



Raiffeisen La Chaux-de-Fonds

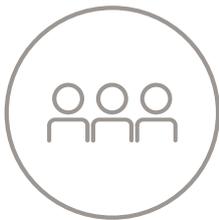
Immobilier Suisse – 4T 2024

La propriété du logement: mieux qu'un placement en bourse?



Editeur: Raiffeisen Schweiz Genossenschaft

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



Auteurs

Michel Fleury
Francis Schwartz
Alexander Koch

economic-research@raiffeisen.ch

Clôture de la rédaction

31.10.2024

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	14
Surfaces de bureau	16



Gros plan

La propriété du logement: mieux qu'un placement en bourse ?	18
---	----



Annexe

Types de communes et régions	27
Abréviations utilisées	28

Chères lectrices et chers lecteurs

«Time in the market» est la recette du succès en matière d'investissement. Le principe fondamental exige de conserver l'investissement sur une longue période au lieu d'essayer de trouver le moment idéal pour acheter et vendre. Cette stratégie repose sur le constat que les prix sur les marchés financiers tendent à augmenter sur le long terme, malgré les variations à court terme et les corrections. Les données historiques montrent que les investisseurs qui suivent ce principe obtiennent de meilleurs rendements que ceux qui tentent de temporiser le marché.

Qui investit tôt son patrimoine, conserve son investissement avec une discipline de fer et suit sa stratégie à la lettre, sera récompensé par d'excellents rendements. Or, les obstacles psychologiques tels que la peur de l'abandon ou de rater une opportunité, l'avidité mais aussi l'instinct grégaire empêchent souvent d'adopter une attitude optimale, entraînent des décisions irrationnelles et génèrent de piètres rendements.

Or, qui devient propriétaire se soumet automatiquement aux règles d'or d'un placement dont il est difficile de se désengager. En effet, d'une part, le bien d'investissement est occupé, d'autre part, le processus de cession est long et complexe. En d'autres termes, le bien immobilier présente l'avantage de contraindre son occupant d'attendre la fin de la crise et évite par conséquent les comportements émotionnels préjudiciables au succès sur le long terme. Comme l'achat d'un bien exige par ailleurs un investissement élevé, la plupart des propriétaires adoptent une approche «all in» et investissent toutes leurs économies pour réaliser leur rêve. En effet, la plupart des ménages sont bien moins réticents à engager une grande partie du patrimoine dans la propriété qu'à investir sur les marchés financiers. Ainsi, les propriétaires s'engagent avec constance et avec une part élevée de leur patrimoine. Notre gros plan montre que cela porte de beaux fruits à long terme. Depuis 1988 et malgré la crise immobilière des années 90, le rendement obtenu n'a rien à envier à celui d'un pur portefeuille d'actions suisses, il le dépasse même si l'on tient compte des risques encourus.

Nous percevons des opportunités de rendement similaires pour l'avenir. Je recommande donc aux futurs propriétaires qui, en l'absence de correction des prix, hésitent à se lancer sur le marché de l'immobilier résidentiel, de jeter un œil au chapitre consacré à ce sujet.

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

Fredy Hasenmaile
Economiste en chef Raiffeisen Suisse

Conditions-cadre économiques: évolution modérée

La faiblesse prolongée de la conjoncture européenne freine également la croissance en Suisse. Notamment la stagnation de l'économie allemande explique la faible demande de biens d'investissement en Suisse. Le vent contraire pour les exportateurs vient en outre du franc fort. Une nette augmentation des salaires réels devrait toutefois progressivement redonner un peu de souffle à la consommation. L'environnement des prix est détendu depuis longtemps en raison du franc fort, des augmentations modérées des salaires et de l'inflation des loyers qui a dépassé son point culminant. Le taux d'inflation annuel devrait donc passer nettement sous le seuil de 1% en 2025. Comme la Banque nationale estime en outre que les risques de baisse de l'inflation sont plus élevés que les risques de hausse, les trois baisses du taux directeur intervenues jusqu'à présent devraient être suivies d'autres, ce qui accroîtra encore l'attractivité des hypothèques SARON. En revanche, les conditions des hypothèques à taux fixe anticipent déjà deux nouvelles baisses de taux de la BNS. En l'absence d'une détérioration dramatique de l'environnement conjoncturel global et de baisses d'urgence des taux par les grandes banques centrales, les taux d'intérêt à long terme en CHF ne devraient plus beaucoup baisser et les coûts des hypothèques à taux fixe donc évoluer latéralement (pages 8 et ss.).

Marché locatif: effets d'évitement sensibles des locataires

Au troisième trimestre de cette année, tous les indicateurs de marché courants témoignent d'une pénurie de logements qui s'accroît sur le marché de la location. Le recul du nombre de logements vacants s'est produit dans toutes les grandes régions et dans tous les segments majeurs, à l'exception de Zurich. En ce qui concerne les types de communes, ces dernières années, les plus forts reculs des vacances n'ont pas été enregistrés dans les centres, mais dans les communes urbaines, rurales et touristiques, en raison du comportement d'évitement des locataires. Les autres communes ont ainsi rattrapé leur retard sur les villes en matière de pénurie de logements. Même si tous les indicateurs montrent que la pénurie se poursuit, la dynamique s'est récemment affaiblie. Du côté de la demande, les nouveaux réfugiés ne jouent plus qu'un rôle mineur et la migration professionnelle s'est également un peu infléchie. De plus, la tendance à la réduction de la taille des ménages s'est enrayée en raison de la pénurie accrue et des fortes hausses de prix. Les logements sont à nouveau plus souvent partagés, ce qui allège quelque peu la demande. Il ne faut toutefois pas espérer un retournement de tendance. En raison de l'activité de construction toujours relativement faible, la demande continuera de dépasser clairement l'offre dans un futur proche (pages 14 et ss.).

Marché de la propriété: temporairement plus de choix

Contrairement au marché de la location, le nombre de biens en propriété vacants a progressé de 10% cette année par rapport à 2023, alors qu'il avait déjà augmenté en 2022. Cette hausse des vacances s'observe presque partout et semble être quasiment indépendante des caractéristiques spécifiques des biens. Ces signes de détente sont une conséquence directe de la hausse brutale des taux hypothécaires à partir de fin 2021. Avec la forte hausse des coûts de financement, la propriété a temporairement perdu l'un de ses principaux arguments d'achat par rapport à la location, ce qui explique l'effondrement de la demande. De plus, il y avait une grande incertitude quant au risque de chute des prix, ce qui a incité les acheteurs à faire preuve de retenue et certains propriétaires à vendre. Ces deux facteurs ont entraîné une nette augmentation du nombre de biens à vendre depuis début 2022. Mais entre-temps, le vent a tourné sur le front des taux d'intérêt et la propriété a de nouveau fortement gagné en attractivité. Avec le retour de l'avantage des frais de logement, la demande augmente à nouveau fortement. Tout porte donc à croire que la dynamique des prix, qui s'est sensiblement ralentie ces derniers temps, va bientôt s'accélérer à nouveau (pages 11 et ss.).

Gros plan: la propriété du logement vaut-elle mieux qu'un placement en bourse?

Bien que les frais de logement courants ne soient pas nécessairement plus bas à long terme dans un logement en propriété que dans un logement en location, la plupart des propriétaires se sont enrichis au fil du temps. En effet, la propriété n'est pas seulement un bien de consommation, c'est aussi un bien d'investissement lucratif, ce qui explique aussi sa grande popularité. En revanche, en termes de flexibilité et de frais administratifs, elle est clairement moins bien placée que la location. En revanche, elle offre un sentiment de sécurité, de l'épanouissement personnel, du statut et bien sûr un rendement. Toutefois, il n'est pas inutile de calculer si l'achat vaut la peine d'un point de vue purement financier ou s'il vaut mieux placer ses économies sur les marchés financiers et rester locataire. La question est d'actualité car, vu le prix élevé des logements, de nombreux acheteurs potentiels doutent que la propriété leur procure à l'avenir un rendement élevé des capitaux propres, en plus d'une forte utilité directe. Pour une comparaison équitable, il faut tenir compte de certaines particularités. Par exemple, le renchérissement de la construction doit être pris en compte dans l'évaluation de l'âge du bien immobilier. En outre, la valeur locative représente une charge pour les propriétaires dans le contexte actuel de taux d'intérêt bas, bien qu'elle ne représente en moyenne que 63% du loyer du marché. Enfin, les propriétaires immobiliers puissent faire valoir environ 30% de déductions supplémentaires par rapport aux dépenses réelles grâce à la liberté de choix en matière de déduction fiscale pour l'entretien. Mais tous ces avantages sont annulés par l'impôt sur les gains immobiliers.

Si l'on tient compte de tous ces facteurs, on obtient depuis 1988 un rendement moyen des fonds propres de 7,2% pour les logements en propriété, ce qui n'est que légèrement inférieur au rendement d'un pur portefeuille d'actions suisses pour la même période. Des hypothèses réalistes permettent de prédire des rendements similaires à l'avenir. Dans une perspective à long terme, la propriété du logement est donc pratiquement équivalente au placement en bourse, d'autant plus que le rendement immobilier affiche une volatilité moindre. Mais le plus grand avantage de la propriété réside sans doute dans le fait que son illiquidité oblige les propriétaires à rester constamment investis et à résister aux périodes de crise. Les propriétaires maximisent ainsi, consciemment ou non, le «time in the market», ce qui leur permet d'obtenir un rendement très correct (pages 18 et ss.).

Surfaces de vente: retour de la stabilité mais poursuite de l'érosion des loyers

Depuis la fin de la pandémie, les ventes du commerce de détail sont de nouveau en berne avec le retour de stagnation. Le commerce en ligne doit lui aussi faire face à un chiffre d'affaires stagnant après l'embellie de ces dernières années due à la pandémie. S'il avait continué à croître à partir de 2020 à un rythme similaire à celui d'avant, on se situerait aujourd'hui tout juste au-dessus des niveaux effectifs. La pandémie n'a donc pas accéléré le changement structurel du commerce de détail, mais a plutôt anticipé son évolution de quelques années. Pour les détaillants stationnaires classiques, la pression exercée par les parts de marché croissantes du commerce en ligne n'a pas augmenté depuis la pandémie. Cela se reflète dans le fait que l'offre de surfaces proposées correspond à peu près au niveau atteint au début de la pandémie. Cette stabilité est soutenue par la faible activité de construction de nouvelles surfaces de vente au détail. Contrairement à l'économie globale, le commerce de détail ne présente guère de signes d'effets de rattrapage majeurs du nombre d'insolvabilités maintenues artificiellement à un bas niveau pendant la pandémie. Au contraire, l'activité de création d'entreprises dans le commerce de détail, où les barrières à l'entrée sont plutôt basses, reste élevée. De plus, ces dernières années, les acteurs potentiels étrangers à la branche ont gagné en importance, même s'ils sont moins solvables. Par conséquent, le marché des surfaces de vente ne connaît plus de fluctuations. La croissance légèrement négative des loyers devrait toutefois se maintenir à l'avenir (voir pages 16 et ss.).

Aperçu du marché

Demande



Population: sur les huit derniers mois de cette année, le solde migratoire international de la population étrangère résidant en Suisse était inférieur d'environ 15% à celui de la même période l'année précédente. Après une année 2023 record, la dynamique migratoire reste donc élevée.



PIB: Nous n'attendons qu'une amélioration limitée de la dynamique de croissance d'ici l'année prochaine. En 2024, le PIB suisse devrait croître de 1,1% en données corrigées des événements sportifs. Pour 2025, nous prévoyons un taux de croissance de 1,3%.



Revenu: Alors qu'ailleurs, les effets de rattrapage sur les salaires renforcent à nouveau nettement le pouvoir d'achat, voire réduisent les pertes des années précédentes, la Suisse affiche une évolution plus modérée des salaires. Avec la baisse simultanée de la croissance de l'emploi, les impulsions pour la consommation restent limitées.



Environnement de financement: La nouvelle baisse des taux d'intérêt va à nouveau stimuler la demande de logements en propriété. En effet, les frais de logement courants dans un logement en propriété sont déjà sensiblement moins élevés que dans un logement en location.



Placements: Avec la baisse des taux d'intérêt, l'attractivité relative des biens de rendement a de nouveau progressé. La forte dynamique des loyers fait que les biens de placement devraient de nouveau davantage attirer les capitaux.

Offre



Activité de construction: Il n'y a toujours quasiment pas de signes de construction de davantage de logements. Ainsi, l'offre de logements ne pourra à l'avenir pas répondre à la demande d'espace de vie.



Vacances: Le taux d'offre des logements locatifs continue de baisser à faible niveau. Seul le fait qu'à l'heure actuelle, légèrement plus de propriétaires proposent leur bien à la vente a empêché un plus fort recul des vacances en septembre.

Perspectives de prix



Propriété: La baisse des taux d'intérêt va relancer la demande de logements en propriété. Actuellement, il y a certes un nombre relativement élevé de biens à vendre. Mais la majorité de cette offre provient du parc immobilier existant et sera bientôt épuisée. Nous devrions donc déjà avoir dépassé le plus bas de la dynamique des prix.



Loyers: En raison de la récente baisse des taux, le taux d'intérêt hypothécaire de référence devrait à nouveau fléchir en décembre, ce qui entraînera une certaine détente à court terme pour les loyers existants. En revanche, les loyers de l'offre continuent d'augmenter fortement en raison de la pénurie accrue de logements.

