

Nuage de mots: communes avec plus de 2000 habitants ayant connu la plus forte croissance démographique entre 2015 et 2018. Plus le nom de la commune est grand, plus la dynamique de la population est élevée sur la période. Base de données: OFS, Raiffeisen Economic Research

Raiffeisen Economic Research

Immobilier Suisse – 4T19

Vacances? Airbnb!

RAIFFEISEN

Editorial

Vacances? Airbnb!	3
Aperçu du marché	4

Situation du marché

Conditions-cadre économiques	5
Marché hypothécaire	6
Fonds immobiliers	7

Segments du marché

Locatif	9
Propriété	12
Commerce de détail – usage du rez-de-chaussée	14

Gros plan

Airbnb: entre Sharing Economy et Big Business	16
---	----

Annexe	25
---------------	----

Editeur

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

Auteurs

Michel Fleury
Alexander Koch
Francis Schwartz

economic-research@raiffeisen.ch

Autres publications

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

[lien direct vers le site](#)

Vacances? Airbnb!

Mi-août 2019, les rendements des obligations fédérales suisses ont effectué un plongeon inédit dans l'histoire. Dans l'attente de la décision par la Banque centrale européenne, les marchés ont tenté le tout pour le tout et taquiné de nouveaux plus-bas. Les emprunts d'Etat suisses sur dix ans ont temporairement affiché un rendement moins 1,1%. Pour donner de l'argent pendant 30 ans à la Confédération, il fallait s'acquitter de moins 0,8%. L'euro est presque retombé sous 1,08 francs. Difficile de battre ces extrêmes. Depuis, la situation s'est un peu calmée, mais le régime du taux inférieur perdure et certainement encore longtemps. Même si des voix s'élèvent déjà pour réclamer un revirement des intérêts. Les faibles rendements sur les marchés des obligations s'accompagnent également d'une tendance haussière des évaluations de biens immobiliers. Les prix des appartements en propriété et des maisons individuelles ont battu tous les records au 3^e trimestre 2019. Pour la première fois depuis deux ans, l'agio des fonds immobiliers suisses a de nouveau tutoyé le seuil des 30%. Rien d'étonnant, car pour les investisseurs qui veulent éviter les risques trop élevés, dans les faits, il n'y a plus d'alternative à l'immobilier.

Les agios sont fondamentalement justifiables

Depuis 2007, on pouvait plus que doubler son investissement dans des fonds résidentiels cotés. Sur la même période, les fonds immobiliers investissant dans des affectations commerciales ont enregistré des rendements impressionnants de 80%. Jusqu'à présent, 2019 est une année record pour la plupart des placements immobiliers indirects. Une raison suffisante pour nous attarder sur les agios élevés. La décomposition des composantes des agios révèle que les agios élevés peuvent très bien s'expliquer par des règles comptables, une pratique d'évaluation plutôt conservatrice, des changements de la situation de marché depuis le premier jour d'évaluation, la compétence de la société de fonds, ainsi que les avantages de la structuration des biens immobiliers individuels contenus dans le fonds par un portefeuille diversifié négociable. La spéculation est donc accessoire. Cela vaut également pour les biens immobiliers acquis directement. Dans ce marché, les investisseurs ne visent pas des bénéfices rapides grâce aux hausses de prix, mais uniquement des rendements: c'est suffisamment attrayant pour une justification fondamentale de l'investissement.

Hausses des vacances? Rien de spectaculaire!

La publication il y a un an du dernier taux de logements vacants avait fait l'effet d'une bombe: la quasi-totalité des médias s'est précipitée pour prédire la prochaine catastrophe, évoquant des villes fantômes et les grandes faillites à venir; maintenant que les vacances ont encore un peu augmenté, la réaction a été plus que mesurée. Or, il y a taux de vacances et taux de vacances: dans le marché de la propriété, il est ridiculement bas: à hauteur de 0,6%, le marché pourrait supporter davantage de maisons individuelles et d'appartements en propriété. Or, le segment de la location danse sur un autre pied. Selon notre estimation, plus de 2,6% du parc locatif reste disponible à l'échelle de la Suisse. Dans différents cantons, un appartement sur vingt n'est pas loué. Même si les signes de saturation se concrétisent, au vu des considérations de rendement décrites, un très grand nombre de nouveaux appartements continue d'arriver sur le marché. Les investisseurs institutionnels et privés continuent allégrement de construire – souvent au mauvais endroit. L'écart entre les régions ne cesse de se creuser. Dans les grands centres, l'espace de vie se faire rare alors qu'en périphérie, les vacances progressent toujours. Il est évident que la surrégulation du marché immobilier ne fonctionne pas. D'une part, les loyers existants sont maintenus artificiellement à un haut niveau, en l'absence de répercussion vers le bas. Et d'autre part, la demande potentielle dans le segment de la propriété est bloquée par l'obstacle élevé de la capacité financière. Reste à espérer que l'exemple berlinois ne fasse pas tache d'huile ici.

Coup de projecteur sur le marché Airbnb

Les bailleurs confrontés à des vacances devraient jeter un œil à la plateforme Internet Airbnb. Nous avons longuement passé au crible ce marché dans la présente édition, en particulier les conditions-cadre en vigueur. Une première conclusion: la location à court terme d'appartements permet de gagner un joli pactole. Mais, il faut éviter les écueils réglementaires et assumer ses responsabilités surtout dans les villes souffrant d'une pénurie de logements.

Nous souhaitons une lecture stimulante!

Demande

→ Croissance de la population

Par rapport à 2013, le solde migratoire s'est réduit de plus d'un tiers. En rythme annualisé, 2019 s'est stabilisé à tout juste 55'000. Par rapport aux autres pays industriels, la population suisse affiche toutefois une croissance toujours dynamique à 0,7%.

→ Croissance du PIB

Les «guerres commerciales» américaines et le climat d'incertitudes persistant (Brexit, Syrie, Hong-Kong, etc.) troublent les perspectives économiques internationales et la Suisse n'échappe pas à cette tendance mondiale. Pour 2020, nous tablons sur une croissance du PIB réel de 1,3%.

→ Revenu

La croissance solide de l'emploi dans le secteur des services surcompense le léger recul de l'emploi industriel. La tendance baissière de l'emploi se poursuit globalement à un rythme modéré.

→ Conditions de financement

Les taux d'intérêts pour les hypothèques restent proches de leur plus-bas historique. Avec la consolidation des perspectives de taux long terme à un niveau très faible, il n'y a quasiment plus de différences entre les conditions de taux pour les différentes échéances.

↗ Placements

L'écart de rendement entre les placements immobiliers et les placements sans risques s'est certes légèrement réduit, mais les placements immobiliers continuent d'offrir un excellent profil de rendement-risque.

Offre

→ Activité de construction

Dans le segment de la propriété, l'activité de construction ne parvient pas à suivre la demande toujours forte de propriétés. En effet, la construction effrénée d'immobilier de placement lui retire des terrains constructibles.

↗ Vacances

Au 1^{er} juin 2019, la progression des vacances était inférieure aux attentes de nombreux observateurs du marché. Le taux de logements vacants va également progresser modérément en 2020. Dans de nombreuses communes urbaines loin des centres, il a atteint une ampleur telle que les processus d'adaptation sont inévitables.

Perspectives pour les prix

↗ Prix à l'achat

Les taux bas continus sécurisent les prix des maisons individuelles vers le bas. Comme l'achat demeure plus intéressant que la location, nous continuons de tabler sur la hausse continue des prix. Or, en raison de l'effet adoucissant des exigences de fonds propres et de la capacité financière, la dynamique ralentit.

↘ Loyers

Dans les régions présentant un taux de vacances élevé, l'offre locative excessive pèsera à l'avenir aussi sur les loyers proposés. Or, la correction n'est pas encore assez forte pour faire baisser les loyers existants.

CONDITIONS-CADRE ECONOMIQUES

Le commerce mondial continue de souffrir des conflits commerciaux. En l'occurrence, l'atmosphère dans l'industrie suisse s'est assombrie. Les perspectives d'emploi dans le secteur des services demeurent solides, ce qui a également contribué à stabiliser l'immigration.

Les nombreux risques géopolitiques continuent de peser sur les perspectives commerciales des entreprises à l'export. Cela vaut en particulier pour le conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine. Avec en plus la nouvelle hausse du franc, le moral des entreprises du secteur manufacturier suisse est en berne.

L'épais coussin de commandes constitué lors de la phase expansive précédente contribue toutefois jusqu'à présent à éviter une forte correction de l'activité de production. Certes, l'industrie accuse une stagnation de l'emploi, mais le secteur tertiaire se montre plus résistant. Ainsi, la tendance haussière au niveau de l'emploi se poursuit à un rythme globalement plus modéré.

Les principaux moteurs demeurent les services aux entreprises ainsi que les secteurs de la santé et des affaires sociales, tandis que les effectifs continuent de se réduire dans le commerce en raison des mutations structurelles et du tourisme d'achat.

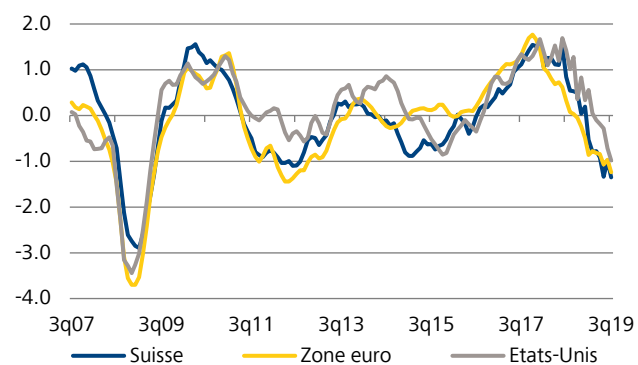
L'immigration s'est stabilisée

La solidité du marché du travail suisse a contribué à stabiliser l'immigration. Certes, il y a bien moins d'immigration qu'auparavant, surtout en provenance d'Europe du sud. La tendance baissière s'est toutefois considérablement affaiblie. Même l'immigration originaire d'Europe de l'Est stagne à un niveau plus bas. En revanche, l'immigration nette d'Europe du nord augmente de nouveau légèrement.

Globalement, sur l'année, le solde migratoire s'est stabilisé à près de 55.000. Désormais, il se situe à un tiers au-dessus du plus-haut de 2013. Toutefois, en comparaison avec d'autres pays industriels, la croissance de la population suisse ressort à un niveau toujours élevé à 0,7%.

Faiblesse globale de l'industrie

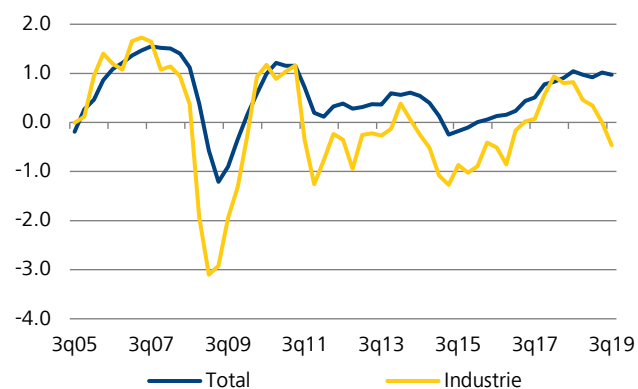
Indice des directeurs d'achat, industrie manufacturière, standardisé (moyenne à long terme = 0)



Source: Markit, Raiffeisen Economic Research

Le secteur tertiaire continue de réduire les effectifs

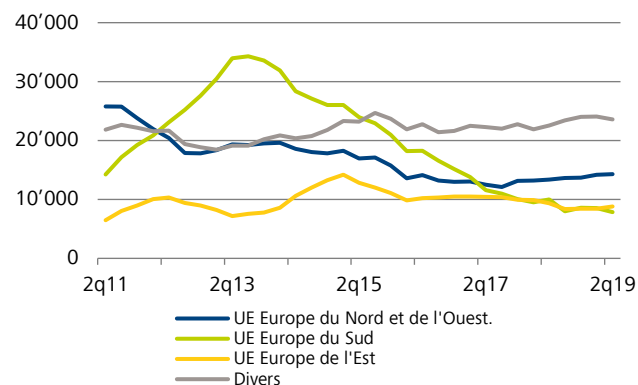
Indicateur d'emploi de la KOF



Source: KOF, Raiffeisen Economic Research

De nouveau un peu plus d'arrivées d'Europe du Nord

Solde migratoire, cumul sur 12 mois, en milliers



Source: SEM, Raiffeisen Economic Research

MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE

La BCE a une nouvelle fois révisé les taux à la baisse, mais les limites de sa politique monétaire semblent ainsi (quasiment) atteintes. La pression sur le franc suisse était par conséquent également limitée, et la BNS a laissé son taux directeur inchangé, de sorte que les taux hypothécaires tendent également vers une évolution latérale.

Le refroidissement de la conjoncture entraîne une nouvelle détente de la politique monétaire. La Fed a par précaution baissé les taux pour soutenir la relance de l'économie américaine.

En raison de la dynamique plus faible dans la zone euro, l'objectif d'inflation de près de 2% de la BCE s'éloigne un peu plus. C'est pourquoi un paquet de mesures très complet a été décidé, y compris de relever le taux négatif à -0,5%. Par ailleurs, la BCE veut conserver les taux pendant une période prolongée au niveau actuel voire même à un niveau plus bas.

