



Editeur: Raiffeisen Schweiz Genossenschaft

Raiffeisen Economic Research
Martin Neff
Chef économiste
The Circle 66
8058 Zurich-Aéroport



Auteurs

Michel Fleury
Francis Schwartz
Alexander Koch

economic-research@raiffeisen.ch



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

Une crise du logement inéluctable se dessine à l'horizon	4
Aperçu du marché	6



Environnement de marché

Conditions-cadre économiques	7
Marché hypothécaire	8
Placements	9



Segments de marché

Propriété	10
Locatif	13
Hôtellerie et restauration	17



Gros plan

Placements immobiliers directs	20
--------------------------------	----



Annexe

Types de communes et régions	25
Abréviations utilisées	26

Chères lectrices, chers lecteurs,

Notre vie est actuellement marquée par l'incertitude. Les crises historiques s'enchaînent. Pandémie, conflit en Ukraine, crise énergétique – autant d'événements incomparables dans notre siècle avec de nombreuses conséquences imprévisibles de grande portée. Or, c'est justement là où les mises en sont les plus urgentes, que rien ne change: pour l'instant, le marché immobilier semble peu impressionné par l'inflation, le retournement des taux, les cours de l'énergie ou la flambée des coûts de la construction. Et même si de premières réactions du marché se dessinent, nous sommes très loin d'une crise immobilière. Or, l'évolution actuelle sur le marché immobilier suisse n'est pas anodine, car la mise à disposition de logements, sans doute sa principale mission sociétale, rencontre d'ores et déjà des difficultés.

A plein gaz vers la pénurie de logements

L'activité de construction a atteint un niveau d'une inquiétante faiblesse. En parallèle, la population suisse croît avec dynamisme et nécessite plus d'espace par habitant. Les vacances se réduisent à toute vitesse, l'offre se raréfie, faisant flamber les loyers ainsi que les prix de la propriété. Même avant les crises actuelles, il manquait les incitations pour une expansion sensible de la production de logements. Dans un environnement marqué par des prix des terrains constructibles extrêmement élevés, de règlements de construction et de plans de zone rigides ainsi qu'une population très réactive en matière de recours, construire des logements locatifs n'en vaut souvent plus la peine. La densification tant prônée s'est bien enlisée. La forte hausse des taux et l'envolée des coûts de la construction a mis à mal les incitations restantes pour la future production de logements. En même temps, le manque de main d'œuvre qualifiée et la guerre en Ukraine attisent l'immigration. Nous allons à plein gaz vers une pénurie de logements. Bientôt, elle sera tout en haut de la liste des priorités des politiques. S'en suivra une pluie de propositions créatives, qui se limiteront à traiter les symptômes en déformant un peu plus le marché. La Suisse découvre à présent les limites de la croissance, car notre modèle économique basé sur l'immigration a son prix: la prolifération urbaine et une densification extensive. Qui veut une croissance dynamique doit également créer les conditions pour une urbanisation fonctionnelle, que ce soit vers l'intérieur ou vers l'extérieur. Il est grand temps de lancer le débat public sur la future offre de logements pour espérer redresser la barre. Il sera toutefois bien difficile d'éviter la pénurie de logements qui se précise avec toutes ses fâcheuses conséquences.

Les prix de la propriété renforcent la pénurie

Les acheteurs sont des habitués de la pénurie: voilà des années que c'est le facteur marquant du marché de la propriété immobilière. En combinaison avec une demande très dynamique, elle continue de faire grimper les prix. En l'espace d'un an, ceux des maisons individuelles ont augmenté de 5,6% et ceux des propriétés par étages de 7,6%. Pour l'instant, les effets de la hausse des taux hypothécaires et donc de l'attractivité réduite de la propriété sont quasiment imperceptibles. Toutefois, tant la demande que l'offre émettent les premiers signes d'une possible détente. Le recul constant de l'offre des dernières années devrait ainsi enfin avoir atteint son niveau plancher. Les vendeurs semblent progressivement enclins à davantage de compromis quant au montant, car les acheteurs sont devenus plus difficiles et refusent de payer n'importe quel prix. Il s'agit fondamentalement de signes réjouissants de normalisation dans un marché surchauffé. La demande de propriété demeure toutefois très vive en Suisse et

l'offre extrêmement rare. Ces signes de détente pourraient n'être qu'une goutte d'eau dans l'océan. L'évolution des prix sur le marché de la propriété devrait par conséquent continuer à être orientée à la hausse, avec toutefois une dynamique légèrement affaiblie.

