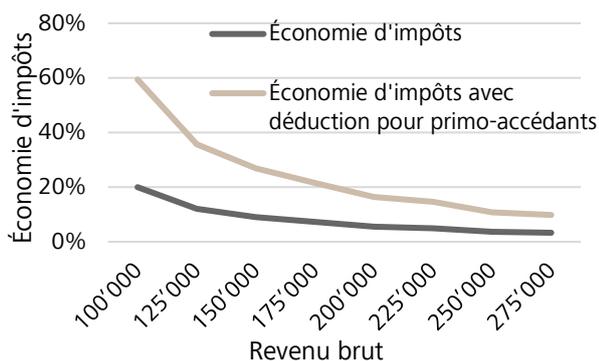


Source: ESTV, Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research



Effet fiscal selon le montant du revenu

Famille typique à Frauenfeld, niveau de taux hypothécaire de 1,75% et prêt de 67%, en % de la charge fiscale avant le chgt de système



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



Effet fiscal selon le montant de prêt et le taux hypothécaire

Famille typique à Frauenfeld, en % de la charge fiscale avant le changement de système

	Montant du prêt					
	0%	25%	50%	67%	80%	80%*
1.0%	24%	20%	17%	14%	13%	24%
1.5%	24%	19%	13%	10%	7%	21%
2.0%	24%	17%	10%	5%	1%	15%
2.5%	24%	15%	6%	0%	-5%	10%
3.0%	24%	13%	3%	-5%	-10%	4%
3.5%	24%	11%	-1%	-9%	-16%	-2%
4.0%	24%	10%	-5%	-14%	-22%	-7%
4.5%	24%	8%	-8%	-19%	-27%	-13%
5.0%	24%	6%	-12%	-24%	-33%	-19%

*Primo-accédant

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

Allègement grâce aux taux bas et au faible endettement

Pour le couple de Frauenfeld avec deux enfants, les graphiques ci-contre illustrent en outre l'impact de différents niveaux d'emprunt et de taux d'intérêt hypothécaire et d'une modification du niveau de revenu sur la charge fiscale après l'adoption de la réforme. Il en ressort que les ménages peu endettés sont ceux qui profiteraient le plus de la réforme. En effet, sous le régime fiscal actuel, ils peuvent faire valoir moins de déductions pour les intérêts passifs. La simulation de la charge fiscale en fonction du taux d'intérêt hypothécaire montre en outre que la réforme allège la charge des propriétaires lorsque le niveau des taux d'intérêt est bas, mais qu'elle l'alourdit lorsqu'il est élevé. Dans notre exemple, la charge fiscale augmenterait à partir d'un taux hypothécaire d'environ 2,5%. Les déductions d'intérêts et le forfait d'entretien seraient alors plus élevés que la valeur locative. En revanche, cela profiterait aux primo-accédants grâce aux déductions prévues jusqu'à un taux d'intérêt de 4%. Dans la matrice ci-contre, les effets sur l'impôt sur le revenu sont également visibles selon différentes combinaisons de niveau d'intérêt et de montant de prêt.

Autres effets

Outre les effets mis en évidence sur la charge fiscale des ménages propriétaires de leur logement, le changement de système d'imposition de la propriété aurait également des conséquences majeures sur le marché immobilier, le marché hypothécaire, le secteur du bâtiment, les recettes fiscales et divers autres parties prenantes. Les tableaux en haut de la page suivante tentent de présenter de manière simplifiée les effets complexes et étendus de la réforme sur différents indicateurs et acteurs. Ils montrent notamment que l'ampleur et l'orientation de la réforme dépendent de l'évolution du niveau futur des taux et examinent les principales interactions.

L'attractivité accrue explose les prix de la propriété

Comme il faut s'attendre à ce que les taux d'intérêt restent bas dans le futur proche et que les propriétaires profiteraient ainsi fiscalement de la réforme, les prix devraient augmenter si la réforme est adoptée. Il serait donc encore un peu plus intéressant financièrement d'être propriétaire. L'avantage des frais de logement dans la maison individuelle, qui existe à nouveau depuis la baisse des taux d'intérêt, s'étendrait encore plus, renforçant la ruée vers la propriété, qui se dessine déjà avec la baisse des taux.