Les doutes croissants quant à la pertinence de nouvelles baisses de taux ont toutefois contribué à réduire la pression sur le franc suisse et la BNS. Lors de sa réunion de septembre, la BNS a ainsi décidé, hormis les situations d'urgence, de ne pas baisser davantage les taux. Certes, ce n'est pas exclu, surtout suite à une nouvelle appréciation du franc, mais elle devrait s'en servir en dernier recours.

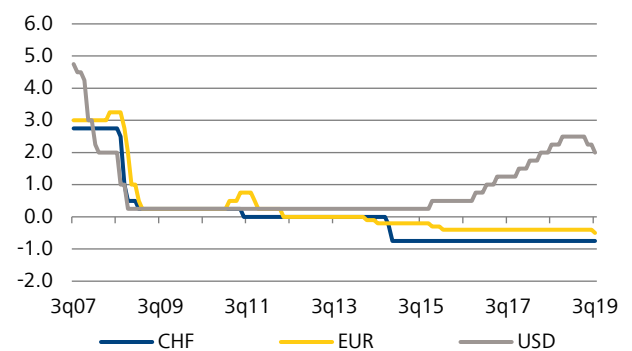
La demande d'hypothèques demeure solide

Les taux hypothécaires suisses demeurent ainsi relativement stables près des plus-bas record. Avec la consolidation des attentes de taux à long terme à des niveaux très bas, il n'y a quasiment plus de différences entre les conditions de taux pour les différentes échéances. La tendance des hypothèques aux échéances plus longues se prolonge donc. Les hypothèques fixes avec une échéance de plus de 7 ans ont récemment été particulièrement demandées.

Malgré les exigences de capacité financière élevées, la demande de nouvelles hypothèques demeure globalement toujours aussi solide. La croissance annuelle des hypothèques s'est stabilisée au troisième trimestre à 3,5%.

La BNS n'a pas suivi la BCE

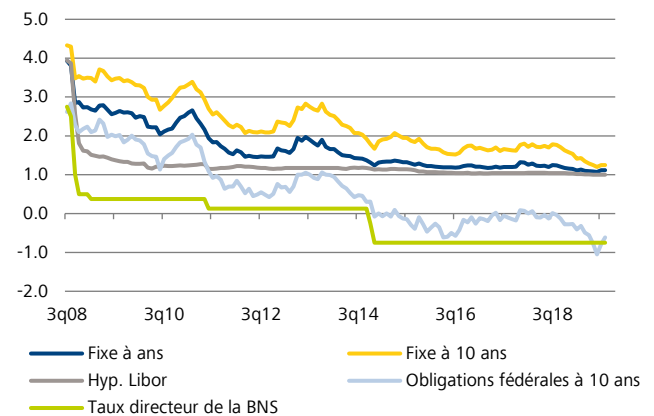
Taux directeurs des banques centrales en %



Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Les taux hypothécaires se sont stabilisés

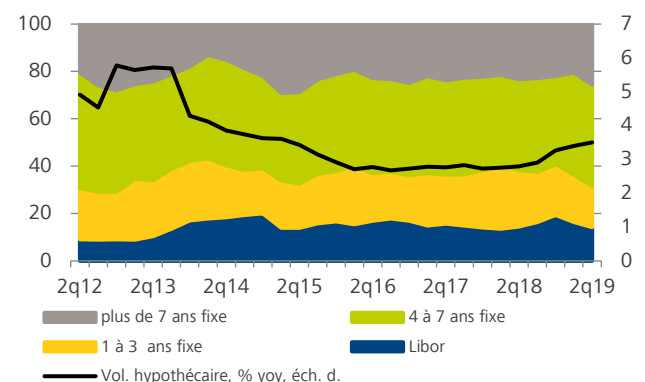
Taux pour les activités nouvelles, valeur moyenne, en %



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

Hypothèques à long terme de nouveau plus demandées

Structure long terme nouv. hypothèques Raiffeisen, en %



Source: SNB, Raiffeisen Economic Research

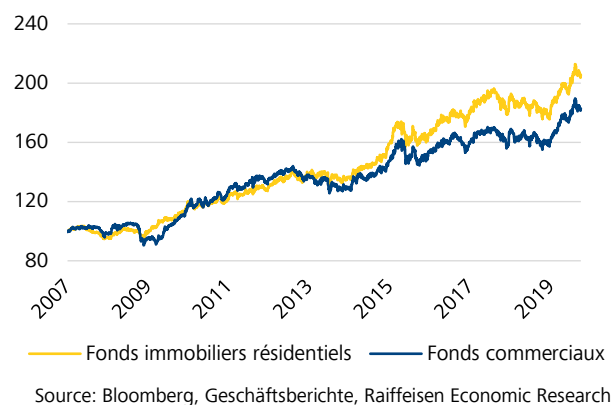
FONDS IMMOBILIERS

Les intérêts qui ont encore notablement baissé en 2019 ont dopé la performance des fonds immobiliers suisses cotés. Les agios taquent pour la première fois depuis deux ans le seuil de 30%. Il est temps de s'attarder sur ces majorations de prime abord bien mystérieuses.

Celui qui a investi dans les fonds immobiliers résidentiels cotés depuis 2007, a plus que doublé son argent au cours de cette période: les fonds commerciaux ont même enregistré des rendements de 80%. Grâce à des taux encore plus bas et les anticipations que la situation perdurera encore longtemps, jusqu'à présent, malgré un petit creux fin septembre, 2019 était une année absolument record pour les placements immobiliers indirects.

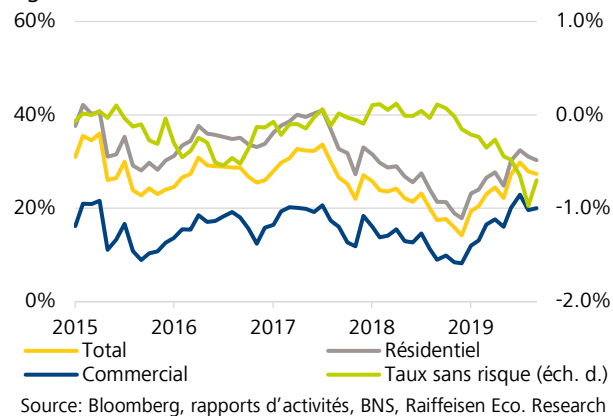
Fonds immobiliers résistants à la crise

Total Return Index fonds immobiliers cotés, 2007=100



Les anticipations de taux ajustées ont dopé les agios en 2019

Agios des fonds immobiliers cotés



Avec les cours, les majorations des prix du marché face à la valeur d'inventaire nette (Net Asset Value, NAV), les agios des fonds immobiliers cotés se situent de nouveau à un niveau non atteint depuis bientôt

deux ans. Or, pourquoi les investisseurs sont-ils prêts à payer un prix près d'un tiers supérieur à celui déterminé par des experts indépendants et compétents à l'issue d'un long et minutieux processus?

Hypothèse de liquidation comptable

Pour déterminer la NAV d'un fonds, les normes comptables des rapports financiers prévoient la déduction des impôts sur les gains immobiliers, échus en cas de vente immédiate de tout l'immobilier qui s'y trouve, de la valeur estimée. Or, ce calcul de la NAV sous-estime la véritable valeur d'un portefeuille immobilier. Car, en règle générale, les fonds ne vendent pas les biens immobiliers, mais les conservent pour obtenir un rendement avec un horizon de placement long. Cela réduit la valeur actuelle des impôts dus par des effets d'escompte. En théorie, les biens pourraient être conservés à tout jamais, de sorte que les impôts de liquidation ne seraient jamais échus. Or, ces impôts représentent près de 8% de la NAV des fonds. Dans l'hypothèse de la conservation éternelle, 30% des agios des fonds pourraient s'expliquer par cet effet de comptabilité. Comme les prix de l'immobilier ne connaissent pratiquement qu'une seule direction depuis le milieu des années 90, les impôts de liquidation sont proportionnels à l'âge du portefeuille d'un fonds immobilier. Cela signifie que plus un fonds est âgé, plus l'agio est en règle générale élevé.

Se bonifie avec l'âge, comme un bon vin.

L'âge de cotation d'un fonds immobilier explique près de 45% de l'agio. Cela signifie que l'effet d'impôt de liquidation évoqué ne représente qu'une partie de l'effet de l'âge sur l'importance de l'agio d'un fonds. Par ailleurs, plus un fonds est âgé, plus le potentiel latent de hausse des loyers dans les portefeuilles est élevé. Comme les loyers ont augmenté sur le long terme en parallèle aux prix de l'immobilier et que le droit du bail limite les hausses des loyers existants, les loyers du portefeuille sont inférieurs aux nouveaux loyers théoriquement atteignables sur le marché libre.

Les estimateurs évaluent professionnellement le portefeuille à l'aide de ces loyers existants inférieurs. Or, tôt ou tard, même les locataires de longue date finissent par déménager ou un complexe est entièrement rénové. Ensuite, il est généralement possible d'exploiter l'intégralité du potentiel des loyers d'un bien immobilier.

Les effets de marque sont également corrélés positivement à l'âge et favorisent la disposition de paiement de l'investisseur. Une prime de confiance plus élevée et une compétence plus grande sont accordées au management d'un fonds existant depuis longtemps et géré par une institution établie. Ceci accroît aussi la disposition de paiement des investisseurs et donc l'agio.

Réguler crée la confiance et accroît la valeur

Les fonds immobiliers suisses cotés sont régis par la Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC) et sont surveillés par l'Autorité de surveillance des marchés (Finma), ce qui rassure les investisseurs. La LPCC stipule par ex. qu'à tout moment, chaque investisseur peut redonner ses parts à la société de fonds au montant de la NAV. Ainsi, la NAV (déduction faite d'une éventuelle commission de retour) constitue un seuil «naturel» pour la valeur boursière d'une part de fonds. De nombreuses autres réglementations protègent les investisseurs des situations anxiogènes.

Prime de liquidité

Imaginez que vous êtes propriétaire de deux maisons absolument identiques. L'une de ces maisons est toutefois cotée en bourse, l'autre pas. Laquelle de ces deux maisons préféreriez-vous posséder? La réponse devrait être claire: vous ne devriez pas payer moins pour la maison cotée. En effet, la cotation en bourse transforme la maison illiquide immobile en instrument financier liquide. Vous pouvez à tous moments et à moindres frais vendre des parts voire même toute la maison. Sans publication complexe, sans visite, sans inscription au registre foncier.

Ne jamais mettre tous ses œufs dans le même panier

Un fonds immobilier investit généralement dans un portefeuille de biens largement diversifiés selon la taille et l'usage. Selon la théorie des portefeuilles moderne, cette diversification permet de réduire le risque d'un placement à anticipations de rendements équi-

valentes. Comme l'Homme a une aversion naturelle envers les risques, il est prêt à payer une prime pour obtenir la réduction des risques – la raison d'être des assurances. Comme les investisseurs en fonds immobiliers apprécient les avantages de cet effet de portefeuille, ils versent une prime de diversification qui fait partie de l'agio.

Le temps n'est jamais à l'arrêt

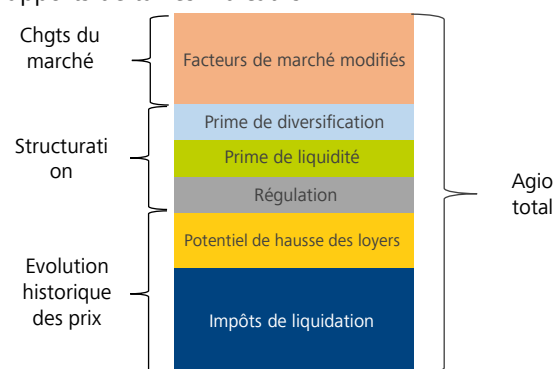
Les portefeuilles des fonds immobiliers sont évalués deux fois par an (rapport annuel et rapport semestriel) par des experts indépendants. Or, dans l'intervalle, le temps ne s'immobilise pas et les conditions de marché évoluent sans cesse. Ainsi, en particulier les variations de taux mais également les perspectives économiques ont un impact sur la valeur de l'immobilier. Le marché des capitaux agrège immédiatement ces nouvelles informations tandis que les fonds prennent un peu plus de temps. Fin 2018, l'agio moyen des fonds représentait encore 14%, alors les rendements des obligations sur 10 ans de la Confédération s'élevaient à près de 0%. La hausse de l'agio à 27,5% s'explique en grande partie par la baisse à -0,7% des taux longs au deuxième semestre 2019, ce qui ne figure pas encore dans les derniers rapports annuels ou semestriels.

Ni irrationnel, ni mystérieux

L'agio peut donc très bien s'expliquer par les règles comptables, une approche d'évaluation plutôt conservatrice, les changements de la situation du marché depuis le jour de l'évaluation, la compétence de la société de fonds, ainsi que les avantages de la structuration des biens individuels contenus dans le fonds pour un portefeuille diversifié négociable. Rien de bien mystérieux dans tout ça.