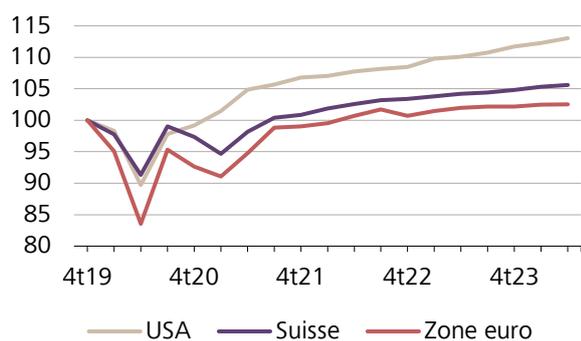
Conditions-cadre économiques

L'affaiblissement conjoncturel prolongé marquant la zone euro et particulièrement l'Allemagne freine également la croissance en Suisse. L'envolée des salaires réels devrait toutefois progressivement donner un peu plus d'élan à la consommation. La pression sur les prix a encore diminué dans un contexte de croissance plus faible et de franc fort, ce qui fait passer l'inflation sous le seuil de 1%.



Consommation privée

Indice, 4T19 = 100, corrigé de l'inflation

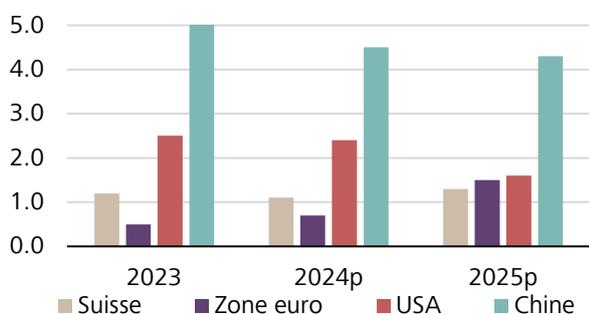


Sources: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



Prévisions du PIB de Raiffeisen

Réel, en % par rapport à l'année précédente

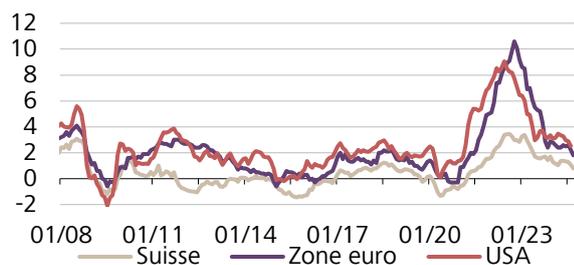


Sources: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



Prix à la consommation

En % par rapport à l'année précédente



Sources: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

L'environnement de croissance mondial est contrasté. La plus grande économie de la planète en reste le moteur. La conjoncture américaine reste étonnamment résistante, grâce à la solidité de la consommation privée. Pour l'instant, on ne parle pas de récession car le ralentissement de la croissance de l'emploi est compensé par la plus forte hausse des salaires réels.

En revanche, en Chine, les consommateurs ont le moral en berne. La crise immobilière toujours active ainsi que la mise au pas politique du secteur privé brident la demande intérieure. Cette situation est en partie masquée par les exportations fortement encouragées par l'État. Cependant, les surcapacités croissantes, renforcées par l'augmentation constante des restrictions commerciales, pèsent également sur la dynamique industrielle.

La faiblesse de la demande intérieure et l'orientation accrue de la Chine à l'exportation font souffler un vent contraire sur l'industrie européenne, retardant les espoirs de reprise. Tout particulièrement la stagnation de l'économie allemande freine la demande de biens d'investissement en Suisse, tandis que les exportateurs sont lésés par le franc fort. En même temps, la nette baisse de l'inflation améliore sensiblement le pouvoir d'achat. Ainsi, la consommation devrait progressivement contribuer à nouveau à davantage de croissance.

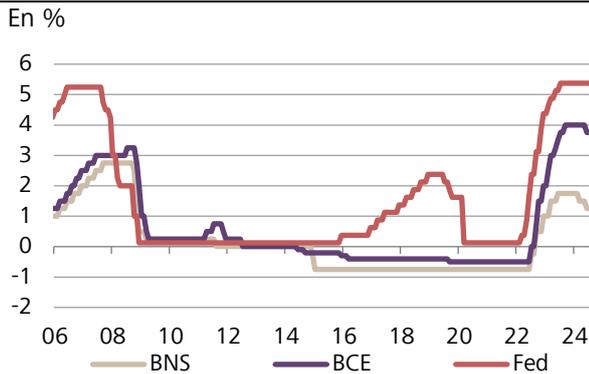
Dans la zone euro, la normalisation de l'inflation sous-jacente est à la traîne, notamment par l'effet de rattrapage sur les salaires. En revanche, l'environnement des prix en Suisse s'est détendu depuis un certain temps déjà, notamment suite à l'affaiblissement de la hausse des salaires. De plus, la contribution des hausses des taux d'intérêt de référence à l'inflation des loyers a désormais atteint son pic. Quant aux biens non énergétiques, l'effet modérateur de la vigueur persistante du franc se prolonge. Enfin, la baisse des tarifs de l'électricité freinera également l'inflation l'année prochaine. Le taux d'inflation annuel devrait ainsi chuter nettement sous le seuil de 1%.

Marché hypothécaire

La Fed a enfin commencé à normaliser ses taux. La BCE a accéléré le rythme de ses baisses, contribuant ainsi au renforcement du franc et à infléchir la pression sur les prix en Suisse. La BNS estime donc qu'un taux directeur inférieur à 1% est probable. Cela se traduit déjà par une nouvelle baisse des taux d'intérêt hypothécaires à long terme.



Taux directeurs de la banque centrale

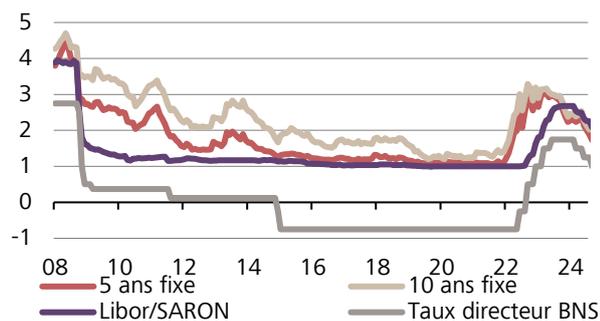


Rendement des obligations d'État à 10 ans



Taux hypothécaires

Taux d'intérêts pour les activités nouvelles, en %



Lors de sa réunion trimestrielle de septembre, la Banque nationale suisse (BNS) a, conformément aux attentes, abaissé son taux directeur pour la troisième fois consécutive de 0,25 point de pourcentage à 1,0% en justifiant cette décision par la nouvelle baisse de la pression inflationniste. L'appréciation du franc suisse ces derniers mois freine notamment l'évolution des prix de sorte qu'à moyen terme, on table sur un taux d'inflation nettement inférieur à 1%.

De plus, comme la banque centrale estime que les risques de baisse de l'inflation dépassent les risques de hausse, elle estime que de nouvelles baisses pourraient être nécessaires. Son nouveau président, Martin Schlegel, a même estimé probable un nouvel assouplissement de la politique monétaire, une déclaration très forte.

Certes, de nouvelles baisses ne sont pas gravées dans le marbre. Une dépréciation sensible du franc pourrait rapidement réduire les besoins. Mais l'incertitude accrue quant aux perspectives conjoncturelles et au rythme du cycle de baisse des taux de la Fed et de la BCE plaide plutôt en faveur d'une force persistante du franc et d'au moins une nouvelle baisse des taux en décembre.

Avant la dernière baisse des taux de la BNS, les marchés des avaient déjà anticipé un taux directeur final de 0,5% à l'horizon annuel. En amont, les taux d'intérêt à plus long terme ont donc déjà nettement baissé. Les conditions pour les hypothèques à taux fixe intègrent donc déjà deux nouvelles hausses de taux de la BNS.

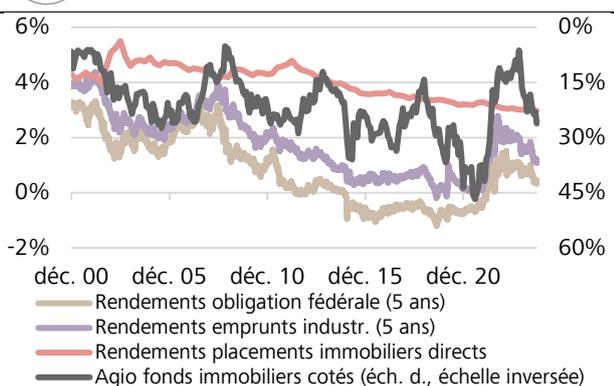
Sauf détérioration drastique de l'environnement de la croissance mondiale et de baisses d'urgence des taux d'intérêt par les grandes banques centrales, les taux d'intérêt à long terme en CHF ne devraient plus beaucoup baisser. Pendant ce temps, les taux hypothécaires SARON, qui sont encore plus élevés, continueront à être abaissés lors des prochaines réunions de la BNS.

Placements immobiliers

Au cours des trois dernières années, les fonds immobiliers cotés n'ont pas rapporté d'argent. Mais avec le revirement des taux d'intérêt, l'investissement immobilier connaît un regain de popularité. La perspective de taux d'intérêt durablement bas et d'un potentiel de revenus locatifs élevé attire de nouveau davantage d'investisseurs.



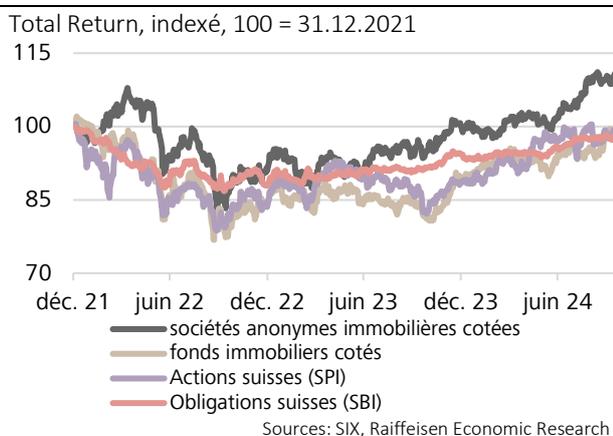
Rendements et agios



Sources: IAZI, SFP, BNS, Raiffeisen Economic Research



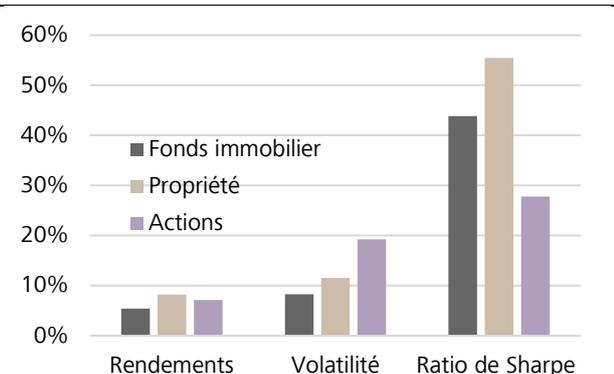
Comparaison des performances



Sources: SIX, Raiffeisen Economic Research



Rendements de risque de profil depuis 1998



Sources: OFS, SIX, BNS, SRED, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

L'investissement immobilier connaît un regain d'attractivité avec la récente baisse sensible des taux d'intérêts et la perspective de juteux revenus locatifs. Même si les rendements de distribution des biens de rendement continuent de reculer en raison de la hausse des prix du marché, ils sont à nouveau bien supérieurs au rendement des obligations à taux fixe et ce après l'effondrement du rendement excédentaire de ces titres dans la foulée de la hausse des taux d'intérêt (voir graphique). Cet attrait retrouvé se reflète également dans les cours des fonds immobiliers cotés. Leurs agios, c'est-à-dire la prime payée en bourse par rapport à la valeur nette d'inventaire, se sont fortement redressés suite à la baisse des taux d'intérêts. Fin septembre, les agios des fonds immobiliers cotés s'élevaient à nouveau à 26%, soit bien plus que la moyenne à long terme de 21%. Fin 2023, la valeur était encore d'environ 6%, proche du plus bas historique depuis l'an 2000.

Actions, obligations, immobilier?

Alors que la crise inflationniste est probablement surmontée, une première conclusion peut être tirée sur la classe d'actifs qui a le mieux résisté aux bouleversements du marché liés aux complications de réouverture après la pandémie et à la crise énergétique résultant de la guerre en Ukraine. Qu'il s'agisse de fonds d'actions, de fonds d'obligations ou de fonds immobiliers, toutes ces classes d'actifs n'ont permis ni de gagner ni de perdre de l'argent en termes nominaux depuis le 31.12.2021 avec un portefeuille largement diversifié (voir graphique). Les actions immobilières ont tout de même généré un rendement total positif de 8,7%.

Une classe de placement les bat tous

Or, ceux qui s'en sortent le mieux durant cette période de crise ne sont pas les boursicoteurs, mais ceux qui ont acheté un logement. Aujourd'hui, ces derniers ont 27,2% de fonds propres de plus qu'au moment de l'achat il y a trois ans. Même selon un calcul de risque/rendement à long terme, la propriété bat largement les actions et les fonds immobiliers. Depuis 1995, année du lancement de l'indice des fonds immobiliers, le ratio de Sharpe d'un investissement dans son propre logement est nettement supérieur à celui des deux autres classes d'actifs. De plus amples informations sur la propriété du logement en tant que classe d'actifs figurent dans le chapitre «Gros plan» de cette publication.

Propriété

Les vacances augmentent de nouveau sur le marché de la propriété, en réaction directe au fort ralentissement du marché suite à la hausse des taux d'intérêts à partir de 2022. Depuis, la propriété est nettement plus attrayante grâce au recul des coûts de financement et aux perspectives de baisses des taux. Le marché de l'immobilier sera donc à nouveau plus tendu.

Début septembre, les observateurs du marché immobilier rongent toujours leur frein. En effet, l'un des principaux indicateurs du marché immobilier local est alors publié par l'Office fédéral de la statistique (OFS): le recensement officiel des logements vacants. Si sa pertinence est régulièrement critiquée, cet indicateur apporte l'une des rares analyses complètes et régulières du marché suisse du logement. Il livre des indices majeurs sur l'état de ce marché, tant à échelle nationale que locale et joue donc un rôle capital dans le débat public: à tel point que des interventions régulatrices du marché local sont liées à certaines valeurs seuils du taux de vacance dont la publication fait inévitablement la une.