Gros plan



Effet de la réforme selon les résultats

	Niveau de taux		
	bas	moy.	élevé
Prix de la propriété (bon état)	↗	→	↘
Prix de la propriété (mauvais état)	↘	↘	↓
Prix des résidences secondaires	?	?	?
Loyers (effets d'évitement)	↘	→	↗
Croissance du volume hypothécaire	↘	↘	↓
Taux de logements en propriété	↗	→	↘
Activité de rénovation (court terme)	↑	↑	↑
Activité de rénovation (moyen/long terme)	↘	↘	↘
Charge fiscale propriétaire	↘	→	↗
Charge fiscale locataire	↗	→	↘
Total des recettes fiscales	↘	→	↗
Déficit budgétaire	↗	→	↘

Source: Raiffeisen Economic Research



Effet de la réforme selon les parties prenantes

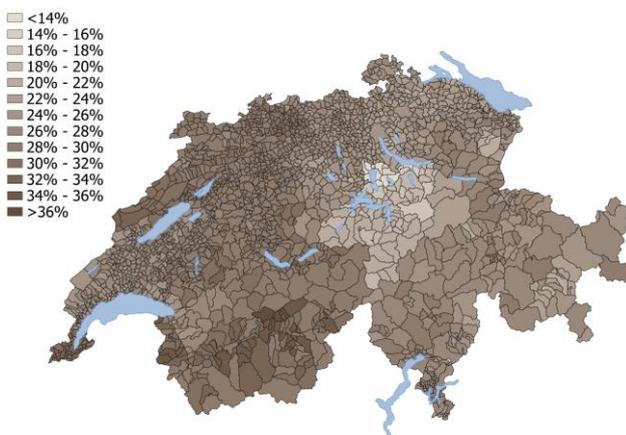
	Niveau de taux		
	bas	moy.	élevé
Propriétaire (endettement élevé)	↗	→	↘
Propriétaire (faible endettement)	↑	↗	→
Propriétaire (revenus élevés)	↑	→	↓
Propriétaire (faibles revenus)	↗	→	↘
Propriétaire (bon état du logement)	↑	→	↘
Propriétaire (mauvais état)	↘	↓	↓
Propriétaires avec bien de rendement	→	↘	↓
Primo-accédant propriété	↑	↗	↘
Locataire	↘	→	↗
Confédération	↘	→	↗
Cantons et communes (non touristiques)	↘	→	↗
Cantons et communes (touristiques)	↘	↘	→
Bâtiment (court terme)	↑	↑	↑
Bâtiment (long terme)	↘	↘	↘

Source: Raiffeisen Economic Research



Taux marginaux d'imposition communaux

Famille avec deux enfants, revenu de 175'000 CHF



Source: ESTV, Raiffeisen Economic Research

Il convient toutefois de noter que les hausses de prix attendues ne sont valables que pour le parc suisse de logements dans son ensemble. En revanche, les résidences principales devant être rénovées devraient perdre de la valeur en raison de la suppression des déductions fiscales latentes. En outre, l'effet de la réforme sur les résidences secondaires n'est guère prévisible pour l'instant. Les effets sur les logements de vacances ne pourront être évalués que lorsqu'on saura si et dans quelle mesure les cantons feront usage de la possibilité d'introduire un impôt sur les résidences secondaires. En cas d'adoption de la réforme, il faut toutefois s'attendre à la compensation d'au moins une partie de l'allègement fiscal par l'impôt sur le bien.

Différences régionales

Les effets attendus du changement de système sur les prix n'auraient pas la même ampleur partout. Ils devraient être plus importants là où les économies d'impôt seraient les plus élevées. Le montant de ces économies dépend du taux d'imposition marginal des propriétaires de logement et varie donc considérablement d'une commune à l'autre et surtout d'un canton à l'autre. Un couple typique de propriétaires avec deux enfants, disposant d'un revenu de 175 000 francs, est par exemple imposé à un taux marginal de moins de 14% dans les communes les plus avantageuses du canton de Zoug. Dans certaines communes du Haut-Valais, cette même famille serait imposée à un taux marginal de 35%. Cette analyse ne tient pas compte des différents niveaux de revenus dans les régions, mais elle montre tout de même, à titre indicatif, où il faudrait s'attendre à des effets plus importants sur les prix. Ces effets seraient masqués par les conséquences de l'introduction d'éventuels impôts sur les résidences secondaires. Ceci ne sera probablement pas le cas dans tous les cantons et au même montant. Il faut donc s'attendre à une évolution régionale différenciée des prix des résidences secondaires.

Effets de prix limités

Dans l'ensemble, les effets de la réforme sur le niveau des prix des logements devraient rester limités étant donné le niveau actuel des taux d'intérêt. Certes, les primo-accédants, dont la demande est déterminante pour la formation des prix sur le marché des logements en propriété, profitent nettement de la réforme. Or, les hautes exigences en matière de fonds propres et de capacité financière restent insurmontables pour de nombreux ménages, indépendamment des frais effectifs du logement. L'attractivité accrue de la propriété du logement n'aurait donc qu'un effet limité sur la demande.