Les composantes de l'agio

Rapports de tailles indicatifs



Source: rapports d'activités, Bloomberg, Raiffeisen Eco. Research

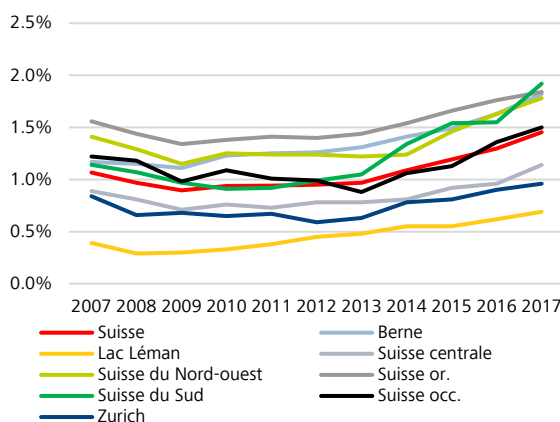
LOCATIF

A la différence de l'année dernière, la publication du taux officiel des logements vacants n'a provoqué qu'une réaction modérée des médias. Or, l'analyse plus détaillée des logements locatifs montre que certains cantons accusent un taux élevé de vacances, avec de grandes différences selon les régions.

Début septembre, l'Office fédéral de la Statistique publiait le taux de logements vacants (TLV). Au 1er juin 2019, 1,66% du parc locatif suisse était vide. Contrairement aux anticipations des observateurs qui se basaient sur le taux de 1,62% de l'année précédente, les vacances n'ont que légèrement augmenté. Il est également intéressant de constater la réaction publique plutôt réservée face aux chiffres de vacances. En 2018, le retentissement médiatique face à la progression de 1,45% à 1,62% était bien plus important puisqu'il a été question de quartiers fantômes et de production de masse. Même le législateur s'est senti obligé d'intervenir, allant jusqu'à renforcer l'auto-régulation des banques qui a culminé dans l'immobilier de placement. La réaction plutôt réservée du grand public était la plus adaptée d'un point de vue économique, car la retenue devrait toujours être de mise lors de l'interprétation isolée d'un indicateur. Outre le fait qu'une analyse d'ensemble devrait toujours faire appel à de multiples indicateurs, il ne faut jamais ignorer les faiblesses d'un indicateur.

Les écarts entre les régions se creusent

Evolution des chiffres de vacances selon les grandes régions



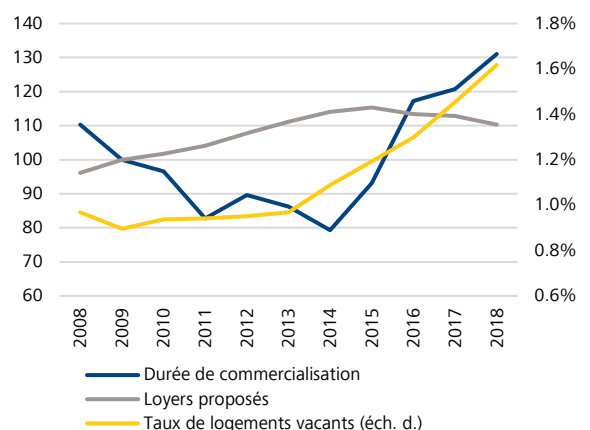
Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

La ventilation sur les différentes grandes régions suisses fait apparaître une hausse presque généralisée des vacances au cours des dernières années. Toutefois, l'évolution est contrastée: les régions telles que

la Suisse du Nord-Ouest, la Suisse orientale, la Suisse du sud et la Suisse occidentale affichent avec un TLV de plus de 2% des quotas nettement plus élevés que la moyenne nationale – tendance toujours croissante. De l'autre côté se trouvent les régions du lac Léman et Zurich, qui avec un taux inférieur à 1% se situent nettement en dessous de la moyenne nationale. Cette baisse sensible du taux de vacances par rapport à l'année précédente creuse un peu plus l'écart entre les hotspots urbains et les autres régions helvétiques.

Les vacances plus élevées entraînent des loyers plus bas

Durée de commercialisation moyenne pour les locations, loyers proposés (indexé, 2009 = 100) et TLV, échelle nat.



Source: OFS, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Les vacances accrues ont une forte incidence sur les marchés locatifs. Le TLV croissant accentue encore les difficultés de commercialisation de logements locatifs. Grâce à la hausse de la durée de commercialisation, un nombre croissant de bailleurs est disposé à baisser les nouveaux loyers pour éviter des vacances douloureuses sur le long terme. Comme il est clairement visible à échelle fédérale, la hausse du TLV a exercé une pression sur les loyers proposés à partir de 2015 (cf. le graphique en haut). Pour 2020, nous tablons également sur la baisse continue des loyers proposés à échelle nationale.

En grande majorité, les vacances concernent le locatif

TLV officiel, part de logements locatifs au parc de logements vacants, TLV estimé pour les biens locatifs, changement du nombre de logements locatifs vacants par rapport à 2018

CH	TLV	Nombre de logements locatifs	TLV estimé pour logements locatifs	Variation des logements locatifs vacants
CH	1.66%	83%	2.63%	5.19%
ZG	0.42%	87%	0.59%	4.4%
GE	0.54%	79%	0.61%	8.6%
ZH	0.89%	84%	1.15%	-10.4%
BS	1.02%	98%	1.32%	46.1%
VD	1.10%	78%	1.46%	4.4%
OW	0.87%	75%	1.69%	27.3%
BL	1.06%	89%	1.91%	34.1%
SZ	1.44%	76%	2.19%	-3.1%
NW	1.50%	78%	2.20%	-24.5%
LU	1.51%	90%	2.32%	10.7%
BE	1.86%	86%	3.18%	2.2%
FR	1.83%	86%	3.25%	21.2%
GL	1.71%	80%	3.45%	-4.0%
GR	1.68%	62%	3.61%	10.9%
UR	1.88%	80%	3.70%	34.1%
SG	2.18%	87%	3.80%	1.1%
NE	2.39%	97%	3.93%	18.9%
AR	2.30%	79%	4.46%	13.3%
SH	2.56%	92%	4.49%	5.8%
JU	2.59%	71%	4.50%	2.6%
TI	2.29%	84%	4.50%	18.5%
AG	2.59%	86%	4.72%	-0.4%
AI	2.02%	93%	4.75%	18.9%
TG	2.65%	87%	4.81%	14.7%
VS	2.09%	67%	5.41%	-9.9%
SO	3.40%	89%	6.70%	14.6%

Source: ARE, OFS, Raiffeisen Economic Research

L'une des faiblesses du taux de logements vacants est qu'il n'est pas très pertinent pour certains sous-marchés. C'est ainsi qu'il est impossible de le déterminer directement uniquement pour le locatif ou uniquement pour la propriété. Etant donné que structurellement, le marché de la propriété tend à un taux de vacances nettement inférieur à celui du marché locatif, une interprétation naïve pourrait donner une image faussée dans les deux segments.

Le tableau ci-dessus montre que dans la plupart des cantons, les vacances concernent avant tout les logements locatifs, avec en tête Bâle-Ville et Neuchâtel où plus de 95% des biens vacants sont des locations. Notre estimation du TLV pour le locatif montre que ce TLV effectif est significativement supérieur au taux officiel voire représente près du double dans de nombreux cantons.

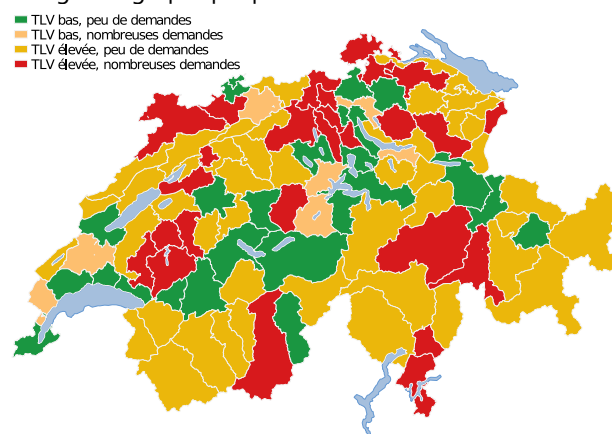
Evolution régionale très contrastée

Dans les cantons de Zoug et de Genève, nettement moins que 1% des logements locatifs sont vacants, de sorte que l'on pourrait presque parler de pénurie. A l'autre extrémité se trouvent par exemple l'Argovie, la Thurgovie ou Appenzell Rhodes-Intérieures où près d'un logement sur vingt est vide. Or, le champion toutes catégories est Soleure, où 6,7% du parc locatif est vacant selon nos estimations.

Au 1er juin 2019, la Suisse affichait 5% de logements vacants de plus que le même jour un an plus tôt. Les changements cantonaux révèlent des évolutions très différentes. Les vacances ont nettement baissé dans les cantons de Nidwalden, Zurich ou du Valais. En revanche, les deux Bâle, Obwalden ou Fribourg affichent de fortes hausses. Ni le niveau absolu, ni le changement strict par rapport à l'année précédente ne donnent beaucoup d'indications sur la situation du marché locatif d'une région donnée. C'est ainsi qu'une augmentation de 46% d'un taux de vacances de 1,32% est nettement moins problématique à Bâle-Ville qu'une hausse de 18,5% du TLV de 4,5% dans le Tessin.

Pénurie et excès de l'offre

Régions de Suisse centrale selon le TLV locatif estimé et nouveaux permis de construire catégorisés, par analogie au graphique p. 11.



Source: ARE, OFS, Docu Media, Raiffeisen Economic Research

Le graphique figurant à la page suivante affiche la position d'une sélection de régions de Suisse centrale par rapport à la moyenne suisse à l'aide de la TLV pour les logements locatifs et les demandes de permis de construire pour de nouveaux biens locatifs. Un placement dans le carré droit en haut indique une offre excessive qui ne cesse de croître, tandis que les régions figurent en bas à gauche sont plutôt confrontées à une pénurie des logements. Les régions

dans les deux autres carrés suivent un processus d'adaptation, dans la mesure où à moyen terme la future activité de construction réduira l'offre excessive ou insuffisante.

Il est donc peu étonnant que ce soient avant tout les centres urbains tels que Zurich, Bâle, Berne et l'Arc lémanique qui figurent parmi les régions accusant une pénurie. Une grande demande et la rareté de terrains constructibles continueront de garantir un TLV bas. Les régions avec une offre excessive qui pour l'instant continue de s'étendre se trouvent avant tout en Suisse orientale, en Suisse du Nord-Ouest, dans différentes régions de Suisse occidentale et dans le Sud du Tessin, la plupart du temps en dehors des grands centres (cf. carte).

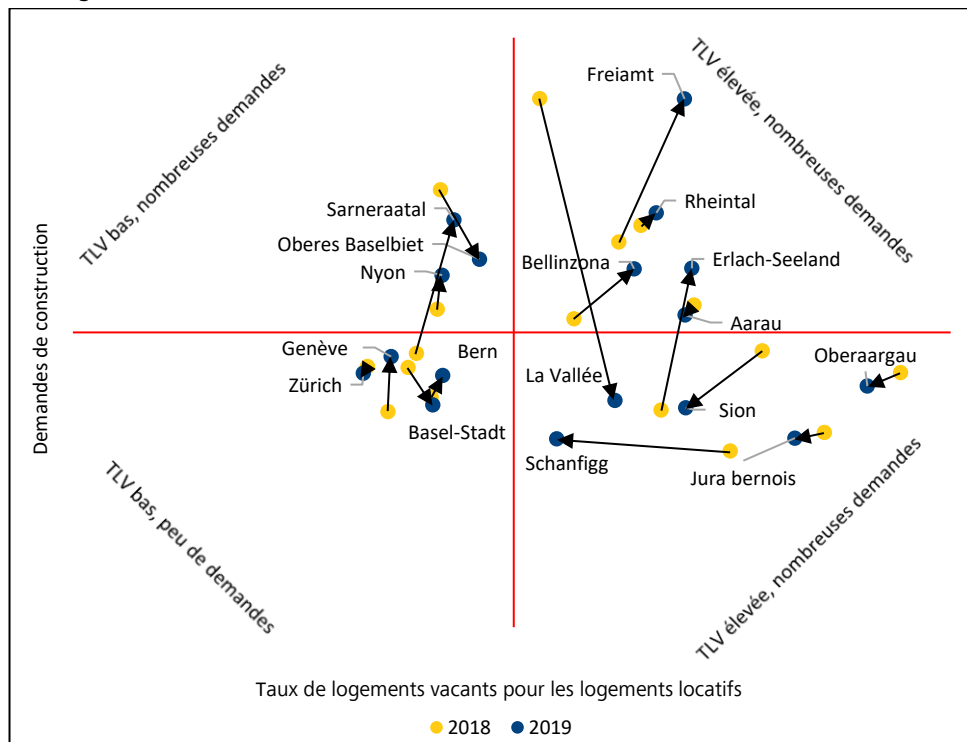
Le marché réagit – mais pas partout

Au niveau fédéral, l'offre excessive a déclenché des processus d'adaptation. C'est ainsi que les producteurs ont réagi aux vacances élevées et à la baisse des

loyers par un recul des nouvelles demandes de permis de construire. Les marchés régionaux réagissent aussi, mais pas partout. En cas de prévalence d'un taux de vacances élevé, la logique voudrait qu'il y ait moins de demandes de permis de construire, ce qui réduit les vacances à moyen terme. Dans de nombreuses régions, cela semble fonctionner. Il existe toutefois un chiffre non négligeable, qui affiche à nouveau des hausses des TLV et des demandes de permis, bien que par le passé de nombreux logements locatifs étaient vacants. D'autres mouvements en direction du «haut-droite» comme par ex. de Bellinzona ou le Freiamt sont problématiques, car ils augmentent nettement le risque de corrections. Dans ces régions, les acteurs du marché semblent ignorer les avertissements ou ils initient un processus d'éviction. Il sera intéressant de voir dans quelle mesure l'entrée en vigueur l'année prochaine du renforcement des règles de financement des biens de placement par les banques aura une influence précisément sur ces régions.