Ralentissement de la baisse des vacances

Cette année aussi, la publication était attendue avec impatience, car la pénurie croissante frappant de plus en plus de régions, prédisait un recul important. Or, le taux de vacance est ressorti à 1,08%, soit 51 974 biens vacants (cf. graphique de gauche), ce qui est conforme aux attentes avec un recul de 0,07 point de pourcentage par rapport à 2023, et une baisse de 2,6% (-2'794) du nombre de vacances. Il est étonnant qu'il n'ait pas diminué davantage étant donné les signaux de pénurie émis par de nombreuses régions.

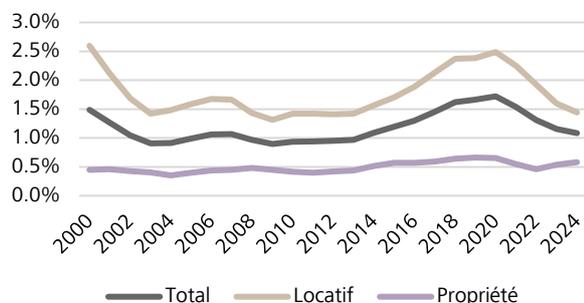
Nouvelle hausse des vacances de la propriété

Ce recul plus faible s'explique notamment par les grandes divergences actuelles des situations de l'offre sur le marché des logements en propriété et sur celui des logements locatifs. Aujourd'hui, seul le marché du logement locatif est frappé par l'accentuation des phénomènes de pénurie. Sur le marché des logements en propriété, la pénurie s'est légèrement détendue suite à la hausse des taux d'intérêt à partir de 2022. Comme en 2023, le taux de vacance a augmenté dans toute la Suisse à la date de référence de l'enquête sur les logements vacants, le 01.06.2024. Avec un total de 11'511 biens vacants, l'augmentation s'élève presque à 10%. L'évolution des vacances sur le marché des maisons va donc à l'encontre de la tendance générale observée sur le marché des logements locatifs. Il convient toutefois de noter que, dans l'absolu, le nombre de vacances sur le marché suisse de la propriété reste faible. Sur l'ensemble des logements en propriété à usage personnel, seul 0,58% des maisons individuelles (MI) et des appartements en propriété par étage (PPE) étaient inoccupés cette année. Sur le marché de la location, le taux de vacance est nettement plus élevé (environ 1,44%).



Taux de vacance

Logements vacants en % de l'inventaire de logements, total et selon les segments

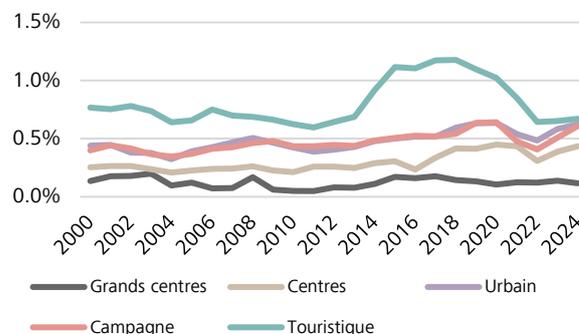


Sources: OFS, Raiffeisen Economic Research



Propriétés vacantes

Taux de vacance de la propriété selon le type de commune, en %



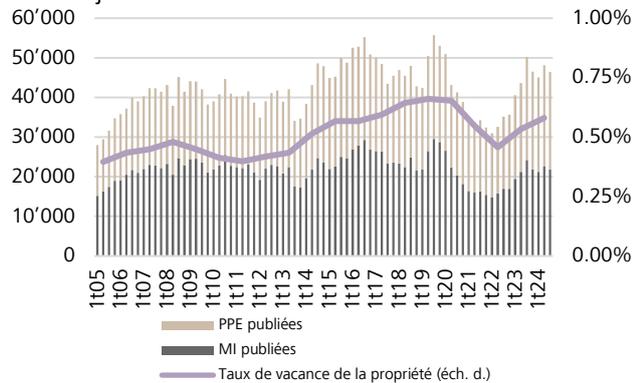
Sources: OFS, Raiffeisen Economic Research

Segments de marché



Offre

Nombre de biens publiés à la vente par segment le dernier jour du trimestre et taux de vacance des biens

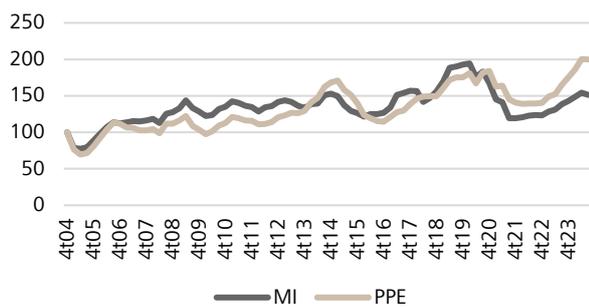


Sources: OFS, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research



Nouvelles publications

Nombre de MI et de PPE publiées pour la vente par trimestre, indexé 100 = 4t04

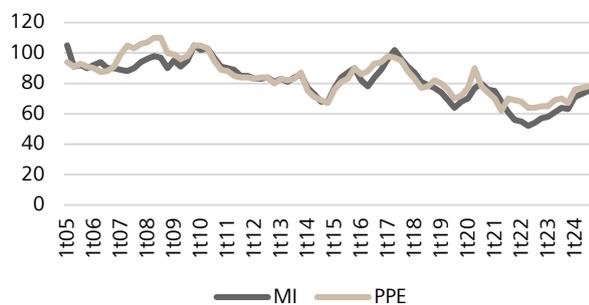


Sources: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research



Durée de commercialisation

Durée de publication d'une annonce de vente sur Internet, médiane en jours



Sources: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

La ventilation de l'évolution du taux de vacance des logements en propriété par type de commune (voir graphique à droite), révèle une hausse quasiment partout. Seules les plus grandes villes suisses (Bâle, Berne, Genève, Lausanne et Zurich) n'enregistrent pas de nouvelle hausse des vacances en 2024. De même, des différences mineures s'observent entre les caractéristiques spécifiques des biens, comme la taille ou le type de logement. Force est de constater que logements en propriété, indépendamment de leurs caractéristiques, sont un peu plus souvent vacants ces derniers temps.

Plus d'offres qui restent plus longtemps sur le marché

Ces conclusions coïncident également avec d'autres indicateurs du marché. Ainsi, le nombre de maisons MI et de PPE mis en vente à la fin de chaque trimestre a nettement augmenté depuis le plus bas début 2022. Les portails en ligne proposent aujourd'hui dans les deux segments de la propriété du logement un nombre de biens à vendre comparable à celui avant la pandémie et la ruée vers la propriété qui l'a accompagnée (voir graphique du haut). Deux facteurs expliquent cette augmentation de l'offre disponible. D'une part, le nombre de nouveaux biens proposés a sensiblement augmenté (voir graphique du milieu). Le nombre de nouvelles annonces concernant les PPE publiées sur Internet début 2024 n'a jamais été aussi élevé. Par rapport au point bas temporaire de 2022, la hausse était de près de 44%, et de 25% pour les MI. En parallèle, les biens mis en vente mettent à nouveau beaucoup plus de temps pour trouver un acheteur (voir graphique du bas). Alors qu'à l'apogée du boom de l'accession à la propriété induit par la pandémie, à la mi-2022, il ne fallait que 52 jours pour qu'une MI trouve preneur, ce délai est aujourd'hui de 75 jours. Pour la PPE, la durée de commercialisation s'est allongée de 64 à 78 jours sur la même période. Le nombre croissant de biens en vente conjugué à la nette hausse de la durée de commercialisation a entraîné une augmentation sensible de l'offre. Les acheteurs ont donc de nouveau plus de biens potentiels à leur disposition. Et ces biens sont aussi un peu plus souvent vacants dans le relevé officiel de l'OFS.

Marché de la propriété sensible aux taux

Les signes de détente évoqués découlent directement de la hausse brutale des taux hypothécaires dès fin 2021. Avec l'envolée des coûts de financement, la propriété a temporairement perdu un de ses principaux arguments d'achat par rapport à la location (cf. graphique à gauche).

Segments de marché

De plus, les acheteurs se demandaient s'il n'en résulterait pas une baisse des prix. Il en a résulté une chute de la demande de logements en propriété (cf. graphique de droite), entraînant une nette augmentation des délais de commercialisation des PPE et des MI, car tous les biens ne se vendent plus en un temps record. De même, l'augmentation du nombre de nouveaux biens mis sur le marché s'explique principalement par le niveau plus élevé des taux d'intérêts. Compte tenu du ralentissement de la construction dans le segment des MI ces dernières années, cette augmentation de l'offre trouve principalement son origine dans l'inventaire. Les MI et PPE supplémentaires mis sur le marché récemment ont sans doute été proposés en majorité pour des raisons de coûts liées aux taux d'intérêt. Ainsi, la vente d'un bien dont on ne souhaite plus supporter la charge d'intérêt plus élevée semble tout à fait raisonnable au vu des prix élevés et toujours en hausse. En outre, divers investissements « buy-to-let » réalisés pendant la phase de taux bas ne devraient plus être rentables après la hausse des taux.

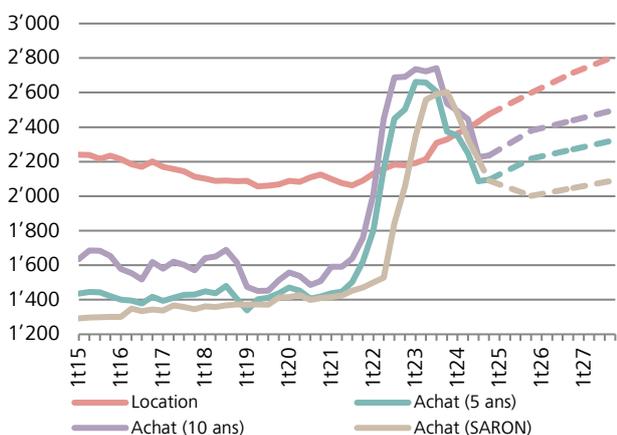
Le fin du refroidissement se dessine

Entre-temps, le vent a de nouveau tourné sur le front des taux d'intérêt. Grâce aux trois baisses des taux directeurs effectuées cette année et aux signaux relativement clairs annonçant d'autres baisses, la propriété connaît actuellement un regain d'attractivité. En effet, au plus tard depuis la dernière baisse des taux d'intérêt par la BNS en septembre, l'avantage en termes de frais de logement de l'achat typique d'un logement par rapport à une location a augmenté avec toutes les formes de financement courantes. Actuellement, il se situe entre 10% et 16% selon la durée de l'hypothèque (cf. graphique de gauche).



Comparaison des frais de logement: location et achat

Coûts mensuels en CHF avec logements comparables et différents produits hypothécaires



Sources: Meta-Sys, SNB, SRED, Raiffeisen Economic Research

Actuellement, il se situe entre 10% et 16% selon la durée de l'hypothèque (cf. graphique de gauche), ce qui entraîne une forte hausse de la demande de logements en propriété. Ainsi, les portails en ligne spécialisés recensent 21% d'abonnements en plus pour la recherche de MI et 22% d'abonnements en plus pour les PPE par rapport aux plus bas d'il y a environ un an (cf. graphique de droite). Mais côté offre aussi, les signes indiquant la fin prochaine de la phase de détente actuelle se multiplient. Ainsi, au cours des derniers trimestres, le nombre de biens mis en vente sur les portails en ligne s'est stabilisé à des niveaux légèrement supérieurs. Quant aux nouveaux biens mis sur le marché, on observe actuellement les premiers signes timides d'un renversement de tendance.

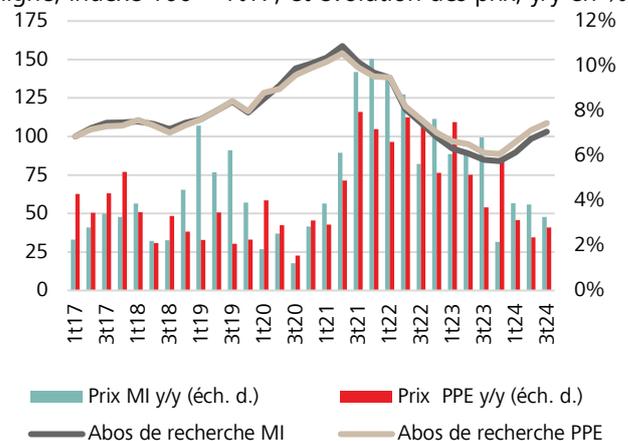
Tensions sur le marché à l'horizon

Avec les bonnes perspectives de nouvelles baisses des taux d'intérêt et une évolution toujours extrêmement dynamique des loyers, l'attractivité de la propriété du logement devrait encore augmenter dans les mois à venir. Sur la base de nos prévisions en matière de taux d'intérêt, il pourrait bientôt être possible d'économiser jusqu'à 25% sur les frais de logement en devenant propriétaire. Il y a donc fort à parier que la demande de logements en propriété augmentera encore nettement, que beaucoup moins de logements existants seront mis sur le marché qui se vendront bientôt plus rapidement. L'évolution des prix ne sera pas sans conséquence sur une demande croissante face à une offre qui se raréfie. Tout porte à croire que la dynamique des prix, qui s'était sensiblement ralentie ces derniers temps, va bientôt de nouveau accélérer.



Demande et prix

Nombre d'abos de recherche sur les plates-formes en ligne, indexé 100 = 1t17, et évolution des prix, y/y en %



Sources: Reamatch360, SRED, Raiffeisen Economic Research

Locatif

La baisse des taux de vacance, la diminution de l'offre et la poursuite de la hausse rapide des loyers proposés témoignent de l'aggravation de la pénurie sur le marché suisse du logement locatif. Grâce à une pression de la demande un peu moins forte, la dynamique s'est toutefois légèrement affaiblie récemment. Mais cela ne suffira pas pour faire beaucoup plus qu'atténuer les symptômes d'une pénurie qui continue de s'étendre.