Les effets d'évitement soulagent le marché locatif

En raison de l'attractivité accrue de la propriété, une certaine pression devrait s'exercer sur le marché du logement locatif, actuellement en surchauffe et se répercuter sur le marché de la propriété à usage personnel. Les effets d'évitement vers le marché attractif de la propriété, où il est nettement plus avantageux de vivre qu'en location, ne devraient toutefois être que minimales en raison de l'offre limitée et des barrières à l'entrée susmentionnées. La réforme ne pourrait donc conduire à l'explosion du taux de logements en propriété qu'en cas d'abaissement des obstacles à la capacité ou à la charge financière, si l'on construisait de manière inattendue beaucoup plus de MI ou de PPE ou si davantage de logements locatifs étaient transformés.

Le bâtiment en souffrance sur le long terme

A long terme, le secteur du bâtiment devrait figurer parmi les plus grands perdants de la réforme. En effet, suite à la suppression d'une grande partie de la déduction fiscale pour l'entretien, celui-ci serait plus coûteux, résultant en moins de rénovations à l'avenir. Il reste à voir si cela ne ferait qu'éliminer les incitations existantes à la «sur-rénovation» ou si, à terme, la substance du parc immobilier local en souffrirait, ou si le processus de transformation climatique de l'immobilier résidentiel local s'arrêterait. Ce qui est certain, c'est que la suppression de la subvention fiscale implicite dont bénéficie actuellement le bâtiment conduira à terme à une baisse de la demande de produits et de services dans ce secteur.

Boom de la construction à court terme

Dans la phase de transition jusqu'à l'entrée en vigueur de la réforme, le secteur du bâtiment devrait dans un premier temps voir une explosion de commandes. Ceux qui craignent que la réforme passe le test des urnes pourraient avancer leurs travaux de rénovations afin de déduire les frais de leurs impôts. Ainsi, au lendemain de l'adoption de la réforme, un véritable boom des rénovations de dernière minute serait alors quasiment garanti. Le secteur pourra certainement absorber une certaine demande supplémentaire en augmentant ses capacités de production, mais avec une élasticité réduite de son offre en raison de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et de la phase de transition relativement courte. Les services correspondants ne seraient probablement pas disponibles pour tous les propriétaires désireux de rénover et uniquement à des tarifs nettement plus élevés.

Les propriétaires prudents feraient donc bien d'entreprendre le plus tôt possible les travaux de rénovation qui s'imposent pour profiter des déductions fiscales latentes sous leur toit.

Conséquences fiscales

Le paquet de réformes adopté par le Parlement en décembre 2024 repose essentiellement sur une initiative parlementaire soumise en 2017. Celle-ci exigeait que la mise en œuvre du changement de système n'impacterait pas le budget à long terme. Compte tenu du niveau des taux d'intérêt en vigueur à l'époque et aujourd'hui encore, la réforme adoptée entraînerait toutefois une forte baisse des recettes fiscales, du moins à court terme. Selon les estimations de l'Administration fédérale des contributions (AFC), celles-ci s'élèveraient à près de 1,7 milliard de francs à un taux d'intérêt de 1,5%. Pour que la réforme soit neutre sur le plan budgétaire, il faudrait un niveau de taux proche de 3% (cf. graphique à droite). Or, nous sommes loin d'un tel niveau dans un futur proche. Même les pics de taux d'intérêt pendant la phase d'inflation intermédiaire de ces dernières années n'ont été que brièvement supérieurs à ce niveau. Si rien ne change dans l'environnement des taux, le fisc doit donc s'attendre à un manque à gagner de plusieurs milliards de francs.

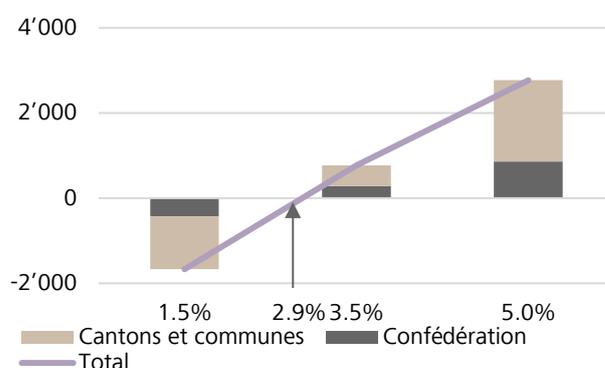
Risques fiscaux élevés

L'interprétation des estimations officielles des pertes fiscales requiert des extrapolations approximatives sur une base de données incomplète. De plus, elle n'inclut pas les potentielles recettes cantonales et communales supplémentaires liées à l'introduction d'une taxe sur les résidences secondaires et à la suppression des déductions actuelles pour les mesures d'économie d'énergie et de protection de l'environnement.