Réaction du marché aux vacances régionales

Position d'une sélection de régions de Suisse centrale ou TLV locatif estimé et nombre de nouvelles demandes pour le locatif (T2 année précédente jusqu'à T2 année sous revue) en % du parc résidentiel. La moyenne suisse sert de benchmark (axes rouges).



Source: ARE, OFS, Docu Media, Raiffeisen Economic Research

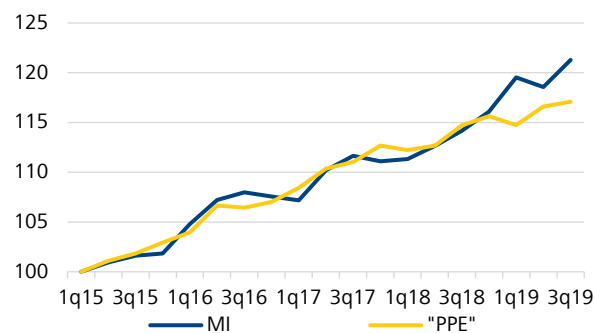
PROPRIÉTÉ

La Suisse recense de nombreux logements locatifs vacants, mais quasiment pas de logements en propriété. Et pourtant, on construit de moins de moins de nouvelles propriétés. Bien que des prix de la propriété battent tous les records, il n'y a aucune incitation à l'extension de l'activité de construction, car les développeurs gagnent davantage d'argent sur les terrains constructibles en y érigeant des logements locatifs.

Tant les maisons individuelles que les appartements en propriété n'ont jamais été aussi chers. Après un court répit, les prix des maisons individuelles ont de nouveau nettement progressé au 3e trimestre par rapport au trimestre précédent avec +2,3%. La propriété par étages a tout de même enchéri de +0,4%. Ainsi, il y a un an, une maison coûtait 6% de moins qu'aujourd'hui, un appartement 2% de moins. Les raisons de cette évolution sont les mêmes que celles des périodes précédentes. Les taux bas rendent la propriété financièrement attrayante par rapport à la location, ce qui dope les achats immobiliers. En même temps la pénurie demeure, car peu de nouveaux biens arrivent sur le marché.

Deux nouveaux records

Indice de transaction des prix Raiffeisen, 1q15 = 100



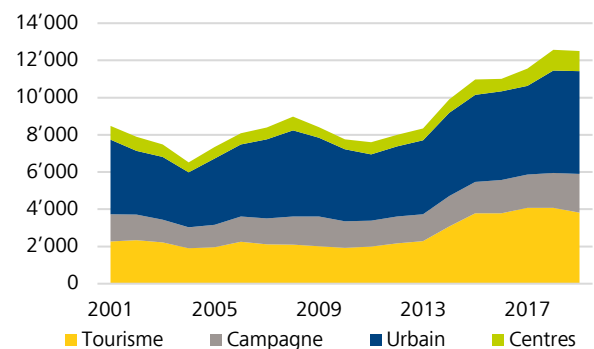
Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

Biens rares

Le taux de logements vacants publié par l'OFS à la mi-septembre indique qu'au 1er juin 2019, la Suisse comptait près de 12'500 biens immobiliers vides. Selon nos calculs, il en résulte un TLV de près de 0,6% dans le segment de la propriété - la hausse continue des prix n'a donc rien d'étonnant dans ce marché extrêmement sec. Le nombre de MI et PPE vacants a certes progressé ces dernières années, mais surtout dans les régions touristiques de Suisse. Ces zones se distinguent par une part très élevée de résidences secondaires. Si l'on exclut cette composante, le TLV pour les premiers appartements stagne depuis des années à un faible niveau.

Vacances dans les régions urbaines et touristiques

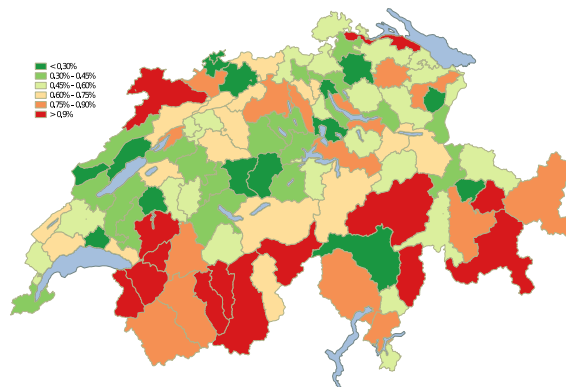
Nombre de logements vacants, propriété



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Le Valais et les Grisons particulièrement touchés

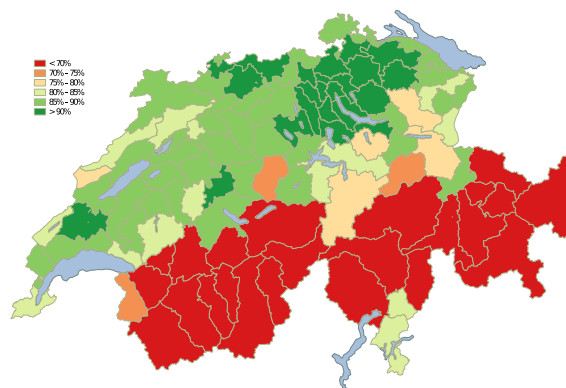
TLV des propriétés



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

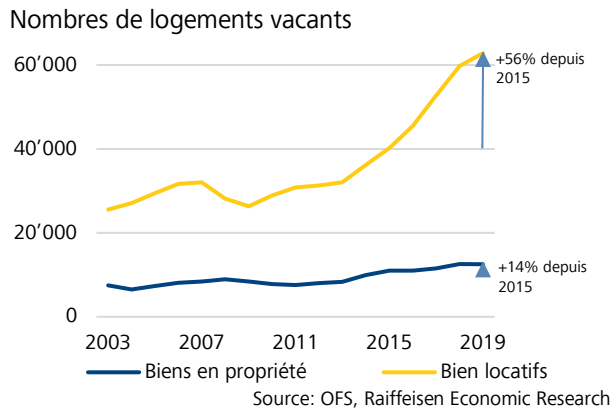
Les logements de vacances vides comme moteurs

Part des premiers logements dans le parc résidentiel



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

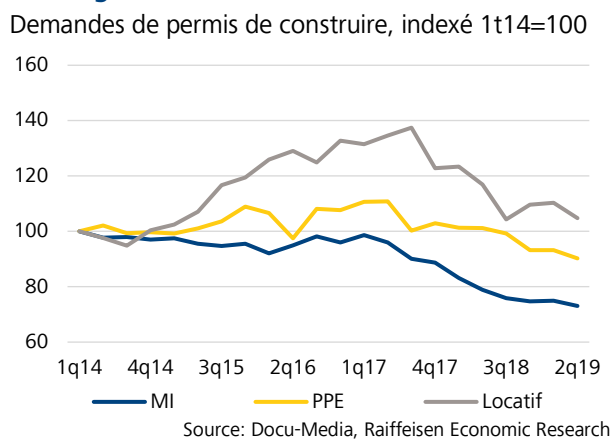
Déferlante de locatif, pénurie de propriété



Alors que le nombre de logements en propriété vacants a progressé de 14% depuis 2015, sur la même période, ce chiffre a augmenté de plus de 56% pour les logements locatifs. A hauteur de plus de 62.500 biens, de nos jours cinq fois plus de logements locatifs que de logements en propriété sont vacants. Les conséquences de cet excès de l'offre sont des loyers en baisse et donc des rendements en baisse pour les investisseurs.

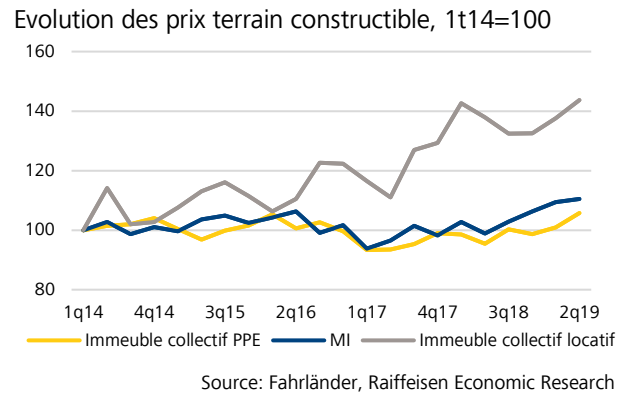
Dans ce contexte, on pourrait s'attendre à l'entrée en jeu des forces du marché et donc que la construction effrénée de logements locatif fasse place à celle de logements en propriété. Il n'en est rien: la construction de logements locatifs excède toujours la demande. Et en parallèle, on produit toujours moins de MI et de PPE que ne réclament les Suisses.

Baisse généralisée de l'activité de construction



Comment est-ce possible? Celui qui a le choix de construire soit des logements locatifs, soit des biens en propriété sur une parcelle, choisit l'alternative qui générera les rendements les plus élevés. De toute évidence et malgré les prix record de la propriété, la construction d'immobilier de placements est plus rentable que la construction de MI ou de PPE.

L'immobilier locatif de plus en plus rentable



Si l'on observe l'évolution des prix des terrains constructibles, on constate que l'immobilier de placement a donné le la, bien plus que la propriété à usage personnel. Les prix des terrains pour biens de placement ont progressé nettement plus que ceux pour la propriété. Cela s'explique par le niveau bas des taux et la pénurie de placements. Contrairement à la propriété, l'immobilier de placement est adapté en tant qu'objet de placement et donc une catégorie de placement pour les investisseurs institutionnels. Ces derniers recherchent désespérément un terrain pour y construire des immeubles pour les logements locatifs. Malgré les rendements baissiers de ces investissements caractérisés par des loyers en baisse et des vacances en hausse, ils demeurent bien plus attractifs que des alternatives au profil de risque-rendement comparable. Les marchés pour les terrains constructibles pour les biens locatifs et en propriété sont bien sûr en partie les mêmes. L'attractivité de la construction de biens de placement détournera de plus en plus importante des terrains constructibles déjà rares vers ce segment.

Victoire à la Pyrrhus des régulateurs

Les prix de la propriété devraient encore fortement progresser pour être aussi attractifs que l'immobilier de placement aux yeux des développeurs. Toutefois, ceci ne se produit pas, car les forces du marché ne jouent pas. Les exigences en termes de fonds propres et de capacité financière empêchent les acheteurs de développer leur pleine solvabilité. C'est ainsi que le prix perd sa fonction d'arbitre. Ainsi, en raison des réglementations renforcées pour la propriété à usage personnel, ce marché a été factuellement sacrifié en faveur de celui des biens de placement. A court terme, il régnera donc toujours la situation caractérisée par la construction de trop de logements locatifs et de trop peu de MI et de PPE. Ceci bien qu'à l'heure actuelle, même le régulateur situe les risques au niveau du logement locatif et non pas dans la propriété.

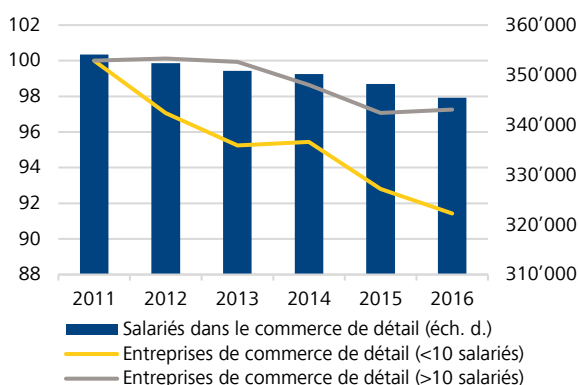
COMMERCE DE DÉTAIL – USAGE DU REZ-DE-CHAUSSÉE

Voilà belle lurette que le marché des surfaces de vente est saturé. Alors qu’une grande retenue règne dans la construction des surfaces de commerce de détail, la réorganisation des usages respectifs des rez-de-chaussée dans la construction de logements locatifs se poursuit allègrement. Il est donc urgent de repenser la planification, la mise en œuvre et la gestion des rez-de-chaussée.

Le commerce de détail stationnaire continue de souffrir de la mutation structurelle de la branche. Le commerce en ligne, le tourisme d’achat et la saturation de la consommation rendent la vie dure au commerce de détail classique. Cette évolution laisse des traces dans le marché. L’agonie du secteur se laisse très bien décrire à l’aide d’une poignée d’indicateurs: le nombre d’entreprises, surtout les plus petites baisse depuis des années. De 2011 à 2017, le nombre de petites entreprises dans la branche a reculé de 10% à tout juste 31.000. Outre l’environnement de marché difficile, cela atteste des fortes tendances à la concentration. Entre le 3e trimestre 2018 et le 2e trimestre 2019, il y a eu 3.116 créations pour 3.144 radiations du registre du commerce, ce qui explique une fluctuation élevée. La réduction des lieux de travail s’accompagne d’un recul des postes dans la branche. En l’espace de 7 ans, leur nombre s’est réduit de près de 10’000 (3%).