Rien de nouveau sur le marché du logement locatif - au troisième trimestre 2024, tous les indicateurs usuels témoignent d'une pénurie qui s'accroît. Ainsi, le recensement officiel a récemment fait état d'un nouveau recul du nombre de logements vacants. Comme nous l'avons déjà évoqué dans le chapitre consacré à la propriété, l'offre plus liquide sur le marché de la propriété masque quelque peu la pénurie croissante sur le marché du logement locatif. Le taux de vacance total de 1,15% en 2023 à 1,08% (- 0,07 point de pourcentage) en 2024 n'affiche même pas la moitié du recul de celui du taux de vacance sur le marché locatif (voir le premier graphique du chapitre sur la propriété). Au 01.06.2024, 1,44% des logements locatifs suisses étaient vacants, contre 1,60% en 2023 (-0,16 point de pourcentage).

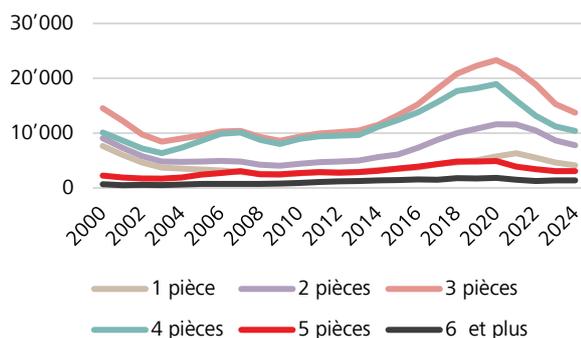
Pénurie croissante dans tous les segments

Le recul des vacances a affecté tous les segments (cf. graphique du bas). Même si en termes absolus, le recul semble le plus marqué pour les logements de taille moyenne, en termes relatifs, les taux de vacance ont connu une baisse similaire dans les autres segments. Quant à l'âge du logement, des observations similaires peuvent être faites, les taux de vacance diminuant un peu plus rapidement dans le segment des logements neufs que dans celui des plus anciens. Sans surprise, en période de pénurie croissante, tous les logements se louent plus facilement, indépendamment de leurs caractéristiques spécifiques.



Logements locatifs vacants

Appartements en location vides selon le nombre de pièces, resp. au 1^{er} juin



Sources: OFS, Raiffeisen Economic Research

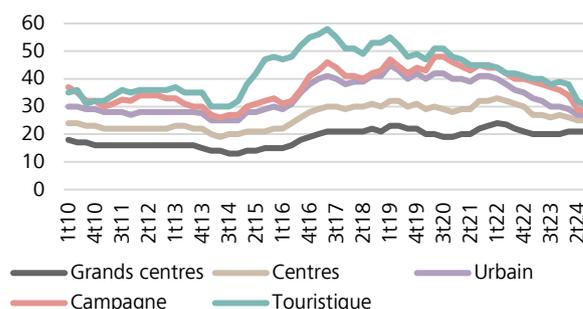
Effets d'évitement perceptibles

L'évolution du marché selon les différents types de communes mérite une attention particulière. En effet, elle traduit actuellement de forts effets d'évitement des locataires, qui s'éloignent des centres pour aller vers des régions plus périphériques. Ainsi, ces dernières années les plus fortes baisses du nombre de vacances ont été enregistrées dans les communes urbaines, rurales et touristiques. Dans les centres, la situation s'est certes également tendue, mais les marchés du logement des grandes villes affichent un taux de vacance structurellement bas, ce qui limite le potentiel de nouveaux reculs. Ces derniers trimestres, les autres communes ont fortement rattrapé leur retard sur les villes en matière de pénurie de logements. Il suffit de jeter un œil à la durée moyenne d'annonce d'un logement à louer dans les différents types de communes (cf. graphique de droite). Ainsi, il y a deux ans, il fallait en moyenne 45 jours pour qu'une location trouve preneur dans les communes rurales et touristiques. Au dernier trimestre, ce délai n'était plus que de 28 et 30 jours respectivement. Les logements dans ces communes ne requièrent donc plus de beaucoup plus de temps que dans les centres (25 jours). Bien que la pénurie de logements continue à faire des vagues principalement dans les grandes villes et leurs environs, ce sont plutôt les communes périphériques qui sont actuellement confrontées à un marché du logement en rapide mutation.



Durée de commercialisation

Durée de publication des annonces en ligne pour les logements locatifs, médiane en jours



Sources: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Segments de marché

La dynamique a quelque peu faibli

Même si tous les indicateurs reflètent une pénurie croissante sur le marché du logement locatif, la dynamique s'est récemment quelque peu affaiblie. Par exemple, le taux de vacance a moins baissé entre 2023 et 2024 (0,16 point) qu'entre 2022 et 2023 (-0,32 point). Le nombre de logements publiés sur les portails en ligne a également moins diminué récemment, comme le montre le taux d'offre présenté ci-dessous. Quant à l'évolution des loyers, la dynamique s'essouffle également légèrement à la marge actuelle. Alors qu'au cours des deux derniers trimestres, les taux de croissance annuels des loyers proposés étaient encore supérieurs à 6%, ils n'étaient « que » de 3,8% au troisième trimestre 2024. Les loyers augmentent donc toujours un peu plus de deux fois plus que les revenus.

Les effets spéciaux côté demande s'estompent

Reste à voir si la dynamique de la pénurie qui s'affaiblit va perdurer. Il existe toutefois de bons arguments en faveur d'un ralentissement, qui proviennent toutefois moins de l'offre, l'activité de construction s'étant stabilisée au plus bas. C'est plutôt la fin de la pandémie qui a entraîné des effets spéciaux sur la demande, qui ont depuis sensiblement diminué. Ils concernent principalement la très forte immigration connue par la Suisse à partir de 2022. D'une part, l'invasion de l'Ukraine a déclenché un flux de réfugiés d'une ampleur historique. En outre, la migration de travail a connu une forte poussée suite à la pandémie – notamment en raison de la pénurie de main

d'œuvre. La forte croissance démographique due à ces effets migratoires a finalement entraîné une demande supplémentaire exceptionnelle de logements au cours des deux dernières années. Entre-temps, l'effet sur la croissance démographique de l'arrivée de nouveaux réfugiés de guerre est devenu négligeable. De même, l'afflux de migrants réguliers a quelque peu ralenti cette année.

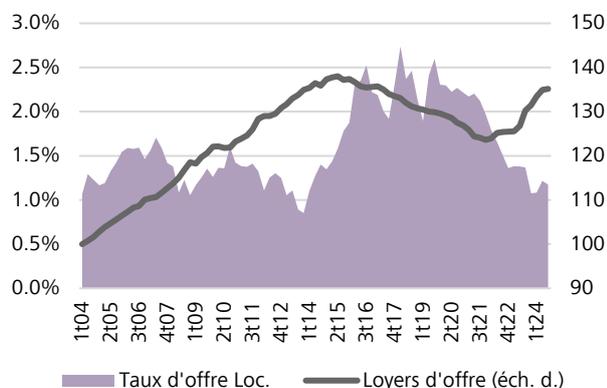
Arrêt de la réduction des ménages

La réduction de la taille des ménages, aujourd'hui complètement freinée, devrait également donner une impulsion supplémentaire (cf. graphique de droite). Au vu des loyers initiaux élevés et en hausse rapide dans de nombreuses régions, ainsi que des difficultés à trouver un logement, de nombreux Suisses se voient contraints de partager l'espace. La tendance continue à la réduction de la taille des ménages, qui dure depuis des décennies, s'est enrayée en raison de la pénurie croissante. Il en résulte une utilisation plus efficace des logements existants qui réduit la demande supplémentaire. Conjugué aux effets de l'immigration, le marché du logement devrait donc avoir anticipé une pression de la demande un peu moins forte ces derniers temps. Il ne faut toutefois pas s'attendre à un renversement de tendance. Dans un contexte d'activité de construction toujours relativement faible, la demande continuera de clairement dépasser l'offre dans un avenir proche. Les phénomènes de pénurie, en particulier la forte hausse des loyers proposés, continueront donc de marquer le marché du logement locatif à moyen terme.



Loyers

Taux d'offre de logements locatifs et loyers d'offre indexés (éch. d.), 100 = 1t04

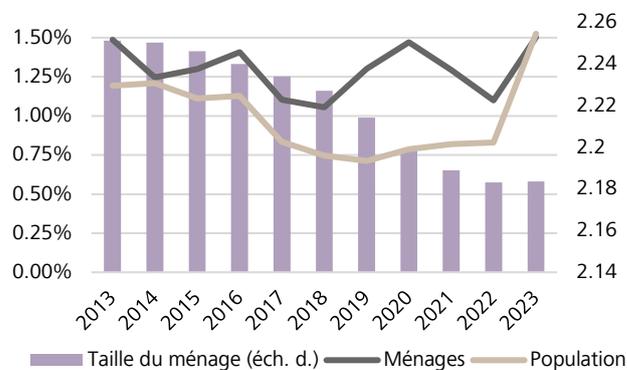


Sources: Meta-Sys, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Evolution des ménages et de la population

Taille moyenne des ménages (éch. d.) et taux de croissance de la population et du nombre de ménages



Sources: OFS, Raiffeisen Economic Research

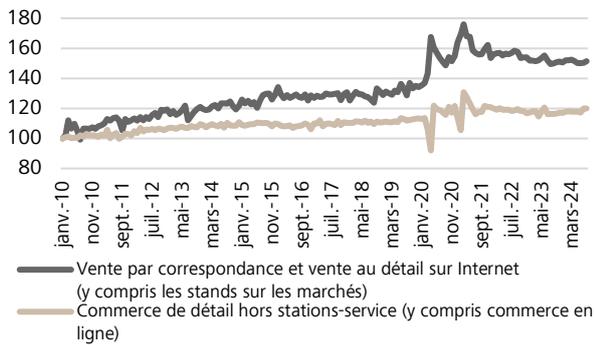
Surfaces de vente

La fin de la pandémie marque une nouvelle phase difficile pour le commerce de détail, mais la stagnation des ventes touche également le commerce en ligne. La pression sur les détaillants stationnaires devrait donc s'être légèrement relâchée ces derniers temps. Par conséquent, le marché des surfaces de vente ne connaît plus de grandes fluctuations. La stabilité est renforcée par la faible activité de construction dans ce segment.



Chiffres d'affaires dans le commerce de détail

Mensuel, corrigé des variations saisonnières, réel, indexé, 100 = 2010/01

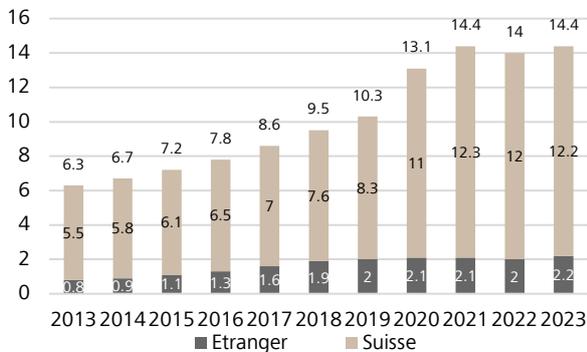


Sources: OFS, Raiffeisen Economic Research



Chiffres d'affaires dans le commerce de détail

Par an, selon la localisation du domaine, en mia CH

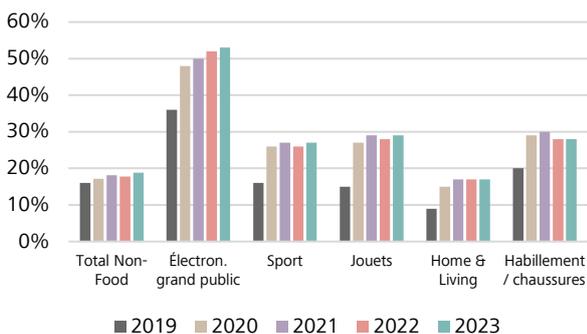


Sources: GfK, HANDELSVERBAND.swiss, Post, Raiffeisen Economic Research



Part en ligne du CA du commerce de détail

Parts en ligne dans différents segments selon les années



Sources: GfK, HANDELSVERBAND.swiss, Post, Raiffeisen Economic Research

Le commerce de détail suisse a connu des années difficiles avant la pandémie. Une saturation accrue de la consommation ainsi que l'attrait croissant du tourisme d'achat dans les pays voisins avaient presque complètement étouffé la croissance de la branche dans les années 2010 (cf. graphique du haut). Alors que le commerce de détail a fait partie des branches les plus touchées par les fermetures d'entreprise lors de la pandémie, ce secteur a finalement fortement profité de la crise. Ainsi, il a réalisé des chiffres d'affaires records au cours des deux premières années de la pandémie. Ce résultat réjouissant pour la branche est principalement dû à la compensation par des biens de consommation de la consommation de services, alors fortement limitée, ainsi qu'aux économies accumulées en raison de l'absence de dépenses de vacances et de loisirs. Mais avec la fin de la pandémie, la frénésie de consommation du commerce de détail des Suisses s'est ensuite calmée. Après un recul réel des chiffres d'affaires au cours des années 2022 et 2023, la branche affiche de nouveau les niveaux enregistrés à la fin de la pandémie. Après ce bref intermède lié au Covid, la stagnation semble donc être de retour dans la branche.