Changement des recettes fiscales des administrations publiques

Selon le niveau moyen des taux hypothécaires, en mio CHF.



Source: ESTV, Raiffeisen Economic Research

Gros plan

Mais surtout, l'estimation de l'AFC fait abstraction d'éventuels ajustements de comportement envers les obligations fiscales. Si les propriétaires amortissent davantage leurs hypothèques, comme attendu, les administrations fiscales risquent de perdre des recettes supplémentaires. En effet, le remboursement des hypothèques nécessiterait, du moins en partie, l'utilisation de valeurs patrimoniales qui, non remboursées, continueraient à générer des revenus de la fortune imposables, comme des intérêts ou des dividendes.

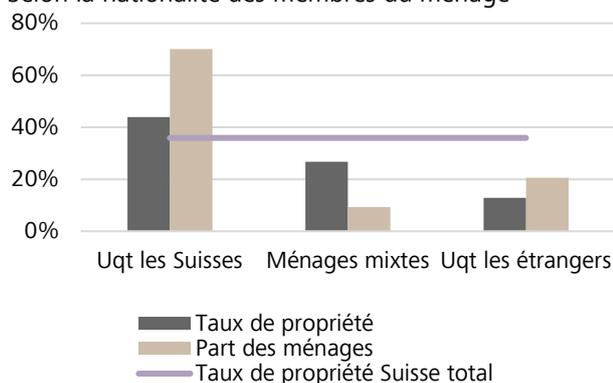
Les propriétaires qui, en plus de leur logement, détiennent également des biens de rendement dans leur patrimoine privé, devraient en outre transférer davantage leurs biens immobiliers de leur patrimoine privé vers des sociétés nouvellement créées pour échapper à l'impôt, comme les sociétés anonymes immobilières. Ils s'assurent ainsi de pouvoir continuer à déduire un maximum de dettes de leurs impôts, même avec la méthode restrictive proportionnelle. Celui qui a encore des réserves de nantissement sur ses objets de rente pourrait aussi, à des fins d'optimisation fiscale, transférer son hypothèque actuelle sur son logement à usage personnel sur les objets de rente dans le patrimoine de l'entreprise. Grâce à une telle «gymnastique financière», les intérêts passifs resteraient entièrement déductibles, en particulier pour les ménages fortunés, même sous le prochain régime fiscal.

De nombreux propriétaires de logements anciens devraient profiter de la phase de transition jusqu'à l'entrée en vigueur de la réforme pour procéder à des rénovations anticipées, comme nous l'avons déjà expliqué dans la partie consacrée au bâtiment. La Confédération, les cantons et les communes risquent également de subir de lourdes pertes fiscales dans les années précédant l'adoption de la réforme, en raison des déductions fiscales pouvant encore être réalisées.



Taux de propriété

Selon la nationalité des membres du ménage



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

En raison de la non-prise en compte de tels ajustements de comportement, les estimations de l'AFC doivent être considérées avec une grande prudence. Raiffeisen Economic Research a demandé des données à l'AFC et aux principaux offices fiscaux cantonaux afin de procéder à une deuxième estimation. Malheureusement, tous les services contactés n'ont pas voulu ou n'ont pas pu mettre à disposition des données anonymisées sur la structure fiscale, qui seraient absolument nécessaires pour une analyse plus approfondie des conséquences sur les finances publiques.

Mise à contribution des locataires ou générations futures

Si l'on se base sur les calculs de l'AFC, tant que le niveau des taux d'intérêt est inférieur à 3%, ce sont les locataires ou les générations futures qui financeront transversalement l'allègement fiscal des propriétaires. En effet, soit les pertes fiscales sont compensées par des impôts plus élevés pour tous, soit les générations futures sont grevées par des dettes plus importantes. L'inverse se produirait si le niveau des taux d'intérêt était bien plus élevé. Les propriétaires passeraient alors à la caisse. On ignore où se situera le niveau des taux d'intérêt dans deux ou trois ans si la réforme est adoptée. Il s'agit donc aussi d'un pari sur le niveau futur des taux d'intérêt.