«Hécatombe des petits magasins» et réduction d’effectifs

Nombre d’entreprises (indexé, 2011=100) et salariés dans le commerce de détail



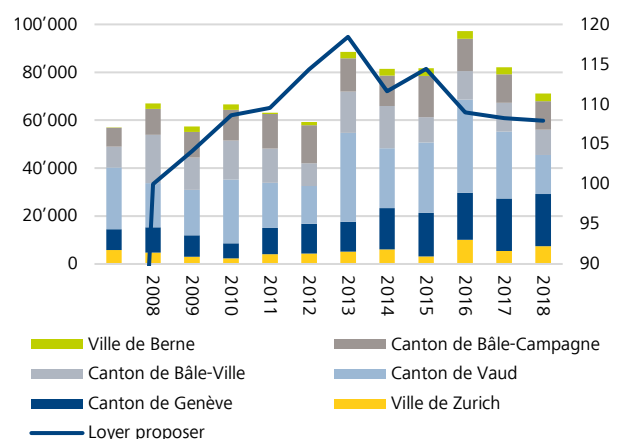
Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Le recul du nombre d’entreprises, accompagné d’une concentration à la suite de la réduction concomitante du personnel a été suivi d’un recul de la demande en surfaces de vente au détail. Ceci se traduit par le nombre de surfaces de vente vacantes dans diffé-

rentes villes suisses et cantons, qui conjointement représentent près d’un tiers du marché suisse (cf. le prochain graphique). Jusqu’en 2013, le nombre de surfaces inutilisées était relativement stable à près de 60.000 m². 2014 a vu une progression spectaculaire à près de 90’000 m² pour ensuite osciller entre 80’000 et 100’000 m². Cette hausse a exercé une pression sur les loyers proposés. Alors que les loyers ont continuellement augmenté jusqu’en 2013, désormais la hausse significative des vacances à partir de 2014 s’est accompagnée d’une baisse des prix proposés. En marge actuellement, on constate une détente des vacances agrégées avec en parallèle, une légère reprise des loyers. Or, nous ne le percevons pas comme un retournement de tendance durable, mais comme un coup d’arrêt temporaire.

Vacances plus élevées, loyers plus bas

Surfaces de vente vacantes dans une sélection de villes et de cantons et loyers proposés dans toute la Suisse (indexés)



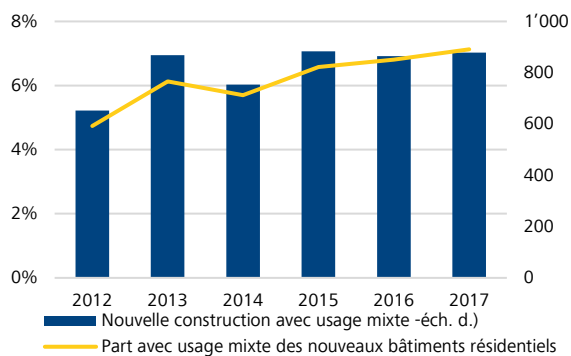
Source: Offices de statistique, Wüest Partner, Raiffeisen Eco. Research

Face à une situation de vacances élevées et de loyers bas, le marché devrait réagir par une réduction de la production. D’ailleurs, elle a lieu dans le domaine des surfaces de vente stricto-sensu. La construction de nouveaux centres commerciaux a par exemple nettement baissé, ce qui paraît sensé vu les perspectives d’avenir plutôt sombres de la branche. Or, la situation est toute autre dans le segment des surfaces

de rez-de-chaussée, qui dans de nombreuses régions rencontre des difficultés de commercialisation encore plus importantes que les surfaces de vente stricto sensu. Malgré les tendances à la saturation, dans les centres urbains périphériques et les très grands complexes, on continue de produire des surfaces de parterre à tout va. Voilà des années que le nombre de bâtiments résidentiels érigés à usage mixte est très élevé à l'échelle de l'ensemble de la Suisse. Mesuré au parc total des nouveaux bâtiments, leur part a même augmenté ces dernières années (cf. graphique). Or, cette évolution s'explique moins par une évaluation erronée de la part du développeur de projet que par les directives et ordonnances trop rigides. Dans le cadre du boom persistant de la construction de logements locatifs, on constate que de nombreux complexes voient le jour à des endroits où en raison de la situation ou de la taille, la législation exige un minimum d'utilisation différente. Bien que la commercialisation d'une boutique au rez-de-chaussée dans un petit centre urbain ou un grand complexe immobilier situé en périphérie en raison d'une faible fréquentation de la clientèle, de vacances élevées ou de loyers plus bas est moins lucrative, les développeurs n'ont souvent pas d'autre choix.

Surproduction de bâtiments à usage mixte

Nombre et part de nouvelles constructions à usage mixte



La conséquence de cette évolution est l'apparition de nouvelles surfaces de magasins difficiles à commercialiser, qui exercent une pression supplémentaire sur les loyers des surfaces de commerce de détail existantes. Comme les développeurs de telles surfaces de vente prescrites ont conscience de la difficulté de la situation du marché, les anticipations de longues vacances et de rendements plus bas sont prises en compte dans la planification de projet et les calculs de rendement. Négliger les rez-de-chaussée dans le processus de planification ne favorise pas leur qualité, ce qui rendra plus difficile la commercialisation ultérieure.

Par ailleurs, les coûts pour les vacances anticipées plus longues et les loyers plus bas doivent être subventionnés par les loyers des logements. Or, ces développements sont difficilement compatibles avec les objectifs initiaux des directives de constructions, plans de quartier et classements. Au lieu d'animer les quartiers résidentiels, ils ont actuellement plutôt l'effet contraire. Il serait donc souhaitable d'adapter ces directives et d'octroyer une plus grande marge de manœuvre aux acteurs du marché.

Mutation de la gestion des rez-de-chaussée

A court terme, la situation du marché ne s'améliorera pas. La mutation structurelle persistante dans le commerce de détail et la surproduction va encore faire empirer les choses en dehors des emplacements de premier ordre. L'évolution des vacances affiche toutefois des divergences car la baisse des loyers attire des intéressés d'autres secteurs. Les restaurants, crèches et prestataires de services à la personne tels que par ex. les coiffeurs ou les salons de beauté s'installent désormais à des emplacements plus centraux. En raison de la faible productivité dans ces secteurs, malgré la demande, il n'y aura pas d'enchérissement des loyers. Outre la baisse de la demande par des intéressés classiques et la saturation croissante de l'offre, le marché pour les surfaces de vente est aujourd'hui marqué par une forte fluctuation des locataires. Outre la longévité raccourcie des boutiques, une tendance aux contrats de location à échéances plus courtes s'impose même sur d'excellents emplacements. Pour éviter les vacances, les bailleurs doivent faire preuve d'ouverture face aux nouveaux segments de clients et de nettement plus de souplesse quant aux conditions de location (durée, modalités de résiliation et loyers).

Les petites et moyennes villes très demandées

Les petites et moyennes villes sont les plus fortement touchées. Dans certains cas, ces sous-centres affichent déjà des difficultés de commercialisation prononcées des surfaces de rez-de-chaussée et en même temps, même s'il y a relativement beaucoup de projets de construction. Pour que ces centres-villes demeurent vivants, les communes, les commerçants et les propriétaires immobiliers doivent se mobiliser au même titre. Les aspects portant sur l'utilisation, le profil des locataires, la promotion du site et la commercialisation ainsi que l'aménagement et l'entretien de l'espace public doivent être mis au point ensemble. Il y a urgence pour trouver des concepts et solutions novateurs et surtout coopératifs.

AIRBNB: ENTRE SHARING ECONOMY ET BIG BUSINESS

La location court terme de logements privés est une excellente source de revenu: de plus en plus d'investisseurs professionnels entrent donc eux aussi en jeu. Résultat: des logements sont ainsi retirés au marché des locataires long terme. Or, seule une minorité des offres relève de l'authentique Sharing Economy.

Presque chaque ménage dispose de sa propre perceuse. Dans la plupart des cas, cette dernière ne servira que quelques minutes dans sa vie. Elle est la parfaite illustration des capacités qui sommeillent dans une société caractérisée par le superflu. Les exemples sont légion: les restes d'un dîner trop copieux atterrissent à la poubelle; la voiture sert à se rendre au bureau, le reste de la journée, elle attend au parking. Généralement on ne lit un livre qu'une seule fois, ensuite, il prend la poussière, transformé en élément décoratif, dans la bibliothèque débordante d'ouvrages.

Que ces capacités inutilisées regorgent d'un énorme potentiel économique et écologique est une évidence. Et que jusqu'à présent cet énorme trésor ne pouvait pas être exploité s'explique aisément: les coûts de recherche et de transaction excèdent en général tout bonnement l'utilité. Internet, la numérisation et l'économie des plateformes sont en train de changer la donne, en réduisant ces frais à néant.

Image idéale

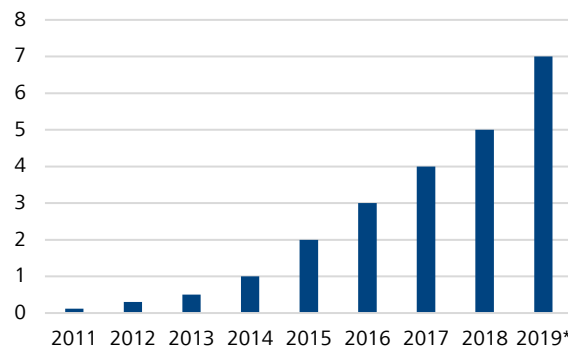
Le marché immobilier présente lui aussi le potentiel d'utiliser plus efficacement des ressources rares et chères. Qui passe ses vacances à l'extérieur, laisse un logement vide. En attendant de trouver un nouveau locataire, l'espace de vie est disponible pour un usage intermédiaire. A part à Noël et une semaine l'été, l'appartement de vacances à Engadine est inoccupé toute l'année. Les zones montagneuses désertées présentent de nombreuses maisons et appartements vides. Après le départ de la progéniture, la chambre d'enfants ne sert plus.

Or, ces hébergements inutilisés sont disponibles pour une location court terme. Quelle que soit leur destination, les touristes trouvent ainsi des offres attrayantes loin de l'hôtel pour une expérience inédite tandis que les autochtones arrondissent leurs fins de mois. Dans un scénario idéal, il se noue même des contacts intéressants avec un échange interculturel enrichissant entre hébergés et offrants loin du tourisme de masse. Les destinations de voyage respectives ont accès à un nouveau segment de clients solvable: une situation gagnant-gagnant classique.

Avec ce discours attrayant et une plateforme multifonctionnelle transparente et facile à opérer, la société Airbnb originaire de San Francisco a conquis le monde et la Suisse. En quelques clics, facilement et sans bureaucratie, n'importe qui peut s'improviser hôte avec une portée mondiale. Les touristes disposent ainsi d'une vaste sélection d'hébergements individuels. Airbnb est aujourd'hui de loin le plus grand site de réservation d'appartements et de chambres pour la location court terme avec une croissance rapide du nombre d'hébergements. Aujourd'hui, la plateforme propose près de 7 millions hébergements à travers le monde.

Croissance impressionnante

Nombre d'annonces Airbnb à travers le monde en millions, * état octobre



Source: Airbnb, Raiffeisen Economic Research

Airbnb demande entre 10-20% du prix payé par l'hébergé pour les services proposés sur la plateforme. C'est donc un business model extrêmement valable, quand on pense que 500 millions de réservations ont d'ores et déjà été effectuées et que 2 millions s'y ajoutent tous les jours. La valeur de la société qui récemment envisageait une entrée en bourse est estimée à plus de 30-40 Mrd de dollars.

Effets externes

Or, proportionnellement au succès d’Airbnb, dès les débuts, le discours de la situation gagnant-gagnant a été critiqué. En effet, les raisons «nobles» du sharing décrites ci-dessus caractérisées par l’usage efficient des ressources existantes, l’échange interculturel, la couverture de frais, etc. – ont d’emblée été accompagnées par des intérêts purement commerciaux qui occasionnent des coûts externes sous une forme ou une autre. Des capacités excédentaires constituent la condition de base du véritable sharing. Or, la plupart des villes affichent une pénurie de logements. L’immobilier résidentiel est plutôt inadapté aux fins de l’économie du partage, car il est sollicité par la plupart des personnes en même temps, la nuit pour dormir.

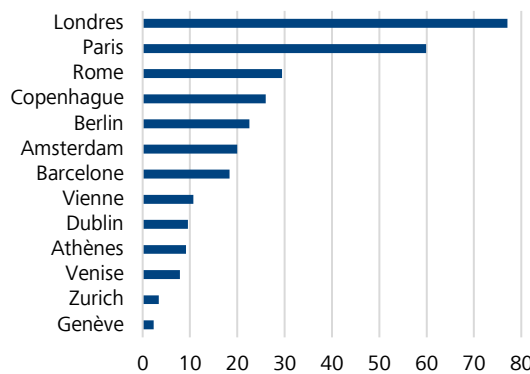
Effets d’éviction

L’une des critiques principales réside dans le fait que ce ne sont pas des ressources inexploitées qui approvisionneraient le marché de la location court terme, mais des logements qui pourraient également servir à la location long terme, exploités à des fins touristiques dans un but lucratif. Or, ils manquent alors dans le marché de la location locale ordinaire. Si l’on pouvait gagner davantage d’argent avec la location à court terme qu’à long terme, il en résulterait une pression à l’appréciation des loyers. Les locaux ne pourraient alors plus se payer les loyers du marché et se verraient contraints de quitter les centres-villes (touristiques). Tout autour du globe, on rapporte de tels effets d’éviction ainsi induits dans les hotspots touristiques, avec à la clé gentrification et anéantissement de la culture locale. Il est vrai que de tels phénomènes s’observent dans certains haut-lieux touristiques connus. En Europe, ce sont surtout les pays méditerranéens structurellement faibles et dont les marchés immobiliers ont particulièrement souffert de la crise financière et de l’endettement qui rencontrent de tels problèmes. Les investisseurs y ont saisi l’occasion et acheté à tour de bras des biens immobiliers à bas prix qu’ils louent à présent via Airbnb. Or les touristes sont en majorité originaires de pays à fort pouvoir d’achat et les locaux avec leurs faibles salaires ne peuvent pas suivre. Dans le centre historique de Florence, 20% de tous les logements sont inscrits sur Airbnb, dans le quartier Alfama à Lisbonne, ce chiffre s’élève même à 55%. Il est peu surprenant que les populations concernées se soient rapidement opposés à cette situation. A bien des endroits, les autorités ont réagi avec une série de

réglementations pour restreindre ou interdire l’usage commercial des plateformes.