Stagnation du commerce en ligne après le boom

Les différents segments du commerce de détail ont été très diversement touchés par les effets tant positifs que négatifs de la pandémie. Les fermetures de magasins non essentiels ainsi que l'injonction de distanciation sociale pendant cette période ont permis notamment aux commerçants en ligne d'attirer une clientèle nombreuse. C'est pourquoi le chiffre d'affaires du commerce en ligne en Suisse a augmenté de 40% (+ 4,4 milliards) entre 2019 et 2021 pour atteindre 14,4 milliards de CHF (cf. graphique du milieu). La mutation structurelle vers les canaux de vente numériques, déjà bien enclenchée, a donc encore été boostée par la pandémie. En effet, dans les années précédant l'apparition du virus, le commerce en ligne affichait déjà une croissance annuelle respectable de 6% à 11%. Depuis la fin de la pandémie, les chiffres d'affaires stagnent. Dans de nombreux sous-segments, particulièrement marqués par le transfert vers le domaine numérique, les parts en ligne n'ont plus augmenté (cf. graphique du bas). En termes

Segments de marché

réels, les ventes de la VPC numérique ont même reculé de 4,5% ces 24 derniers mois (cf. graphique du haut de la page précédente).

Pas d'accélération de la mutation structurelle

Au vu des fortes poussées de croissance connues en 2020 et 2021, le commerce en ligne semblait avoir définitivement entamé sa marche triomphale. Comme la pénétration du marché dépassait largement le segment de clientèle habituel, on a souvent parlé d'une forte accélération des changements structurels du commerce de détail. Après deux années de stagnation du commerce en ligne, force est de constater que l'on ne peut plus guère parler d'accélération du changement. Si le commerce en ligne en Suisse avait continué à croître à partir de 2020 à un rythme similaire à celui d'avant, il se trouverait aujourd'hui juste au-dessus des niveaux de chiffre d'affaires effectifs. Dans la perspective actuelle, la pandémie n'a donc pas accéléré le mouvement, mais plutôt anticipé l'évolution de quelques années. La pression exercée par les parts de marché croissantes du commerce en ligne n'a donc pas augmenté pour les détaillants stationnaires classiques. Il reste à voir si cela peut déjà être considéré comme le premier signe d'une réalisation progressive du potentiel du commerce en ligne ou s'il ne s'agit que d'un arrêt temporaire dû à une saturation temporaire de la consommation post-covid. Ce qui est sûr, c'est que la concurrence du commerce en ligne n'ira pas en diminuant à l'avenir.

Offre de surfaces stable

La stabilité du marché des surfaces de vente devrait en partie expliquer que la mutation structurelle n'a pas encore accéléré ces dernières années. Ainsi, la pause actuellement

vécue par le commerce de détail stationnaire contribue à un nombre de faillites relativement faible. En effet, contrairement à l'économie globale, le commerce de détail ne présente pas encore, même en 2024, de signes d'effets de rattrapage majeurs des faillites maintenues artificiellement à un faible niveau pendant la pandémie. Par conséquent, depuis, les surfaces de vente existantes ne sont pas beaucoup plus nombreuses sur le marché des surfaces de vente. Conjuguée à l'activité de construction relativement faible dans ce segment, l'offre n'a donc pas augmenté depuis la fin de la pandémie (cf. graphiques ci-dessous).

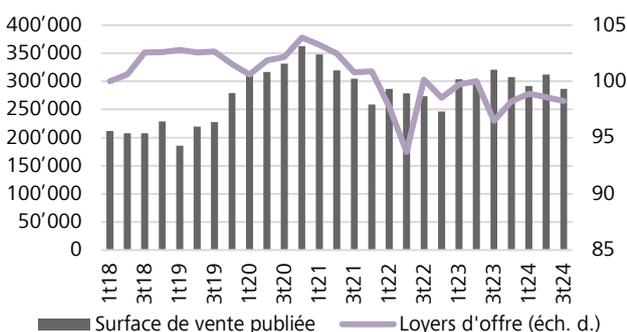
Demande existante

Côté demande, le marché des surfaces de vente émet également des signaux positifs. Malgré la récente stagnation des ventes, l'activité de création d'entreprises dans le commerce de détail, où les barrières à l'entrée sont plutôt basses, reste élevée. Cette demande est en outre renforcée par les prestataires de services (p. ex. agences immobilières, salons de coiffure, ongleries) et les restaurants. Ces dernières années, ces acteurs étrangers à la branche ont gagné en importance dans des lieux très attractifs, même s'ils sont moins solvables. L'absence d'augmentation de l'offre, combinée à une certaine demande, a donc récemment préservé les loyers de baisses importantes (cf. graphique de gauche). Après des fluctuations plus turbulentes pendant et après la pandémie, ils se sont à nouveau quelque peu stabilisés. Par rapport au niveau d'avant la pandémie, ils sont aujourd'hui en moyenne inférieurs d'environ 3%. En raison de la baisse de la capacité de paiement des demandeurs, nous prédisons une croissance légèrement négative des loyers à l'avenir.



Offre et loyers

Surfaces de vente au détail stricts proposés à la location, surfaces de vente en m² et loyers d'offre indexés, 100 = 1t18

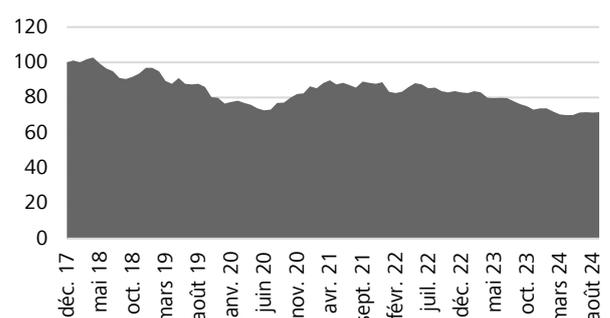


Sources: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research



Demandes de permis de construire

Nombre de demandes de permis de construire pour les bâtiments avec surfaces de vente au détail, somme sur 12 mois, indexé, 100 = décembre 2017



Sources: Docu-Media, Raiffeisen Economic Research

La propriété du logement: mieux que la bourse?

Bien que les frais de logement courants ne soient pas nécessairement plus bas à long terme dans un logement en propriété que dans un logement en location, la plupart des propriétaires sont devenus riches au fil des ans grâce à leur logement. En effet, la propriété du logement n'est pas seulement un bien de consommation, mais aussi un bien d'investissement lucratif. En tant que tel, le logement en propriété présente un profil risque/rendement extrêmement intéressant. Avec des fluctuations de valeur relativement faibles, il génère un rendement qui n'a rien à envier à celui d'un portefeuille d'actions.

En tenant compte des frais courants (intérêts, frais d'entretien et effets fiscaux), être propriétaire est à nouveau plus avantageux que louer pour les nouveaux acquéreurs. C'est surtout la nette baisse des coûts de financement qui permet aujourd'hui de réaliser des économies à l'achat. La certitude qui prévalait depuis le début du millénaire qu'acheter est plus avantageux que louer, n'a donc été ébranlée que temporairement pendant deux ans environ, de mi-2022 à mi-2024. Les taux d'intérêt alors fortement relevés pour lutter contre l'inflation avaient massivement augmenté les coûts de financement pour les acheteurs en très peu de temps, débouchant sur une prime à la propriété (voir graphique).

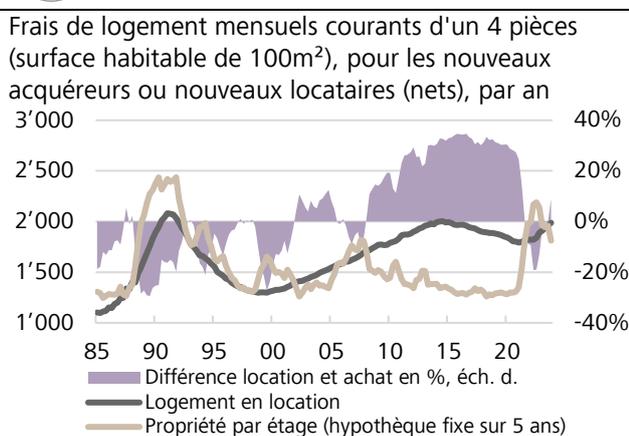
La prime à la propriété n'est pas une loi de la nature

Le fait qu'acheter soit à nouveau plus avantageux que louer n'est toutefois pas une loi de la nature. Il suffit de regarder les deux dernières décennies du 20^e siècle pour s'en convaincre. En raison du niveau élevé des taux d'intérêt, dans les années 80 et 90, vivre dans son propre logement revenait plus cher que louer. La prime de propriété, récemment rappelée à la mémoire collective par les hausses forcées des taux d'intérêt, a longtemps été la norme sur le marché immobilier suisse. En agrégeant les frais de logement pour les nouveaux locataires et les nouveaux acquéreurs sur l'ensemble des 40 dernières années, on constate une multiplication des opérations d'achat ces dernières années. Cette légère baisse

des frais de logement en propriété dans une perspective à long terme s'explique principalement par la longue période, unique dans l'histoire, de taux d'intérêt extrêmement bas entre 2009 et 2022. D'un point de vue économique, on peut affirmer que les frais de logement devraient converger à long terme dans les deux types de logement. En effet, tant les logements locatifs que les PPE ou les MI servent en principe le même objectif. Ils mettent tous deux à disposition le bien économique qu'est le logement et sont donc, dans une certaine mesure, interchangeables. Les prix de ces biens de substitution devraient se rapprocher au fil du temps, car dans un marché libre, les consommateurs optent pour le bien le moins cher. Grâce à cette demande réactive, les prix du bien le moins cher sont poussés vers le haut et, simultanément, ceux du bien le plus cher vers le bas. Sur le marché immobilier suisse, plutôt atone, ces mécanismes économiques de compensation ont également conduit, sur le (très) long terme, à des frais de logement pratiquement identiques dans les deux types de logement (voir graphique). Et ce, bien que la propriété et la location ne soient pas des biens totalement interchangeables, que les règles régissant le marché du logement locatif et celui de la propriété sont totalement différentes et qu'il existe diverses barrières commerciales, parfois difficiles à surmonter, entre les deux segments.



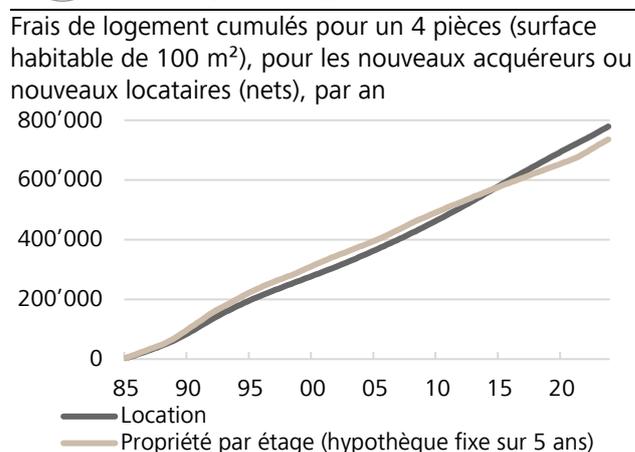
Comparaison des frais de logement entre location et achat



Sources: Meta-Sys, SRED, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Convergence des frais de logement des deux types de logement



Sources: Meta-Sys, SRED, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Gros plan

La propriété: une forme de logement compliquée

Si la propriété n'est pas forcément plus avantageuse à long terme que la location, pourquoi jouit-elle malgré tout d'une telle popularité et incarne-t-elle le rêve de beaucoup? Car, contrairement à la location, la propriété est en fait une forme d'habitation assez compliquée et inefficace. Il faut planifier et réaliser soi-même les rénovations, négocier le financement avec la banque tous les deux ans, en cas de problèmes, pas de gestion immobilière professionnelle, il faut assister aux assemblées des copropriétaires, établir soi-même les décomptes immobiliers, remplir la citerne de mazout, etc. Autant de désagréments inexistant dans un logement loué ou traités avec beaucoup plus d'efficacité par des professionnels en raison des économies d'échelle. De plus, les locataires jouissent d'une plus grande flexibilité, peuvent en général adapter leur logement à tout moment, à moindre coût et sans complications à leur nouvelle situation de vie et profitent, en Suisse, d'une protection exhaustive des locataires.

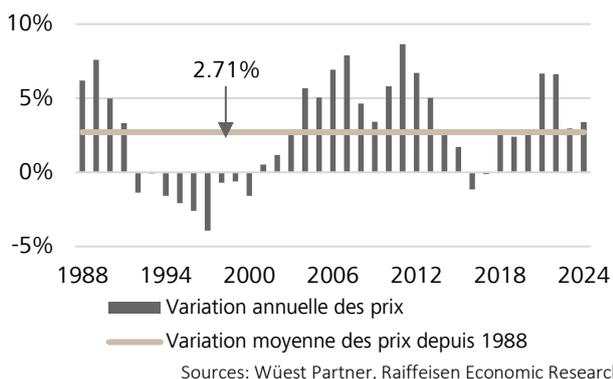
La propriété n'est pas seulement un bien de consommation

De plus, contrairement à la propriété, une location n'engage aucun capital propre qui pourrait sinon être utilisé pour consommer ou investir. Outre des raisons psychologiques importantes (sentiment de sécurité, épanouissement), qui jouent souvent un rôle décisif dans l'achat d'un logement, l'un des avantages de la propriété réside précisément dans les fonds propres qu'elle implique. En effet, à la différence d'une location, un logement en propriété n'est pas seulement un moyen de consommation pour ses occupants, mais aussi - consciemment ou non - un bien d'investissement qui permet d'obtenir un rendement dépassant celui de l'utilisation purement résidentielle. Ce rendement découle surtout du fait que la propriété prend normalement de la valeur à long terme (cf. graphique).



Evolution des prix de la propriété

Croissance des prix de la PPE



Le rendement supplémentaire généré par le logement en tant que bien d'investissement n'est souvent pas pris en compte dans les comparaisons classiques «location contre achat», comme celle présentée à la page 13. Il y a de bonnes raisons à cela, selon le cas d'application de ces comparaisons des frais de logement. Que la dimension d'investissement soit prise en compte ou non dans la comparaison, il est important que les aspects liés à la consommation et à l'investissement soient traités de manière cohérente, rigoureuse et identique pour les deux formes de logement.