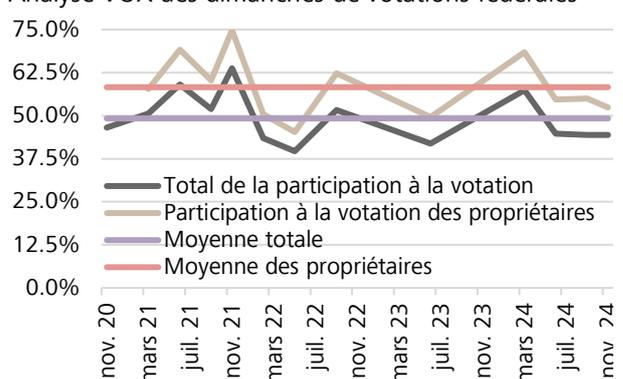
La réforme est-elle vraiment vouée à l'échec?

Il est tout aussi difficile de prédire si la réforme adoptée par le Parlement passera le test des urnes que le niveau des taux d'intérêt à long terme. Malgré cela, les médias ne donnent que peu de chances à la réforme devant le peuple et les cantons. Un grand nombre de lobbystes et d'associations se sont déjà positionnés contre. Les experts qui se sont exprimés sont eux aussi majoritairement d'avis que cette tentative d'abolition devrait à nouveau avoir du mal à passer.



Participation au vote

Analyse VOX des dimanches de votations fédérales



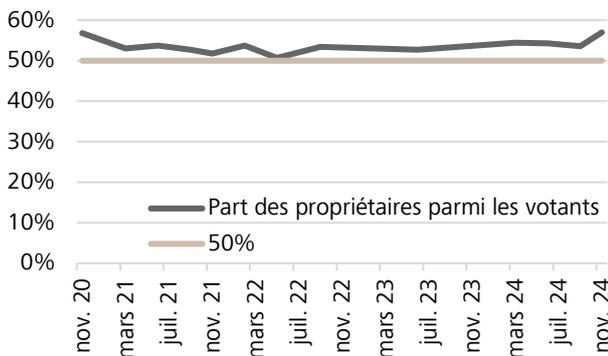
Source: swissvotes, Raiffeisen Economic Research

Gros plan



Nombre de propriétaires parmi les votants

Analyse VOX des dimanches de votations fédérales

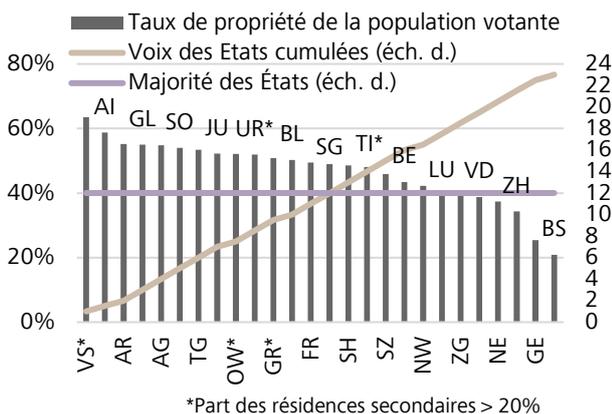


Source: swissvotes, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research



Taux de propriétaire parmi les votants

Selon le canton

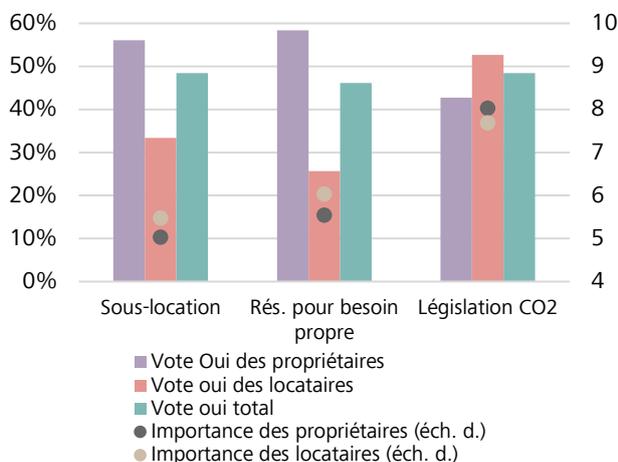


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



Comportement de vote des locataires et des propriétaires

Analyse VOX des objets de votation fédéraux



Source: swissvotes, Raiffeisen Economic Research

Forte minorité

Dans les conditions actuelles, la campagne de votation se résume probablement à un bras de fer entre propriétaires et locataires. A première vue, les propriétaires, qui ne représentent en Suisse qu'une minorité d'environ 36% des ménages, ont plutôt de mauvaises cartes face à la majorité des locataires de notre pays. Mais le taux de logements en propriété ne reflète pas suffisamment le véritable rapport de force dans les urnes. D'une part, le taux de propriétaires dans la population suisse ayant le droit de vote est bien plus élevé que le taux indiqué par l'OFS. En effet, ce dernier comprend également les ménages étrangers, qui n'ont pas le droit de vote. La part des propriétaires ayant le droit de vote s'élève à 43% (cf. graphique à gauche, page précédente). Les propriétaires sont donc en minorité dans la population suisse. Toutefois, en raison du taux de propriété plus élevé des citoyens suisses, cette minorité est bien plus importante que généralement estimé.