Hotspots touristiques

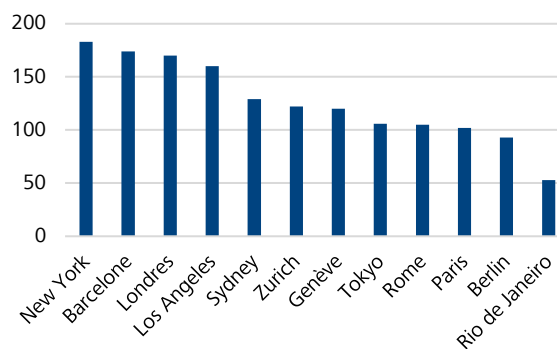
Nombre d’annonces Airbnb dans une sélection de villes en milliers



Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

NYC: destination coûteuse

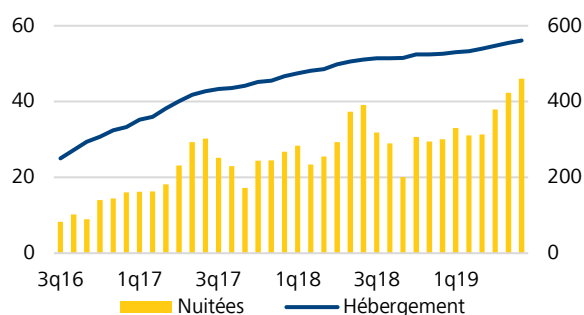
Prix moyen sur Airbnb par hébergement et par nuit dans des villes sélectionnées en USD



Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

Croissance dynamique en Suisse aussi

Nuitées par mois et nombre d’hébergements sur Airbnb en milliers, nuitées échelle droite

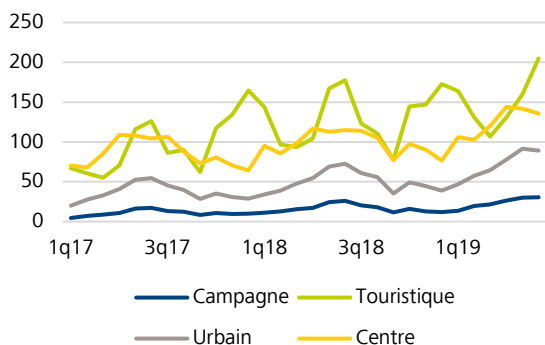


Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

Le marché Airbnb a aussi mis le cap sur la croissance dynamique en Suisse. Entre-temps, près de 60'000 biens sont proposés, soit le double d'il y a 3 ans. Tous les mois près de 450'000 nuitées sont réservées par Airbnb. Près de 80% des hôtes viennent de l'étranger.

Pas un phénomène citadin stricto sensu

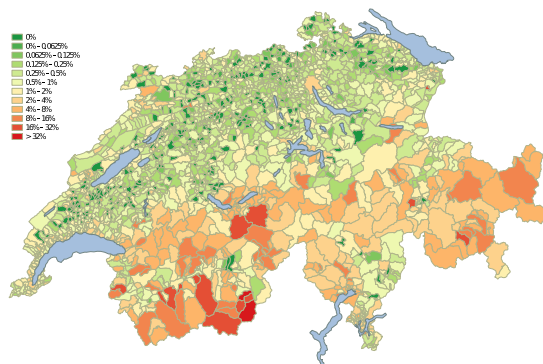
Nuitées par mois selon le type de commune en milliers.



Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

Le Valais, haut lieu Airbnb

Part des offres Airbnb dans le parc locatif



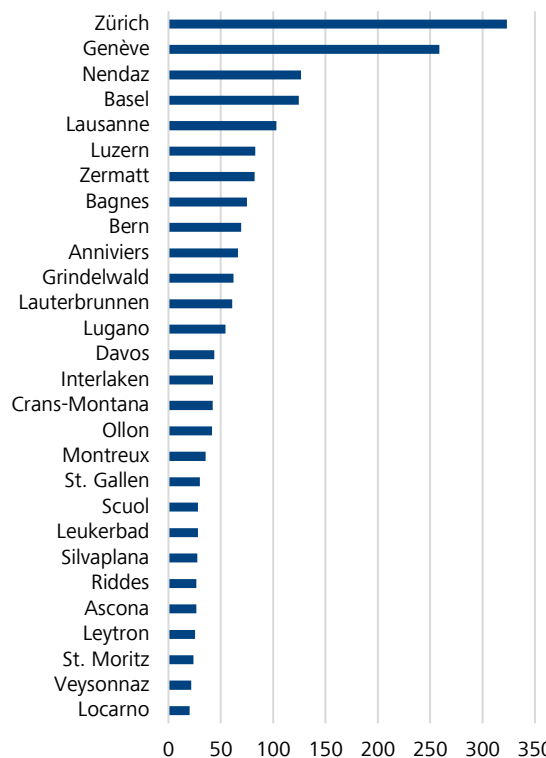
Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

Plus des deux tiers des réservations en Suisse sont effectuées en dehors des cinq plus grandes villes suisses (Zurich, Genève, Bâle, Berne et Lausanne). En Suisse, outre un phénomène citadin, Airbnb est surtout répandu dans les régions touristiques alpines. En particulier le canon du Valais peut être désigné comme une véritable Airbnb. A Veysonnaz, Saas et Nendaz, plus de 25% du parc de logements est proposé à la location court terme. Or, l'Oberland Bernois et l'Engadine proposent également de nombreux appartements. Dans les régions touristiques, la plupart du temps ce sont des maisons de vacances entières qui sont proposées. Souvent, les propriétaires qui ne sont pas présents sur place confient la gestion à des professionnels comme par ex. la filiale de Mig-

ros Interhome, premier service de location d'appartements de vacances professionnel en Suisse. Ces sociétés professionnelles s'occupent sur place de la commercialisation et du nettoyage des biens et assistent les hôtes en cas de problèmes.

Destinations suisses de premier ordre

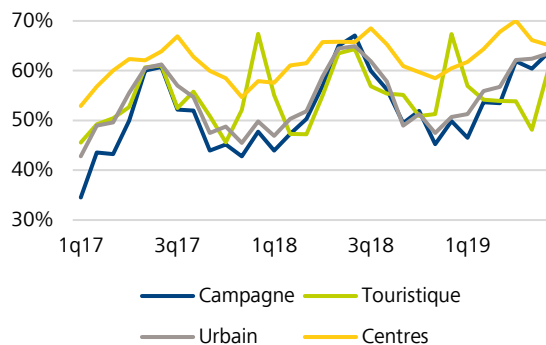
Nombre d'hébergements Airbnb par communes et an, septembre 2018 à août 2019, en milliers.



Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

Saisonnalité par les vacances d'été et de ski

Occupation par type de commune

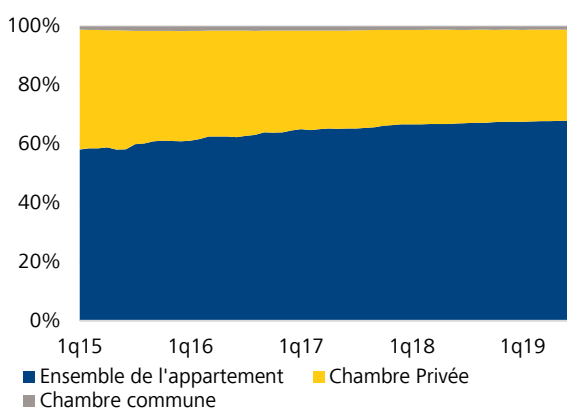


Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

Le taux d'occupation des hébergements dépend avant tout de l'emplacement. Plus il est central, plus ce taux sera élevé – à part au cours du « mois du ski » de février et pendant les vacances d'été. Ensuite, les touristes migrent en masse vers les montagnes et les régions périphériques.

De plus en plus d'appartements entiers, quasiment pas de chambre commune

Nombre de types d'hébergement en Suisse au fil du temps

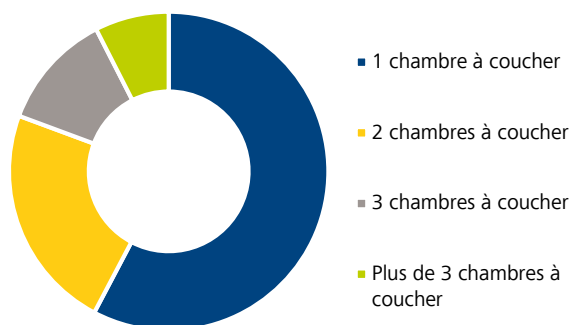


Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

Un nombre croissant d'appartements entiers est proposé à la location court terme. Ils représentent près des deux tiers de toutes les offres. Seules un tiers sont des chambres privées dans un appartement occupé par les propriétaires ou les locataires. D'emblée, le matelas pneumatique gonflé dans le salon qui a d'ailleurs donné son nom à la société, relevait plus du mythe que de la réalité. De telles chambres communes partagées font figure d'exception absolue en Suisse.

La majorité des hébergements n'a qu'une chambre

Taille des hébergements selon le nombre de chambres à coucher en Suisse

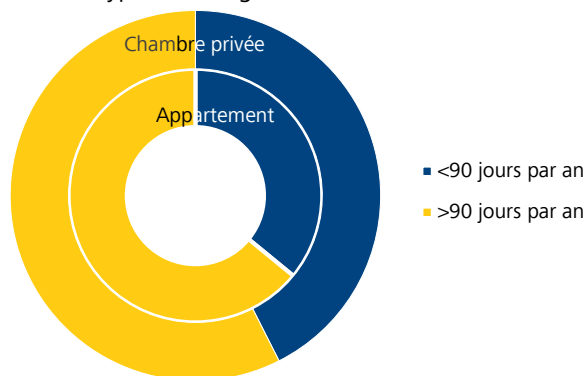


Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

La majorité des offres dispose seulement d'une chambre, que ce soit des chambres privées mais également des petits appartements avec une seule chambre à coucher. Toutefois, surtout dans les régions touristiques, des hébergements bien plus grands sont disponibles.

La plupart des hébergements sont des offres permanentes

Nombre d'hébergements qui étaient disponibles pendant une année voire moins longtemps que 90 jours, selon le type d'hébergement



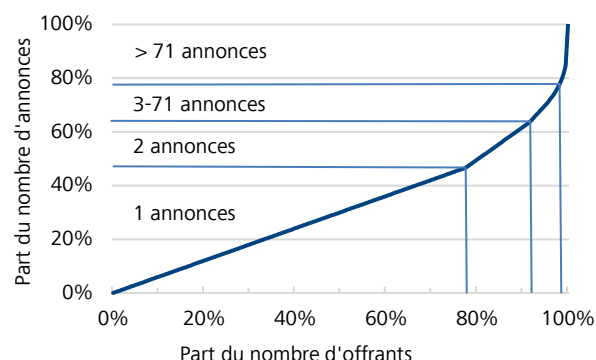
Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

La majorité des offres est disponible plus de 90 jours par an. Deux tiers des appartements proposés en entier étaient de telles offres permanentes. Seuls certains sont des appartements de vacances qui sinon seraient vides. En grande partie, il s'agit aussi d'appartements en dehors des grandes régions touristiques opérés strictement à des fins commerciales et qui sont donc retirés du marché pour les locations longue durée. De telles offres n'entrent pas dans la catégorie de l'économie du partage, mais relèvent plutôt de la parahôtellerie.

Professionnalisation étendue

Répartition du nombre d'annonces et du nombre d'annonces par hôte

Exemple de lecture: près de 80% des hôtes ne proposent qu'un hébergement et ils représentent 47% des offres

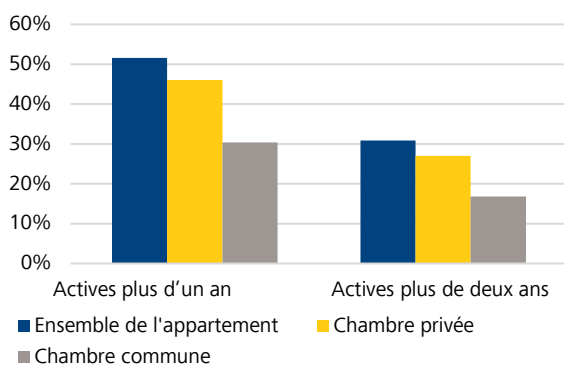


Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

Près des 4/5e des hôtes Airbnb propose un seul hébergement. Plus de 50% de l'offre est composée d'hôtes ayant plus d'un appartement. Il s'agit en partie de prestataires professionnels tels qu'Interhome qui gèrent plusieurs hébergements pour le compte de leurs clients. Mais il y a aussi d'autres professionnels qui proposent la location court terme à des fins purement commerciales. Parmi les prestataires qui ne proposent qu'un hébergement, tous ne sont pas des Sharer classiques, tant s'en faut. Nombreux sont ceux qui opèrent une activité annexe en tant qu'hôtes Airbnb pour mettre du beurre dans les épinards. Globalement, le marché a subi une forte commercialisation.