Mauvais calcul de la propriété

Souvent, l'attractivité financière de la propriété est présentée de manière trop défavorable dans de telles comparaisons en raison d'une prise en compte incohérente des aspects de consommation et d'investissement. Ainsi, on argumente typiquement que l'achat d'un logement n'en vaut pas la peine en se référant aux coûts d'opportunité élevés des fonds propres à investir dans l'acquisition. Ces coûts d'opportunité découlent du fait que l'épargne pourrait être investie ailleurs, par exemple sur les marchés financiers qui promettent un rendement élevé qui échappera aux propriétaires de logements. Or, cette réalité n'est pas en soi un argument contre la propriété. En effet, si l'on tient compte du coût d'opportunité des fonds propres et donc du rendement de l'investissement en cas de location, celui-ci doit également être pris en compte dans le cas de la propriété. Le logement en propriété ne doit donc pas être considéré comme un simple bien de consommation, mais aussi comme un bien d'investissement. Outre les frais courants, il faut également tenir compte des effets de l'augmentation de la valeur du logement dans le calcul du rapport coût/utilité.

Calcul compliqué des rendements

Contrairement aux placements en actions ou en obligations cotés en bourse qui font l'objet d'indices de prix et de performance standardisés, il n'existe pas de calcul de rendement standardisé pour le bien d'investissement qu'est le logement. En effet, le calcul du rendement de son propre toit est plus compliqué et la propriété du logement n'est pas un bien standardisé; le rendement dépend donc de différentes hypothèses. C'est sans doute pour cette raison que les aspects liés à l'investissement sont généralement ignorés ou passés sous silence, ou que l'on affirme tout simplement que l'impact de ces aspects est trop faible pour faire de la propriété une classe d'actifs compétitive. Nous avons effectué ce calcul compliqué, marqué par de nombreuses particularités du marché immobilier suisse,

Gros plan

pour cette publication. Nous pouvons ainsi montrer quel a été, depuis 1987, le rendement des fonds propres des logements en propriété comparable à celui des placements sur les marchés financiers. De plus, nous pouvons ainsi évaluer les scénarios permettant d'atteindre quels rendements des fonds propres pour l'achat d'un logement à l'avenir. Ces calculs et scénarios permettent de mieux évaluer s'il faut acheter un logement dans une perspective purement financière ou s'il vaut mieux placer ses économies sur les marchés financiers et rester locataire.

Comme nous l'avons mentionné, calculer le rendement d'un logement en propriété ne relève pas de l'évidence et s'appuie sur différentes hypothèses. Dans les explications qui suivent, nous montrons avec quelle méthode nous calculons le rendement des fonds propres de la propriété, nous abordons les multiples facteurs qui l'impactent et nous rendons transparentes nos hypothèses, qui sont capitales pour une interprétation correcte des résultats. Pour calculer le rendement des fonds propres d'un logement en propriété, il faut d'abord déterminer l'avantage financier total dont bénéficie le propriétaire pendant toute la durée de détention, sous forme du profit économique. Dans un deuxième temps, les fonds propres immobilisés dans le logement est déterminé, puis le bénéfice économique divisé par les fonds propres liés donne le rendement des fonds propres de la propriété. Le tableau ci-dessous présente les facteurs pris en compte dans le calcul. Ces facteurs sont examinés plus en détail ci-dessous.

+ loyer économisé
- Frais d'intérêt de l'hypothèque
- Frais d'entretien
+/- Effet de la propriété sur l'impôt sur le revenu
+/- Changement de valeur du bien immobilier
+/- Variation de l'impôt latent sur les gains immobiliers
= bénéfice économique

+ Prix de l'immobilier à la valeur actuelle du marché
- dettes hypothécaires en cours
- impôt latent sur les gains immobiliers
= fonds propres liés

bénéfice économique
/ fonds propres liés
= rendement des fonds propres de la propriété

Loyer économisé

Le loyer économisé chaque année par un propriétaire doit être comptabilisé comme un avantage économique lié à la propriété. En effet, s'il ne possédait pas de logement, il devrait en louer. Les propriétaires économisent donc le loyer correspondant. Pour calculer le loyer effectivement économisé sur la durée de détention du logement, il faut tenir compte d'une particularité du marché suisse du logement. Comme le droit du bail protège les locataires de toute modification importante de loyer tant qu'ils ne déménagent pas, le calcul du loyer du marché surestimerait le loyer économisé par les propriétaires. En Suisse, un ménage déménage tous les dix ans environ, ce qui explique que le loyer effectivement payé ne s'adapte qu'une fois par décennie environ au loyer du marché, généralement plus élevé en raison de la hausse des loyers. Cette hypothèse est prise en compte dans notre calcul. Ce mécanisme est illustré par le graphique ci-dessous. Depuis 1987, le locataire de référence a payé environ 8% de loyer en moins que s'il avait dû payer en permanence le loyer du marché.

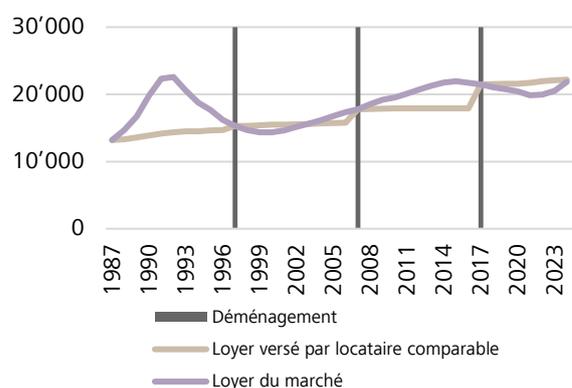
Charge d'intérêts variable

L'acquisition d'un logement passe presque toujours par un recours important à des capitaux tiers. L'hypothèque utilisée à cette fin doit être rémunérée. Un locataire ne paie pas ces intérêts, ils doivent donc être pris en compte dans les charges de l'acheteur dans la comparaison des frais de logement. Il convient de noter que non seulement les taux d'intérêt varient au fil du temps, mais que le montant de l'hypothèque varie également en fonction de la durée de détention, en raison des amortissements et de la contraction éventuelle de nouvelles dettes, par exemple pour des



Comparaison entre le loyer du marché et le loyer acquitté

Evolution typique du loyer annuel effectivement payé. Hypothèse: le déménagement et l'ajustement du loyer au loyer du marché ont lieu tous les dix ans.



Sources: OFS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Gros plan

travaux. Si le bien est financé au moyen d'une hypothèque à taux fixe, la charge d'intérêts réelle dépend en outre de la date de conclusion et de l'hypothèque choisie. Pour ne pas compliquer davantage le calcul, nous supposons ci-après qu'une hypothèque sur le marché monétaire grève le bien pendant toute la durée de détention de celui-ci.

Dépréciation croissante due à l'âge pendant la détention

Un bien immobilier se déprécie avec le temps. Les frais qui devraient être engagés pour le moderniser doivent être pris en compte dans le calcul du rendement comme perte d'utilité. Il convient de noter que ces frais augmentent généralement sur la durée de détention d'un bien immobilier en raison du renchérissement de la construction. C'est un facteur de coût important sur la durée de détention habituellement assez longue d'un logement. Nous estimons l'entretien annuel à 1,5% du prix d'achat et l'actualisons sur la durée de détention avec le renchérissement de la construction.

Particularités fiscales

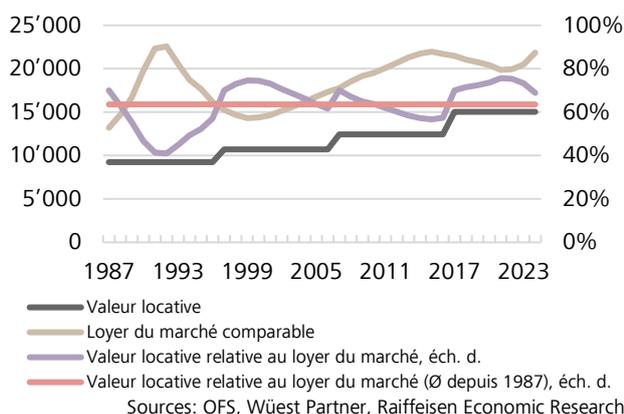
La charge fiscale d'un ménage propriétaire dépend en grande partie de son lieu de résidence, de son état civil et de son niveau de revenu. Notre exemple se base sur une famille de classe moyenne de la ville de Zurich, propriétaire de son logement et ayant deux enfants. Pour les perspectives historiques et futures considérées dans le calcul, nous supposons que l'évolution des revenus reflète l'évolution des salaires nominaux à l'échelle nationale.

Le système fiscal suisse, unique au monde, a un impact considérable sur l'attractivité de la propriété dans notre pays, de sorte que ses particularités doivent impérativement être prises en compte dans le calcul du rendement.



Valeur location sur la durée

Evolution type de la valeur locative sur la durée de détention. Hypothèse: ajust à 70% du loyer du marché tous les 10 ans



En Suisse, les propriétaires de logements sont imposés sur la valeur locative de leurs quatre murs, mais peuvent en contrepartie déduire de leurs impôts les intérêts et les frais d'entretien.

L'administration fiscale promeut-elle la propriété?

L'estimation officielle ne fixe la valeur locative d'un logement qu'à environ 70% du loyer du marché local d'un bien locatif comparable. Cette pratique de fixation à un niveau inférieur à la valeur du marché est une forme d'encouragement fiscal à la propriété du logement légitimée juridiquement. En outre, la valeur locative ne s'adapte pas en permanence à l'évolution des loyers du marché pendant la durée de détention. Toute hausse des loyers rend la propriété du logement encore plus attrayante. En effet, la valeur locative effective baisse nettement en dessous de 70% du loyer du marché jusqu'à la prochaine estimation de la valeur fiscale du bien en raison de la hausse des loyers à long terme. Dans notre modèle de calcul, la valeur locative est adaptée tous les 10 ans, conformément à la pratique des administrations fiscales type. Depuis 1988, cette pratique fait que la valeur locative de notre ménage propriétaire ne représente en moyenne qu'environ 63% du loyer du marché (voir graphique).

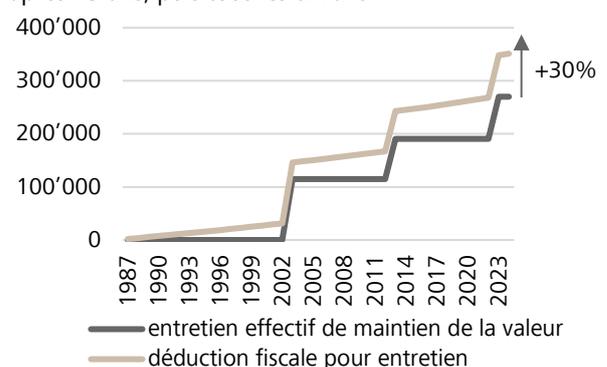
Les propriétaires profitent en outre de la possibilité de choisir à chaque déclaration d'impôt, pour la déduction fiscale des frais d'entretien, s'ils souhaitent faire valoir les frais d'entretien effectifs ou une déduction forfaitaire de 20% de la valeur locative. En choisissant judicieusement le moment des travaux d'entretien effectifs, les propriétaires de logement peuvent, au total, faire valoir auprès de l'administration fiscale un entretien bien plus élevé que l'entretien effectif. Si nous supposons, pour notre



Entretien et déductions fiscales pour entretien

Evolution type sur la période de détention.

Hypothèse: investissement de maintien de la valeur d'abord après 15 ans, puis tous les dix ans



Gros plan

exemple, un investissement important visant à maintenir la valeur du bien tous les dix à quinze ans au lieu d'un entretien régulier, il est possible, sur la durée de détention du logement, d'obtenir environ 30% de déductions de plus pour entretien que de dépenses effectives (cf. graphique p. 21).

La déductibilité fiscale des intérêts débiteurs permet en outre aux propriétaires suisses de bénéficier d'un rabais substantiel sur les intérêts hypothécaires. Comme ces derniers ont en général des taux d'imposition marginaux relativement élevés, cela signifie habituellement un rabais fiscal d'environ 25 à 30 % sur le taux d'intérêt nominal.

Bonus ou malus fiscal?

Par le passé, les propriétaires ont globalement profité des particularités du système fiscal suisse. Entre 1988 et aujourd'hui, notre ménage zurichois propriétaire de son logement aurait payé près de 25 000 CHF d'impôts sur le revenu en moins que s'il avait été locataire pendant cette période (voir graphique). Calculé sur toute la durée de détention, l'effet positif de la propriété sur la charge de l'impôt sur le revenu a constitué à lui seul une part importante du bénéfice économique de la propriété. Ces économies d'impôts proviennent toutefois des 20 premières années de détention du logement acquis à la fin des années 80. Depuis plus de dix ans, les propriétaires de logement n'économisent plus d'impôt sur le revenu en raison du niveau plus bas des taux d'intérêt et donc des déductions fiscales plus faibles dues à la particularité de notre système fiscal.

Impôt latent sur les gains immobiliers

Si l'on considère le logement en propriété comme un bien

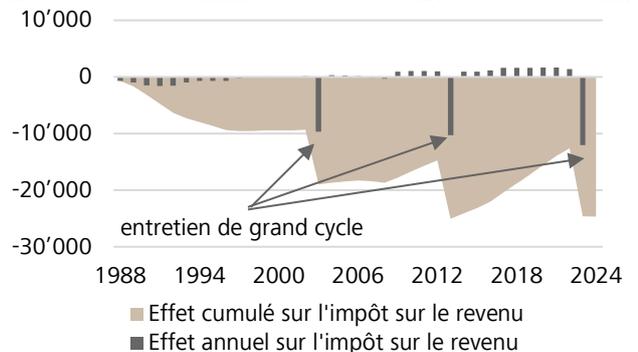
d'investissement, les variations annuelles de valeur doivent être traitées comme un revenu. Il faut toutefois déduire du revenu brut qui en résulte l'augmentation annuelle de l'impôt latent sur les gains immobiliers. Car même si celui-ci n'est dû qu'en cas de vente éventuelle: « reporté n'est pas annulé » ! Il doit être pris en compte dans une comparaison équitable avec d'autres biens d'investissement non soumis à ce type d'impôt. Car un jour ou l'autre, cet impôt sera dû ou transmis aux descendants lors de l'héritage et atténuera ainsi leur accès à l'utilité économique.