Des propriétaires engagés

Il convient également de noter que les propriétaires participent beaucoup plus aux processus politiques que les locataires. Alors que la participation moyenne de la population suisse aux votations fédérales des cinq dernières années était d'environ 49%, 58% des propriétaires ayant le droit de vote se sont rendus aux urnes sur la même période (cf. graphique de droite, page précédente).

La minorité est une majorité dans les urnes

Le taux de logements en propriété plus élevé de l'électorat suisse ainsi que le taux de participation structurellement plus élevé des propriétaires lors des votations a pour conséquence que les propriétaires ont constitué une majorité dans les urnes lors de chaque dimanche de votation fédérale ces cinq dernières années (cf. graphique ci-dessus). La prétendue minorité a donc constitué une nette majorité dans les urnes.

La majorité des cantons est réalisable

Comme l'impôt sur la propriété des résidences secondaires nécessite une modification de la Constitution et qu'un référendum obligatoire doit être organisé sur de tels projets, une majorité des cantons doit se prononcer en faveur de l'abolition de la valeur locative, en plus de l'électorat. La lutte acharnée menée jusqu'à la fin par les conseillers aux Etats contre la forme actuelle de la réforme révèle que la réforme est également controversée dans les cantons. Si l'on considère uniquement le taux de participation de la population ayant le droit de vote dans les cantons, on peut

Gros plan

en déduire que la majorité des cantons sera un obstacle surmontable. Même sans l'effet de la participation structurellement plus élevée, les propriétaires représentent une majorité dans 12 cantons (10 voix des cantons) (cf. graphique page précédente). Eu égard à leur taux de participation plus élevé, les propriétaires devraient même constituer une majorité dans les cantons avec 20,5 voix des cantons.

Divergence élevée dans les deux camps

Les rapports de majorité entre locataires et propriétaires dans les urnes n'est évidemment pas un indicateur significatif. En effet, les deux camps ne rejettent ni ne soutiendront unanimement le projet. Ainsi, comme nous l'avons vu, tous les propriétaires ne profitent pas de la réforme. Les propriétaires ayant un endettement élevé et des logements à rénover pourraient donc s'opposer à la réforme. En outre, on ignore si dans les cantons touristiques, les craintes de pertes fiscales ou de rejet des propriétaires de résidences secondaires, au vu de l'impôt sur les résidences secondaires, ne feront pas voter les propriétaires de logements résidents contre la réforme. A l'inverse, une minorité non négligeable de locataires devrait voter en faveur de l'abolition de la valeur locative. En particulier ceux qui souhaitent devenir un jour propriétaires de leur logement. Car le projet est extrêmement avantageux pour eux en raison de la déduction pour les primo-accédants. Il est donc difficile d'évaluer la position des deux tiers des locataires qui souhaitent devenir un jour propriétaires. A ce point de vue économique, qui prend en compte les intérêts propres des votants, s'ajoutent naturellement des considérations de politique nationale et de préférences politiques. Il va de soi que tous ne voteront pas en fonction de leur propre porte-monnaie. L'issue de la votation sur la 13^e rente AVS a toutefois été un signe clair que, même dans le «cas particulier de la Suisse», les intérêts particuliers de minorités sont aujourd'hui susceptibles de rassembler une majorité dans les urnes.

Peu d'enthousiasme pour le projet

L'analyse des deux objets de votation, où les locataires et les propriétaires avaient des préférences fortement opposées, montre cependant que les propriétaires ne peuvent pas systématiquement s'imposer face aux locataires, malgré leur poids dans les urnes. Le net rejet, en novembre dernier, des

projets de loi favorables aux propriétaires sur la sous-location et la résiliation pour besoin personnel ne peut toutefois pas servir d'exemple pour le projet de valeur locative à venir. Premièrement, les propriétaires ne sont de loin pas tous des bailleurs et n'avaient donc souvent aucun intérêt personnel à l'adoption de ces projets. Et deuxièmement, les deux projets ont été jugés peu pertinents par les locataires, et encore moins par les propriétaires (cf. graphique à la page précédente) et n'ont donc pas réussi à mobiliser les deux camps.