Disponibilité temporaire de la majorité des offres

Nombre d'annonces actives plus longtemps qu'une année voire deux ans selon le type d'hébergement

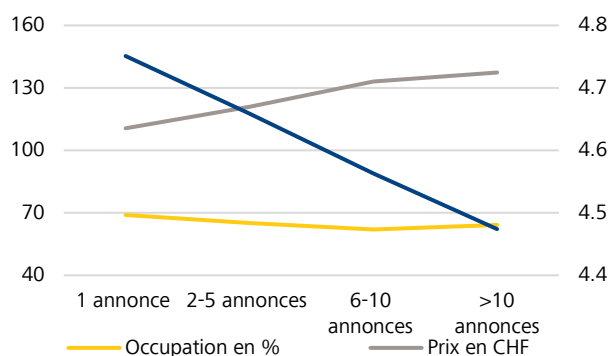


Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

Une année après la première mise en ligne, seule environ la moitié des offres pour des appartements entiers demeure. De par leur nature, les offres des véritables Sharer ne sont proposées que sur une courte durée. Mais les offres de professionnels disparaissent elles aussi régulièrement du marché. Il y certainement avant tout deux raisons à cela : le retour sur investissement n'est pas aussi bon qu'attendu ou des facteurs externes entravent une activité florissante. Les voisins ou les co-propriétaires se plaignent ou la législation locale met un frein aux projets (cf. plus à ce sujet dans l'encadré consacré à la situation juridique de Airbnb).

Plus c'est personnalisé, plus les hôtes sont satisfaits

Occupation, prix par nuit par hébergement et évaluation, Zurich



Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

Plus l'opération de l'activité Airbnb est professionnelle, plus les gains potentiels sont élevés. Les prestataires professionnels ayant plus de 10 annonces génèrent des revenus nettement plus élevés que les prestataires privés qui ne proposent qu'un hébergement. Cela est certainement lié d'une part au fait que les professionnels peuvent mieux observer l'offre et la demande et ainsi maximiser le CA avec leur tarifs. Pour eux les motivations financières devraient primer sur des motifs alternatifs comme le partage d'expériences communes et l'échange interculturel. Pour cette raison, ils devraient davantage pousser jusqu'à la limite la fixation des prix.

C'est l'inverse avec la satisfaction des hôtes. Moins le prestataire a d'annonces, plus ses hôtes seront satisfaits. D'une part, cela peut être lié au fait que les offrants ne fixent pas des prix extrêmes et les hébergés constatent ainsi un meilleur rapport qualité-prix. D'autre part, une relation personnelle s'établit bien plus souvent entre l'intéressé et l'offrant qui entre également en ligne de compte pour l'évaluation. Les prestataires avec un seul appartement noueront un contact nettement plus étroit car certains Homesharer vivent eux-mêmes dans l'appartement proposé. Un tel échange entre autochtones et touristes joue un rôle positif dans l'évaluation. Par ailleurs, il est beaucoup plus difficile de donner une mauvaise évaluation à une personne avec laquelle une relation personnelle a été nouée qu'à une société plutôt anonyme.

Exemple de calcul

Deux-pièces moyen à Zurich

Charges Airbnb

Coûts du capital		
Prix d'achat (PA) en CHF	810'000	
Quote-part d'emprunt en CHF	70%	
Fonds étrangers en CHF	567'000	
Fonds propres en CHF	248'000	
Taux d'intérêts hypothèque fixe 10 ans	1.25%	
Total coûts du capital		7'088

Coûts du maintien de la valeur		
Prix d'achat mobilier en CHF	5'000	
Frais d'entretien en CHF (en % du PA)	1%	8'100
Coûts du mobilier en CHF (durée de vie 10 ans)		500
Total coûts du maintien de la valeur		8'600

Coûts du nettoyage		
Nombre de nettoyages par an	88	
Nombre d'heures par nettoyage	1	
Coûts personnel de nettoyage par heure en CHF	35	
Total coûts du nettoyage		3'080

Charges hôte		
Temps consacré à la réservation en heures	0.2	
Salaire du propriétaire par heure en CHF	40	
Total charges de l'hôte		704

Coûts des impôts		
Revenu supplémentaire en CHF	29'354	
Déductions (coûts sans charges personnelles) en CHF	18'768	
Revenu imposable supplémentaire en CHF	10'586	
Taux marginal d'imposition	25%	
Total coûts des impôts		2'647

Total charges		22'118
----------------------	--	---------------

Produits Airbnb

Revenus		
Revenu par nuit brut en CHF	127	
Revenu par nuit net* en CHF	111	
Occupation moyenne	73%	
Total produits		29'354

Résultat Airbnb		
Total produits en CHF	29'354	
Total charges en CHF	22'118	
Résultat		7'236

Loyer long terme alternatif

Dépenses		
Coûts du capital en CHF	7'088	
Coûts maintien de la valeur non meublée en CHF	8'100	
Coûts des impôts en CHF	1'506	
Total coûts en CHF	16'693	

Produits		
Loyer du marché (nouvelle location) en CHF	21'210	

Résultat du loyer à long terme		
Total produits en CHF	21'210	
Total charges en CHF	16'693	
Résultat loyer long terme		4'517

Rentabilité

Rendement des capitaux propres Airbnb	2.92%
Rendement des capitaux propres loyer LT	1.82%
Rendement supplémentaire Airbnb	1.10%

*après deduct. com. Airbnb, taxe de séjour, etc.

Source: AirDNA, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Big Business à Zurich?

La présence de nombreux prestataires Airbnb professionnels même en dehors des régions classiques de maisons de vacances, indique que la location CT est plus rentable que la location permanente.

L'exemple ci-après compare le «Business Case» d'un investissement «Buy-to-short-time-let» à celui d'un investissement «Buy-to-let» normal.

Un appartement 2 pièces Airbnb coûte CHF 810'000 à Zurich. Il fait tout d'abord l'objet d'un prêt hypothécaire maximal. Une partie doit toutefois être amortie par la durée de conservation. C'est pourquoi, l'exemple repose sur une mise en gage de 70%. Par ailleurs, nous supposons que les capitaux étrangers représentent 1%. Les frais d'entretien sont estimés à 1% du prix d'achat par an.

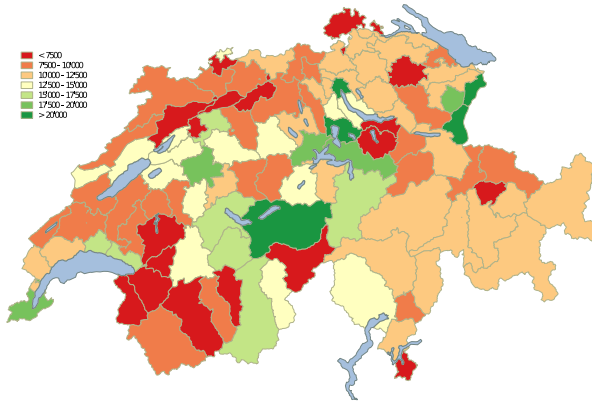
A la différence de la location LT non meublée, s'y ajoutent les coûts pour le mobilier. Nous supposons des coûts d'achat de 5'000 CHF et une durée de vie de 10 ans. Par ailleurs, après chaque réservation, un logement Airbnb doit être nettoyé. Nous supposons une durée de séjour moyenne de trois nuitées, rendant nécessaires 88 nettoyages par an: ils sont comptabilisés à hauteur de CHF 35 chacun. Par ailleurs, chaque réservation représente une certaine charge de coordination pour l'offrant: la communication avec les intéressés via App, l'élaboration des tarifs, la gestion du calendrier et le contact avec les hébergés ou la plateforme en cas de problèmes. Pour une charge d'un cinquième d'heure par réservation et un salaire de propriétaire de CHF 40 par heure, la charge annuelle d'un hôte s'élève par conséquent à CHF 704.

En moyenne annuelle, un deux-pièces à Zurich peut atteindre CHF 111 net par nuit via Airbnb, sur la base d'une occupation de 73%, soit un CA potentiel d'environ CHF 30'000 par an.

Après impôts, le rendement des fonds propres investis s'élève à 2,92%, ce qui est nettement supérieur aux coûts d'opportunité, la location LT. L'alternative consisterait en une location ordinaire de l'appartement pour CHF 1'800. Il en résulte un rendement des fonds propres de 1,82%.

CA de plus de CHF 20'000 à des localisations premium

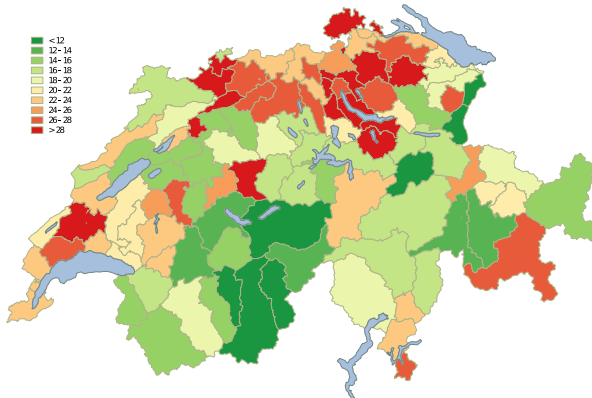
CA annuel moyen sur Airbnb pour un hébergement entier avec une chambre à coucher en CHF



Source: AirDNA, Raiffeisen Economic Research

Centres économiques inattractifs

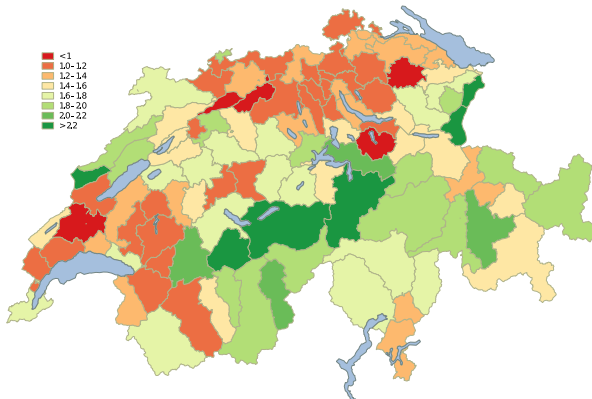
Nombre de CA annuels Airbnb nécessaire pour atteindre le prix d'achat d'un deux-pièces typique



Source: AirDNA, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Coûts d'opportunité de la location long terme

CA de la location CT divisé par le CA location LT



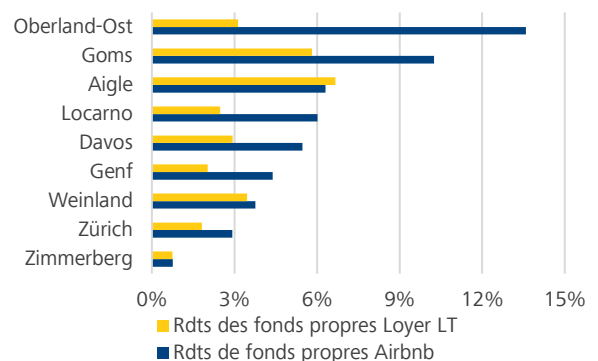
Source: AirDNA, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Certaines localisations offrent nettement plus

Selon la région, tant le rendement absolu potentiel que le rendement excédentaire diffère beaucoup par rapport à la location LT. Le CA réalisable par le biais d'Airbnb est fonction de l'attractivité touristique d'une région et de la taille de l'offre en logements. Sans surprise, en termes d'attractivité, la Suisse centrale, l'Oberland bernois et les centres Zurich, Genève et Berne arrivent en pôle position. Plus surprenant est que le Werdenberg et la vallée du Rhin enregistrent également d'excellents chiffres. Cela s'explique éventuellement par la proximité des régions intéressantes sur le plan touristique que sont Appenzell et le Liechtenstein. Nombreux sont les touristes qui combinent leur voyage en Suisse avec une excursion dans le «Länder». Même les travailleurs étrangers en mission pendant quelques jours en Suisse choisissent souvent des hébergements Airbnb. Dans les régions fortement touristiques comme le Sous-Valais et l'Engadine, en revanche, l'offre excessive et la vive concurrence parmi les prestataires de logements de vacances pèsent sur le CA.

Or, les régions aux CA les plus élevés ne sont pas forcément celles qui génèrent les meilleurs rendements, car les rendements dépendent plus fortement du CA que du prix d'achat d'un logement. Les différences de prix immobiliers entre les régions sont plus exacerbées que les différences de CA. Dans les centres économiques, Airbnb est moins intéressant qu'aux périphéries, car les prix d'achat sont plus élevés que le CA dégagé. Ici, l'attractivité touristique ne permet pas de rembourser le prix d'achat élevé. Les coûts d'opportunité de la location CT sont plus élevés dans les centres économiques qu'aux périphéries, rendant la location CT moins attrayante que la location LT.

Location court terme contre location long terme



Source: AirDNA, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

ENCADRE: aspects juridiques et réglementaires

Celui qui héberge des hôtes est lui-même responsable du respect de l'ensemble des exigences juridiques et réglementaires respectives. Selon la constellation de la location et selon le canton voire même la commune, des règles différentes s'appliquent. A l'échelle de la Confédération, il n'existe pas de réglementation juridique explicite concernant la location CT d'appartements. Toutefois, tant au niveau de la théorie que de la jurisprudence, le consensus veut qu'une sous-location CT soit assujettie aux dispositifs du droit de bail normal. En revanche, les propriétaires de logements de vacances et les biens opérés commercialement en vue de la location CT, tels que les hôtels ne sont pas régis par le droit de bail.