En ce qui concerne l'impôt sur les gains immobiliers, il faut tenir compte des tarifs parfois très différents selon les cantons et les communes pour le calcul du rendement. Par ailleurs, le taux d'imposition des gains immobiliers diminue avec la durée de détention afin d'éviter la spéculation foncière. En effet, il est généralement très élevé au cours des 1 à 3 premières années et s'élève au début à environ 60% du gain immobilier dans de nombreuses régions. Il diminue ensuite fortement de manière dégressive puis ensuite en général de manière linéaire à partir de la 5^e année de détention et atteint - selon le canton - son minimum après 20 à 40 années de détention. Dans la plupart des cas, ce minimum représente environ 20 à 30 % du gain immobilier imposable. Si l'on tient compte de cet effet fiscal, il s'avère qu'il ne reste plus rien de la prétendue promotion fiscale de la propriété du logement en Suisse. Pour notre ménage zurichois propriétaire d'un logement en 1988, l'impôt latent sur les gains immobiliers est, en raison de l'augmentation de la valeur du bien immobilier, environ quatre fois plus élevé que l'économie réalisée sur les impôts sur le revenu durant cette période (voir graphique).



Effet de la propriété du logement sur l'impôt sur le revenu

Charge fiscale annuelle et cumulée, respectivement allègement grâce à la propriété du logement par rapport à la location en CHF

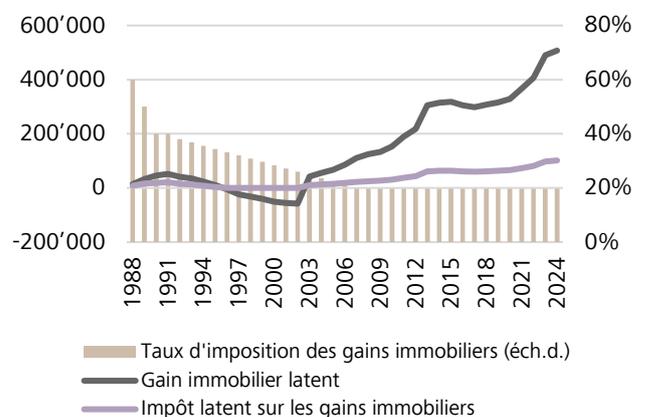


Sources: ESTV, SRED, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Gain immobilier et impôt sur les gains immobiliers

En cas d'achat fin 1987, selon l'année, taux d'imposition de la ville de Zurich



Sources: ESTV, SRED, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Gros plan

Capital lié

Ainsi, nous avons abordé les principaux facteurs impactant le bénéfice économique de la propriété du logement. Pour déterminer le rendement des fonds propres, il faut encore diviser ce bénéfice par les fonds propres immobilisés dans le logement. Ceci n'est rien d'autre que le produit potentiel de la vente du logement, déduction faite de l'impôt sur les gains immobiliers et de l'hypothèque en cours, qui doit être remboursée à la banque lors de la vente.

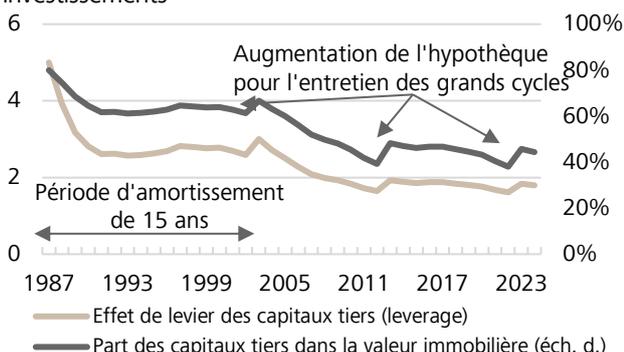
Effet levier de l'hypothèque

Le niveau de ce taux de rendement calculé est essentiellement fonction du recours par le propriétaire aux capitaux tiers pour le financement de son logement. En effet, une part plus importante de capitaux tiers permet de réduire sensiblement les fonds propres et donc, en règle générale, d'en augmenter le rendement. Cet effet de levier des capitaux tiers sur le rendement des fonds propres, également appelé leverage, peut être illustré très simplement: supposons un achat pour 1 million de CHF à 100 % en auto-financement. La valeur du logement augmente de 10% en un an: le rendement des fonds propres est donc de 10%. Un autre propriétaire acquiert le même logement avec une hypothèque de 80% du prix d'achat. L'hypothèque doit être rémunérée à 5%. Dans ce cas, le rendement des fonds propres est de 30% ((100'000 d'augmentation de valeur - 40'000 d'intérêts hypothécaires) / 200'000 de fonds propres). En principe, le rendement des fonds propre augmente avec la part de capital tiers tant que le bénéfice économique de la propriété - compte tenu de l'effet de réduction du profit des coûts supplémentaires du capital tiers - diminue proportionnellement moins que les fonds propres diminué par le capital tiers supplémentaire. A l'inverse, le rendement diminue avec l'augmentation de l'effet de levier lorsque le profit économique diminue plus



Part de capitaux tiers et effet de levier

Achat fin 1987 avec un nantissement de 80%, Hypothèse: hypothèque augmentée à chaque fois pour gros investissements



Sources: Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

que proportionnellement au recul des fonds propres. Historiquement, il est avéré qu'il est possible d'augmenter le rendement dans une perspective à long terme grâce à l'apport supplémentaire de capitaux tiers. Mais les propriétaires obtiennent ce rendement plus élevé avec un risque nettement plus élevé et des fluctuations de valeur de leurs fonds propres que si le logement était acquis sans financement externe. En effet, lorsque les prix de l'immobilier baissent, ce levier agit également dans le sens inverse et détruit le capital propre.

Un levier qui a sa propre vie

En Suisse, tout achat de propriété s'effectue typiquement avec un nantissement de 80%. En effet, les règles en matière de fonds propres exigent d'apporter au moins 20% de fonds propres. Ensuite, ces fonds externes doivent être ramenés aux deux tiers de la valeur de nantissement par un amortissement sur 15 ans. Le levier se réduit ainsi continuellement sur la période d'amortissement. Les éventuelles augmentations de valeur du bien immobilier réduisent encore plus le levier économique, calculé à la valeur du marché, sur le rendement des fonds propres au fil du temps (voir graphique). En revanche, des pertes de valeur peuvent également accroître l'effet de levier économique. Le levier peut ainsi développer sa propre vie sur la durée de détention selon l'évolution de la valeur du bien immobilier. Il est donc recommandé aux propriétaires de gérer activement ce levier afin d'adapter le profil rendement/risque du logement détenu à leur propre propension au risque et à leur capacité de prise de risques.

Stratégie active d'effet de levier

Si le nantissement baisse sous les deux tiers de la valeur du marché, l'effet de levier peut être accru en recourant à des capitaux tiers, à condition de respecter les exigences en matière de capacité financière. Typiquement, de tels ajustements ont lieu lors de rénovations cycliques importantes, p. ex., lorsqu'il faut remplacer le chauffage ou moderniser la cuisine. Mais en théorie, l'hypothèque peut être augmentée sans investir dans le logement et le capital affecté librement. Pour éviter tout calcul influencé par un levier qui évolue dans le temps, la part de capital emprunté devrait théoriquement rester constante dans le temps et le capital excédentaire être réinvesti dans la propriété. Mais c'est possible en pratique, car le crédit supplémentaire contracté ne permettrait d'acquérir qu'un fragment de la maison: le capital emprunté doit donc être investi ailleurs. Comme la comparaison ci-après porte sur le rendement des fonds propres d'une propriété avec celui d'un investissement en actions, c'est cet investissement qu'il faut privilégier.

Comparaison irréaliste, mais adéquate

Ce n'est qu'en adaptant en permanence l'hypothèque au montant de nantissement maximal autorisé et en investissant les fonds empruntés sur les marchés financiers que le rendement escompté de la propriété du logement peut être comparé adéquatement à celui d'un investissement en bourse. De telles considérations relèvent bien sûr plutôt du jeu théorique, car en pratique, quasiment personne n'envisage de réajuster en permanence son hypothèque en fonction de l'évolution du marché et d'investir les fonds empruntés en bourse. Mais cette hypothèse est pertinente pour comparer le rendement des fonds propres d'un logement à celui des actions. En effet, si l'on considère le rendement des indices boursiers, on suppose implicitement que tous les fonds libres, tels que les dividendes, sont réinvestis en permanence et que le produit bénéficie du même effet de levier pendant toute la durée de détention (en supposant, comme c'est généralement le cas pour les actions, 0 % financement tiers). Sur la base de cette hypothèse, notre ménage zurichois propriétaire d'un logement depuis 1988 obtient un rendement moyen des fonds propres de 7,2%. C'est légèrement inférieur au rendement de 8,1% d'un portefeuille d'actions suisses sur la même période (voir graphique).

Rendements de la propriété temporairement négatifs

En raison de la baisse des prix de l'immobilier dans les années 90 ainsi que du désavantage des frais de logement de la propriété lié aux taux d'intérêt hypothécaires élevés, le rendement des capitaux propres de la propriété était négatif dans les années 1992 à 2000. L'effet de levier des capitaux tiers a conduit à un rendement des capitaux propres de -16,8% en 1997, l'année la plus faible, lorsque les prix de la propriété se sont effondrés. Il s'agit certes d'un douloureux «drawdown» historique maximal des rendements, mais

comparé à la valeur correspondante pour les actions de 34,4% en 2008, année de la crise financière internationale, il reste relativement faible (voir graphique). La volatilité annuelle historique des rendements des deux investissements, calculée sur l'ensemble de la période, est aussi beaucoup plus faible pour la propriété que pour la bourse. Cette volatilité est une mesure économique de la fluctuation du rendement d'une classe d'actifs et donc de son risque. Elle montre que la propriété fournit un rendement beaucoup plus régulier qu'un investissement en bourse. De ce point de vue, il a même été nettement supérieur en tant que classe d'actifs au cours des 35 dernières années: pour un risque beaucoup plus faible, le rendement n'a été que légèrement inférieur. C'est ce que confirme aussi le ratio de Sharpe, qui met en relation le rendement et le risque encouru et qui peut donc être interprété comme le prix du rendement en unités de risque.

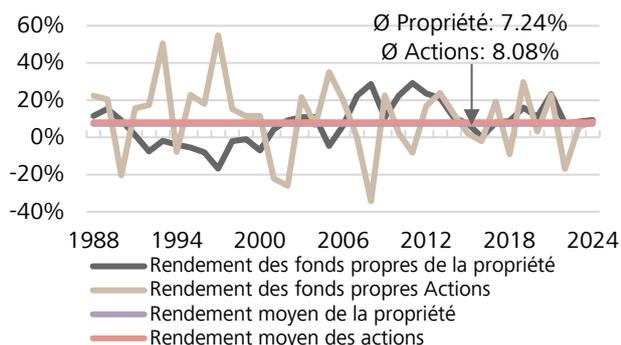
Le rendement réel des fonds propres est plus faible

Dans la plupart des cas, le rendement des fonds propres effectivement réalisé par les propriétaires de logements sur cette période devrait dans les faits avoir été nettement inférieur. En effet, l'hypothèse selon laquelle la part de capital emprunté est réduite chaque année et que le capital emprunté est investi en actions n'est pas conforme à la réalité, comme nous l'avons déjà expliqué. Mais même sans exploiter au maximum le montant du nantissement et sans augmenter l'hypothèque uniquement en cas de grande rénovation majeures, les fonds propres affichent toujours un rendement annualisé de l'ordre de 5.7%. Si on le compare à celui d'un portefeuille d'actions, il convient de noter que, pour de nombreuses raisons, le rendement effectivement réalisé en bourse par les investisseurs privés est en pratique nettement inférieur à celui possible en théorie et indiqué par un indice de performance des actions. Cette situation



Comparaison de rendement actions / propriété du logement

Rendements annuels, portefeuille d'actions: Swiss Performance Index (SPI)

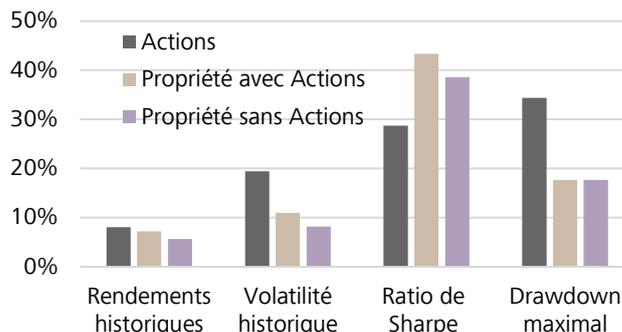


Sources: BNS, Meta-Sys, OFS, SIX, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Comparaison entre risque et rendements

Chiffres clés sur la période de 1988 à aujourd'hui



Sources: BNS, Meta-Sys, OFS, SIX, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Gros plan

s'explique par les coûts de gestion de fortune, les frais de transaction et surtout les erreurs liées à la psychologie des investisseurs privés. Des études portant principalement sur le marché boursier américain montrent que, pour ces raisons, les investisseurs privés ne peuvent effectivement réaliser que la moitié ou les deux tiers du rendement possible en bourse.