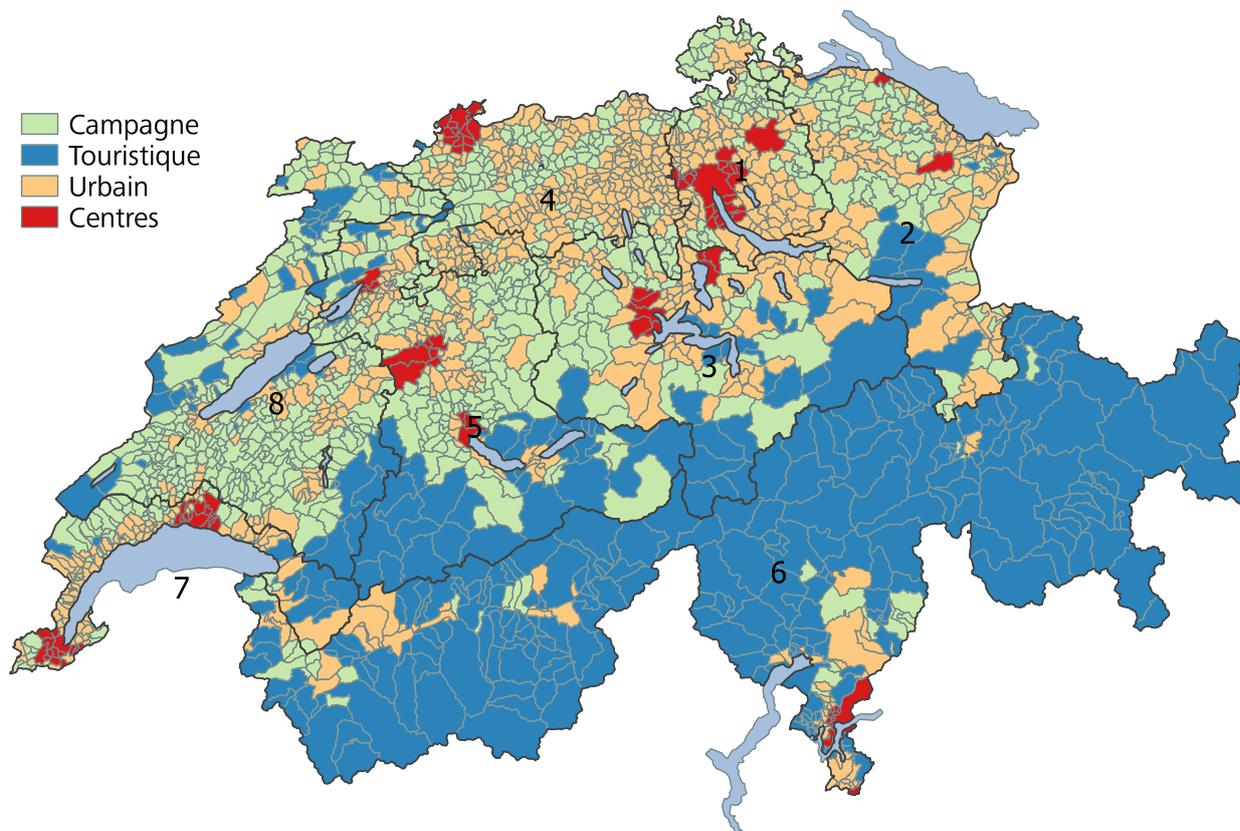
Les propriétaires peuvent s'imposer

Le dernier projet jugé très important par les deux camps et pour lequel les locataires et les bailleurs avaient des intérêts très divergents était la révision de la loi sur le CO₂, bloqué dans les urnes en 2021. Le rejet de ce projet était encore plus important pour les propriétaires que son acceptation par les locataires. Bien entendu, ce projet ne permet pas davantage de prédire l'issue de la votation sur la valeur locative. En effet, les préférences des deux camps n'étaient pas aussi fortement opposées dans le cas du projet sur le CO₂ que dans celui dont il est question aujourd'hui. Mais surtout, lors de la votation sur la politique climatique, les préférences idéologiques ont sans doute joué un rôle bien plus capital que pour un projet fiscal. Le non du peuple à la loi sur le CO₂ illustre toutefois de manière exemplaire que les propriétaires peuvent défendre leurs intérêts lorsqu'un projet est jugé pertinent. Dans le cas de la votation sur la valeur locative, on peut également s'attendre à une mobilisation plus importante des propriétaires que des locataires en raison de leur implication directe. Certes, les locataires sont également concernés, mais beaucoup plus indirectement. Une charge fiscale éventuellement plus élevée à long terme pour compenser les pertes fiscales imminentes, si le niveau des taux d'intérêt reste bas à long terme, mobilisera sans doute beaucoup moins le camp des locataires.