La sous-location est fondamentalement autorisée

Toute annonce d'un appartement sur Airbnb par son locataire est considérée comme une sous-location, ce qui est autorisé en Suisse. Le bailleur n'a pas le droit de s'y opposer, même les dispositions autres dans les contrats de location ne sont pas valables. Toutefois, le locataire devra systématiquement obtenir l'assentiment du bailleur qui pourra uniquement refuser si le locataire ne précise pas les conditions de la sous-location, si les conditions du contrat de sous-location sont abusives ou si la sous-location génère des inconvénients majeurs pour le bailleur.

Le droit de bail pose des limites

Les conditions de sous-location sont abusives lorsqu'elles sont nettement plus chères que celles du contrat de location, sans raison factuelle.

En revanche, outre la part des frais au loyer les coûts factuellement justifiés du bailleur par ex. pour le mobilier, l'assurance, la taxe séjour, Internet et le nettoyage, peuvent être répercutés sur le sous-locataire. En gros, cela signifie que le locataire n'a pas le droit de tirer un bénéfice de la sous-location. Ces dispositions protègent à la fois les droits de propriété du bailleur – auquel échappe par conséquent un revenu hypothétique – et ceux du sous-locataire.

Les inconvénients qui peuvent justifier le refus de l'assentiment du bailleur, doivent être majeurs et objectivables. Or, la jurisprudence hésite à se servir de ce

critère car ce type d'inconvénients est difficile à prouver. Ils sont toutefois bel et bien donnés lorsque les voisins souffrent des nuisances sonores générées par les hôtes, qu'il y a des préoccupations sécuritaires ou que la fréquentation des hôtes est tellement élevée qu'on peut presque parler d'hôtel.

Exigence d'assentiment irréalisable en pratique

Selon le libellé de la loi, l'assentiment pour la sous-location par Airbnb doit être obtenu pour chaque séjour – en pratique, c'est tout bonnement impossible, puisque les offres sont souvent réservées en dernière minute et pratiquement tous les jours. En 2018, avec une modification de l'ordonnance sur le bail à loyer et le bail à ferme d'habitations et de locaux commerciaux, le Conseil fédéral voulait explicitement inscrire l'assentiment général pour la sous-location à court terme répétée dans le Droit et ainsi rendre la situation juridique conforme à la pratique concernant la location via les plateformes en ligne telles que Airbnb. Or, la demande n'a pas abouti, au grand dam des hôtes. La question de l'application aux hôtes Airbnb de la disposition existante peu pratique demeure donc entière. Même sans un tel paragraphe dans le Droit de bail, il est bien sûr possible d'obtenir l'assentiment général du bailleur en vue de la sous-location.

Le Droit de bail n'autorise aucun profit

La sous-location commerciale à but lucratif d'un appartement ou d'une chambre loués est illégale en Suisse. Or, le Droit de bail suisse est très conciliant envers le véritable Sharing, donc l'esprit original de Airbnb. Il est toutefois préférable de le faire en assentiment amiable avec le bailleur.

La propriété est source de liberté

Le Droit de bail ne régit pas la location d'appartements de vacances et l'utilisation d'un appartement en propriété en vue de la location CT à des fins purement commerciales. Celui qui est propriétaire d'un appartement et le propose régulièrement sur Airbnb dans un but lucratif, n'est pas assujetti au Droit de bail. Selon la constellation, il faut toutefois respecter les règles de la propriété par étages ou de la copropriété. Ainsi, en règle générale, en cas de changement d'affectation de l'appartement, l'assentiment de la copropriété doit être obtenu. C'est le cas quand un appartement précédemment occupé de manière traditionnelle devient un appartement Airbnb à usage commercial. Les propriétaires sont donc autorisés à en faire un usage commercial, à but lucratif.

Obligations de notification

Celui qui héberge les hôtes étrangers et en retire un bénéfice doit le signaler à la police selon la Loi sur les étrangers. Certains cantons tels que Zurich, Bâle-Campagne et Zoug exigent même l'enregistrement de l'ensemble des hôtes auprès de l'autorité cantonale compétente.

Taxes de séjour, taxes touristiques, cartes d'hôte

Qui héberge des hôtes doit s'acquitter d'une taxe de séjour dans quelques cantons suisses. Certains ont d'ores et déjà conclu des accords bilatéraux avec Airbnb pour le prélèvement automatique des taxes de séjour dues. Zoug fut le premier canton mi-2017, suivi des deux Bâle ainsi que Zurich et Schaffhausen en 2018. Dans tous les autres cantons, les offrants sont responsables eux-mêmes de la perception de la taxe de séjour. Par ailleurs, certaines communes exigent la remise d'une carte d'hôte qui donne droit à l'usage des transports en commun.

Finition municipale

Certaines communes suisses ont par ailleurs émis des règlements spéciaux concernant Airbnb. C'est ainsi qu'à Genève, suivant le modèle des réglementations internationales, un logement non occupé par son propriétaire peut faire l'objet au maximum d'une location CT de 90 jours. Ce règlement a rendu la location CT pratiquement impossible, la plupart des modèles de sharing authentiques sont toujours autorisés. Dans la vieille ville de Berne, un appartement peut désormais seulement être loué CT deux fois par an. Par ailleurs, l'ensemble des structures d'hébergement doivent s'inscrire dans un registre. D'autres villes ont lancé des initiatives politiques visant à renforcer les conditions de la location CT.

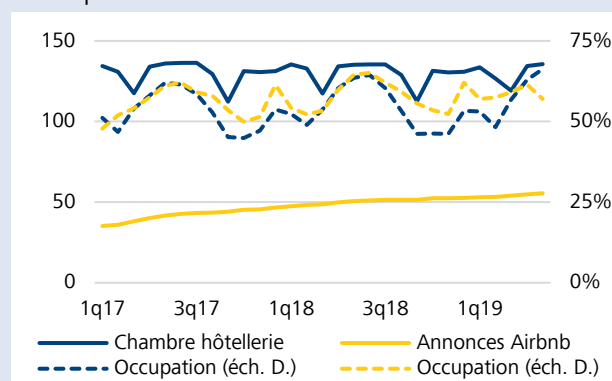
A armes égales

Surtout les offres Airbnb à stricte orientation commerciale purement commerciale sont entrées en concurrence directe avec l'hôtellerie établie, car elles offrent des prestations quasiment identiques. Par conséquent, le secteur hôtelier exige une concurrence à armes égales, car il est soumis à différentes exigences

en matière de droit commercial, de droit du travail et de normes de sécurité. Il en va par exemple ainsi des règles d'hygiène de la législation alimentaire, des consignes de sécurité concernant la protection anti-incendie, des exigences de la Loi sur l'égalité des personnes handicapées ou de la protection contre le tabagisme passif. L'application de conditions aux hôtes Airbnb n'a pas encore été réglé sur le plan juridique.

Hôtellerie traditionnelle contre Airbnb

Nombre de chambres proposées dans l'hôtellerie et nombre d'hébergements proposés sur Airbnb et taux d'occupation

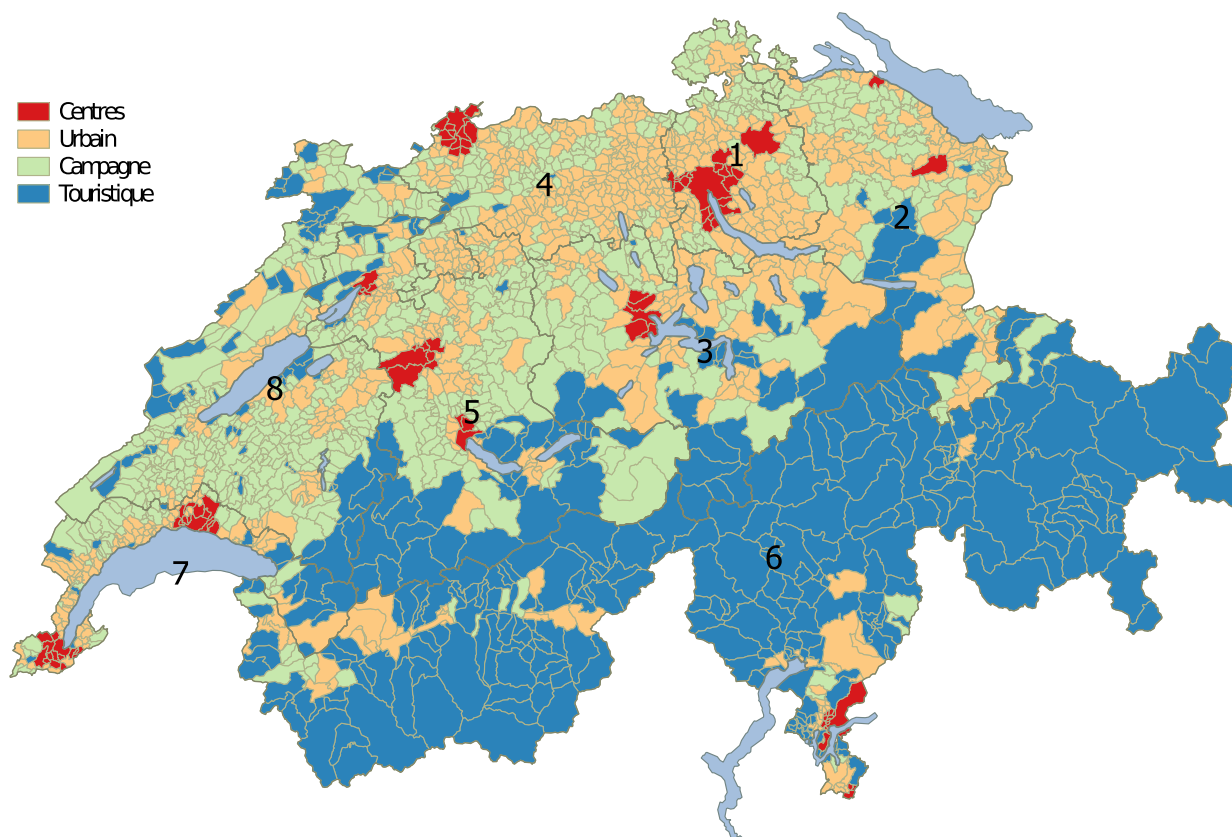


Source: AirDNA, OFS, Raiffeisen Economic Research

Discipline fiscale

Ce que l'on «oublie» souvent en particulier chez les particuliers et les prestataires occasionnels, est que les revenus issus de Airbnb doivent être déclarés. Mais les «coûts de production» sont déductibles. C'est un secret de polichinelle que la discipline fiscale de nombreux bailleurs Airbnb n'est pas bien stricte. Or, diverses administrations fiscales cantonales n'ont pas voulu donner de renseignements à ce sujet suite à notre demande concrète. D'ailleurs elles ne disposent tout bonnement pas des ressources techniques et personnelles nécessaires pour contrôler à grande échelle qui publie sur Airbnb. D'ailleurs, cela n'aurait pas beaucoup de sens dans la mesure où elles ne pourraient que difficilement déterminer qui génère des réservations et donc des revenus. Airbnb ne livre aucune donnée à cette fin aux autorités fiscales suisses. La collecte des taxes de séjour et des forfaits est regroupée et anonymisée et ne permet donc de tirer aucune conclusion quant à l'identité des hôtes.

Types de communes et régions



Taux de vacance (2019)

en %

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.7	0.9	2.1	2	1.6
1 Zurich	1	0.5	1.5	1.9	-
2 Suisse orientale	2.3	2.4	2.3	2	1.7
3 Suisse centrale	1.3	1.5	1.2	1.5	1.4
4 Nord-ouest	2.2	1.1	2.7	2.2	0.8
5 Berne	1.9	1.1	2.7	2	1.4
6 Suisse méridionale	2.1	3	2.5	2.7	1.7
7 Région du Léman	0.7	0.5	0.9	1.6	1.6
8 Suisse occidentale	2	-	2.1	2.1	1.4

Permis de construire (2018)

en % du portefeuille des logements

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

Population (2018)

Pop. résidente en perm., total et en %

	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	8'544'527	29.5	49.4	14.4	6.7
1 Zurich	1'602'959	48.7	44.8	6.5	-
2 Suisse orientale	933'820	10.5	69.8	17.6	2.1
3 Suisse centrale	841'413	19.2	58.4	18.3	4.1
4 Nord-ouest	1'424'062	24.1	65.8	9.9	0.1
5 Berne	1'027'347	35.9	38.3	20.4	5.4
6 Suisse méridionale	817'405	12.8	35.9	6.2	45.2
7 Région du Léman	1'092'861	60.8	29.1	5.9	4.2
8 Suisse occidentale	804'660	-	52.4	42.4	5.2

Revenu imposable (2015)

Moyenne, en CHF

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

Abréviations employées

ARE	Office fédéral du développement territorial	SSE	Société suisse des entrepreneurs
OFS	Office fédéral de la statistique	SECO	Secrétariat d'Etat à l'économie
AFC	Administration fédérale des contributions	BNS	Banque nationale suisse
FINMA	Autorité de surveillance des marchés	SRED	Swiss Real Estate Datapool
KOF	Centre de recherches conjoncturelles		

Ceci n'est pas une offre

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

Exclusion de responsabilité

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

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

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