Rendements attendus à l'avenir

Le rendement moyen d'une classe d'actifs dans le passé est généralement considéré comme un indicateur relativement fiable de la rentabilité future des classes d'actifs sur une longue période. En outre, l'examen de scénarios futurs, dans lesquels les déterminants du rendement varient, peut aider à mieux évaluer le rendement escompté d'un investissement effectué aujourd'hui. De plus, de telles analyses permettent de mieux comprendre quels facteurs fondamentaux influencent le rendement de la classe d'actifs et dans quelle mesure. C'est pourquoi, en plus de l'analyse historique dont nous venons de parler, nous avons également osé regarder vers l'avenir.

Analyse de sensibilité

Nos analyses de scénario vont d'aujourd'hui et se projettent dans 40 ans. L'hypothèse part de l'achat d'un bien immobilier moyen aux prix actuels. L'amortissement de l'hypothèque se fait en 15 ans. Les particularités du marché immobilier suisse et la complexité du système fiscal local sont prises en compte comme dans l'analyse historique. Le scénario de base suppose une augmentation annuelle de 2% de la valeur de la propriété. Cela correspond à une valeur nettement inférieure à la valeur moyenne de 2,7% sur les 40 dernières années, nous tenons donc compte du fait que le niveau des taux d'intérêt a fortement baissé sur cette période et qu'il n'y a plus aujourd'hui de potentiel de nouvelles baisses des taux d'intérêt impactant les prix de

l'immobilier. Nous supposons en outre un taux d'intérêt hypothécaire constant de 2% sur toute la durée de détention du logement. C'est certes nettement moins que le taux d'intérêt moyen historique, mais aussi beaucoup plus que les attentes actuelles du marché pour les 20 prochaines années. Dans le scénario de base, nous estimons l'évolution des prix de la construction et des loyers à respectivement 1,5% et 2% par an. Le scénario de base suppose que l'hypothèque est constamment maintenue aux deux tiers de sa valeur de marché après la période d'amortissement de 15 ans et que les fonds empruntés sont investis en actions. Le rendement des fonds propres de la propriété calculé avec ces hypothèses s'élève en moyenne à 7,6% sur les 40 prochaines années. Le graphique ci-contre illustre les effets sur le rendement des fonds propres d'hypothèses différentes du scénario de base.

Les risques liés à la propriété sont sous-estimés

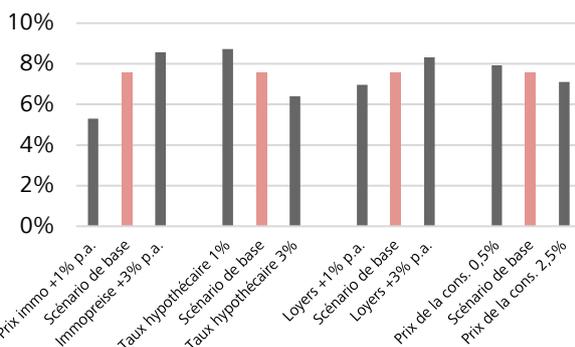
Comme le montrent l'analyse des scénarios et l'observation historique, en termes de rendement la propriété est pratiquement équivalente aux placements en bourse sur le long terme. Mais ce rendement est obtenu avec une volatilité mesurée plus faible. A rendement égal et risque moindre, la propriété vaut-elle donc mieux qu'un placement en bourse?

Nos calculs de volatilité sous-estiment sans doute quelque peu les risques liés à la propriété. En effet, les actions sont une classe d'actifs liquide qui est évaluée et négociée en temps réel. En revanche, les prix de la propriété sont mesurés tout au plus chaque trimestre. Les indices des prix de la propriété indiquent donc toujours un prix moyen lissé sur une période. Ce type de mesure des prix sous-estime quelque peu la volatilité réelle des prix. A cela s'ajoute le fait que la propriété du logement est acquise avec des capitaux tiers. En cas d'effondrement la valeur du bien immobilier, l'effet de levier du capital tiers peut détruire tous les fonds propres investis, voire davantage. A cela s'ajoute le risque de disparition du revenu, par exemple pour cause de chômage, donc que l'hypothèque ne soit plus honorée et que le logement doive être vendu à un moment particulièrement défavorable. Ces risques sont certes plutôt faibles au regard de l'évolution historique des prix et des règles très strictes de solvabilité en Suisse, mais ils doivent absolument être pris en compte dans l'interprétation du profil risque-rendement de la propriété.



Analyse de sensibilité

Rendts. en cas d'hypothèses s'écartant du scénario de base



Sources: BNS, Meta-Sys, OFS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Risque de concentration de la propriété du logement?

L'autre argument courant contre la propriété du logement en tant que classe d'actifs est qu'elle présente un gros risque de concentration: tous les œufs seraient mis dans le même panier, alors que les actions apportent les bienfaits de l'effet de diversification d'un large portefeuille. Il est vrai que la mesure des prix et donc l'évaluation des risques de la propriété ne tiennent pas compte des gros risques spécifiques au bien. Toutefois, les propriétaires sont assurés contre la plupart de ces gros risques, de sorte que le risque spécifique au bien est plutôt faible en cas d'utilisation personnelle. Les autres risques du marché sont en grande partie la mesure des prix de la propriété et se reflètent dans les fluctuations de prix qui servent de mesure du risque d'une catégorie de placement.

Dans ce contexte, il convient en outre de souligner que l'effet de diversification souhaité des portefeuilles d'actions est systématiquement surestimé. En effet, en période de crise, quand l'effet de diversification est particulièrement recherché, la diversification ne fonctionne généralement pas. En effet, les rendements des différents titres d'un portefeuille d'actions sont alors fortement corrélés entre eux. Contrairement à la propriété, qui s'est généralement montrée très résistante aux turbulences des marchés par le passé, l'effet de diversification des portefeuilles d'actions est un phénomène très aléatoire.

La propriété comme action populaire

En tout cas, même l'opinion publique considère la propriété est comme la classe d'actifs la moins risquée. La plupart des ménages ont moins de réticences à engager une grande partie de leur patrimoine dans la propriété que de le placer en bourse. Ce n'est que par l'achat d'un logement que Monsieur et Madame Suisse, qui restent très réfractaires à la bourse, font fructifier leur capital, qui sinon resterait en grande partie en friche ou serait tout au plus rémunéré à un taux d'épargne.

Fidélité forcée à la stratégie

Souvent les avantages de la propriété en tant que bien d'investissement ne constituent pas la raison première de l'achat, de nombreux propriétaires constatent d'ailleurs après quelques années, quasiment à leur insu et sans œuvrer dans ce sens, qu'ils ont constitué un patrimoine.

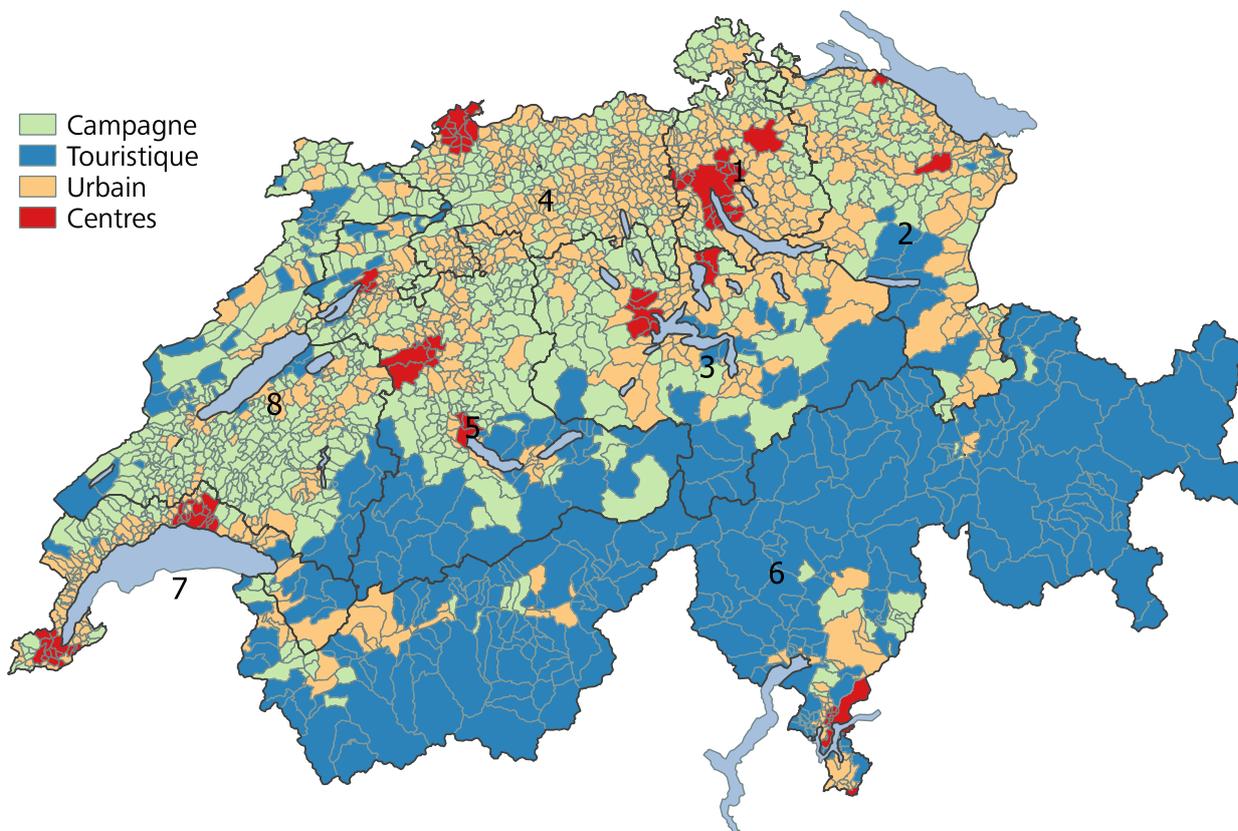
Grâce à ses barrières d'entrée plus basses, la propriété incite à entrer sur le marché et oblige pratiquement ses investisseurs à s'engager en permanence après l'achat. Il est bien connu que la maximisation du «temps sur le marché» est le principal moteur de rendement de presque toutes les classes d'actifs. Les acteurs inexpérimentés des marchés financiers ont justement tendance à ne pas laisser passer les crises et à vendre leurs placements liquides au plus mauvais moment, ce qui entraîne des pertes importantes. Le rendement effectivement obtenu par les investisseurs privés est donc nettement inférieur au rendement théorique du marché.

La propriété du logement a l'avantage d'obliger ses propriétaires à laisser passer les crises. D'une part, le bien de placement est occupé par son propriétaire et ne peut donc pas être vendu sur un coup de tête. D'autre part, le processus de vente dure généralement longtemps et, en période de crise, le marché s'effondre souvent de toutes façons. Il est alors difficile de trouver un acheteur offrant un prix raisonnable. L'illiquidité de la propriété, qui peut sembler désavantageuse à première vue, se révèle souvent avantageuse sur le long terme. Elle contraint les propriétaires à une discipline de fer sur le marché et à une grande fidélité à leur stratégie, ce qui se traduit à terme par un rendement élevé, comme nous l'avons montré.

La propriété reste inaccessible pour la majorité

Aussi réjouissant que soit ce constat, les exigences en matière de fonds propres et de capacité financière, désormais insurmontables pour la plupart des ménages, empêchent de larges couches de la société d'accéder à cette classe d'actifs attrayante qu'est la propriété du logement. Aucun changement des conditions-cadres ne se dessine actuellement sur le plan politique, de sorte que le taux de propriété du logement poursuivra sa chute amorcée ces dernières années. Tant que les ménages suisses n'investiront leurs économies que de manière très hésitante dans d'autres catégories de placement, cela aura un effet négatif à long terme sur la richesse nationale et la prévoyance vieillesse. En effet, des couches de plus en plus larges de la population ne participent pas à la prospérité du pays, qui se capitalise dans le sol sur lequel sont construits leur domicile.

Types de communes et régions



	Taux de vacance (2024) in %					Permis de construire (2023) 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	0.7	0.6	0.8	0.8	0.4
1 Zurich	0.6	0.3	0.9	0.9	-	0.8	0.8	0.8	0.9	-
2 Suisse orientale	1.3	1.9	1.3	1.1	0.9	0.9	0.5	0.8	1.2	0.6
3 Suisse centrale	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7	0.9	1	0.9	0.8	0.5
4 Nord-ouest	1.3	0.8	1.5	1	1.2	0.7	0.2	0.9	1.1	2.9
5 Berne	1.2	0.7	1.6	1.4	0.8	0.6	0.4	0.8	0.6	0.3
6 Suisse méridionale	1.5	2.9	2.1	2.3	1	0.7	0.7	1.1	1.8	0.4
7 Région du Léman	0.7	0.5	0.9	1.4	1.4	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3
8 Suisse occidentale	1.5	-	1.6	1.6	1.4	0.6	-	0.6	0.6	0.3

	Population (2023) Pop. résidente en perm., total et en %					Revenu imposable (2020) 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	63'000	67'000	64'000	56'000	49'000
1 Zurich	1'692'619	49.7	43.8	6.5	-	72'000	74'000	71'000	65'000	-
2 Suisse orientale	986'217	10.3	70.2	17.6	1.9	58'000	55'000	59'000	56'000	47'000
3 Suisse centrale	884'404	26.9	51.5	17.6	3.9	76'000	78'000	82'000	58'000	65'000
4 Nord-ouest	1'501'907	23.5	66.6	9.8	0.1	64'000	71'000	61'000	61'000	72'000
5 Berne	1'056'424	35.7	39	20.2	5.2	53'000	55'000	54'000	50'000	50'000
6 Suisse méridionale	845'649	11.6	39	5.7	43.7	50'000	63'000	49'000	45'000	47'000
7 Région du Léman	1'149'039	60.6	30.7	5	3.8	68'000	61'000	85'000	75'000	51'000
8 Suisse occidentale	845'999	-	52.8	42.7	4.5	54'000	-	54'000	54'000	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.