Garantie de haute tension

Les pronostics de votation sont notoirement peu fiables et, en tant qu'économistes, nous ne voulons même pas tenter d'en faire. Notre analyse montre toutefois qu'il y a de bonnes raisons de ne pas enterrer trop tôt le projet de valeur locative, contrairement à ce que disent les médias. Certes, au regard du passé, la valeur locative semble avoir sept vies, et il n'est pas exclu qu'elle fasse ses adieux en 2025.

Types de communes et régions



	Taux de vacance (2024) in %					Permis de construire (2024) en % du portefeuille des logements				
	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.1	0.7	1.3	1.3	1	0.8	0.7	0.9	0.8	0.5
1 Zurich	0.6	0.3	0.9	0.9	-	0.8	0.8	0.8	1.1	-
2 Suisse orientale	1.4	1.9	1.5	1.2	0.6	0.9	0.8	0.9	1	0.5
3 Suisse centrale	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7	1	0.8	1.1	1	0.9
4 Nord-ouest	1.3	0.8	1.6	1	0	1	0.3	1.2	0.9	1.6
5 Berne	1.1	0.7	1.6	1.4	0.8	0.6	0.8	0.5	0.4	0.4
6 Suisse méridionale	1.5	2.9	1.7	1.8	1	0.7	1.1	0.9	1.2	0.5
7 Région du Léman	0.8	0.5	1.1	1.7	1.5	0.6	0.7	0.6	0.4	0.4
8 Suisse occidentale	1.2	0.6	1.2	1.5	1.3	0.6	0.6	0.6	0.8	0.3

	Population (2023) Pop. résidente en perm., total et en %					Revenu imposable (2021) Moyenne, en CHF				
	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	8'962'258	30.2	49.4	14.1	6.3	64'000	69'000	65'000	58'000	52'000
1 Zurich	1'707'934	49.2	44.3	6.5	-	74'000	77'000	72'000	66'000	-
2 Suisse orientale	948'576	10.7	67.7	16.3	5.3	58'000	55'000	59'000	57'000	53'000
3 Suisse centrale	882'138	27	51.3	17.7	3.9	78'000	82'000	83'000	60'000	64'000
4 Nord-ouest	1'501'884	23.5	66.3	10.2	0	64'000	72'000	61'000	61'000	55'000
5 Berne	1'035'041	36.4	37.7	20.5	5.4	56'000	57'000	56'000	52'000	51'000
6 Suisse méridionale	944'899	10.4	47.3	7.5	34.8	53'000	65'000	53'000	51'000	50'000
7 Région du Léman	874'239	55.7	33	7.9	3.4	72'000	64'000	88'000	66'000	64'000
8 Suisse occidentale	1'067'547	19.6	42.9	31.3	6.1	57'000	60'000	58'000	56'000	52'000

Abréviations employées

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

Mentions légales importantes

Ceci n'est pas une offre

Les contenus publiés dans le présent document sont mis à disposition uniquement à titre d'information. Par conséquent, ils ne constituent ni une offre au sens juridique du terme, ni une incitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'instruments de placement. La présente publication ne constitue ni une annonce de cotation ni un prospectus d'émission au sens des articles 652a et 1156 CO. Seul le prospectus de cotation présente les conditions intégrales déterminantes et le détail des risques inhérents à ces produits. En raison de restrictions légales en vigueur dans certains Etats, les présentes informations ne sont pas destinées aux ressortissants ou aux résidents d'un Etat dans lequel la distribution des produits décrits dans la présente publication est limitée. Cette publication n'est pas destinée à fournir au lecteur un conseil en placement ni à l'aider à prendre ses décisions de placement. Des investissements dans les placements décrits ici ne devraient avoir lieu que suite à un conseil approprié à la clientèle et/ou à l'examen minutieux des prospectus de vente contraignants. Toute décision prise sur la base de la présente publication l'est au seul risque de l'investisseur.

Exclusion de responsabilité

Raiffeisen Suisse société coopérative fait tout ce qui est en son pouvoir pour garantir la fiabilité des données présentées. Cependant, Raiffeisen Suisse société coopérative ne garantit pas l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations divulguées dans la présente publication. Raiffeisen Suisse société coopérative décline toute responsabilité pour les pertes ou dommages éventuels (directs, indirects et consécutifs) qui seraient causés par la diffusion de cette publication ou de son contenu, ou liés à cette diffusion. Elle ne peut notamment être tenue pour responsable des pertes résultant des risques inhérents aux marchés financiers.

Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière

Cette publication n'est pas le résultat d'une analyse financière. Par conséquent, les «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB) ne s'appliquent pas à cette publication.