Les temps s'annoncent difficiles pour les locataires

Sur le marché des logements locatifs, la pénurie demeure un phénomène récent même en dehors des meilleurs emplacements. Grâce au boom de la construction de logements locatifs de la dernière décennie, les vacances ont continué de battre des records jusqu'à il y a deux ans. La forte réduction de la production de logements à la fin de la décennie 2010 a mis un certain temps avant d'agir sur l'offre et est maintenant d'autant plus perceptible. Les vacances ont baissé de 1,54% à 1,31%, même de 2,44% à 2,08%, pour les logements en location, quasiment un record. De nombreux marchés régionaux souffrent d'un manque de logements locatifs, certains même d'une pénurie et pour l'instant ne présentent aucun signe d'une prochaine expansion de l'offre. D'ici 2024, le taux de vacance en Suisse devrait passer sous la barre des 1%. Les temps s'annoncent donc difficiles pour les locataires, car les loyers proposés vont de nouveau flamber au vu de la forte demande. Ceux qui déménagent seront bientôt confrontés à des loyers initiaux nettement plus élevés, et les loyers existants vont leur emboîter le pas. Au premier trimestre 2023, il faut s'attendre à une première hausse du taux de référence hypothécaire à 1,5%. Les bailleurs pourront alors relever de près de 3% les loyers qui reposent sur le niveau de taux actuel. A cela s'ajoute la compensation du renchérissement autorisée par la loi et les hausses générales des coûts. Certains loyers existants pourraient ainsi augmenter de jusqu'à 10% d'ici 2024.

Les placements immobiliers entrent dans une ère nouvelle

Des nuages plus sombres se lèvent sur le marché de l'immobilier de placement. Avec la fin abrupte de l'ère des taux négatifs, l'environnement de marché pour les placements immobiliers directs a fortement évolué. Jusqu'à présent, ce marché fait encore honneur à sa réputation de locomotive poussive, car les indicateurs ne reflètent quasiment pas les changements d'attitudes des acteurs du marché. Toutefois, à l'heure actuelle, des voix proches du marché se multiplient pour signaler une grande retenue et une forte pression sur les prix. Les cours des placements immobiliers indirects révèlent également une réévaluation de l'immobilier de placement. Il y a actuellement de nombreux signes d'une nette baisse de la demande de biens de placement. En raison de la hausse des coûts de financement, de nos jours, de nombreux investissements financés par des fonds externes ne devraient plus être payants ou quasiment plus. En particulier le très lucratif modèle Buy-to-let ne fait quasiment plus recette chez les particuliers. Les investisseurs institutionnels devraient également se montrer plus frileux. Face aux alternatives plus attrayantes dans l'environnement de taux bas, ils devraient bien moins tolérer le niveau bas record des rendements initiaux de ces dernières années. L'atmosphère de ruée vers l'or de la dernière décennie se termine. Il faut s'attendre à une pression considérable sur les prix des transactions et donc sur les valorisations des portefeuilles immobiliers. Toutefois, les hausses des loyers attendues et donc l'augmentation future des revenus devrait préserver le marché de l'effondrement. Du moins du point de vue des investisseurs immobiliers, ce que nous sommes tous notamment par le biais de nos fonds de prévoyance, la pénurie de logements a donc aussi un aspect positif.

Nous vous souhaitons une agréable lecture!

Votre Raiffeisen Economic Research Team

Environnement de marché

Demande



Population: D'octobre 2021 à septembre 2022, le solde migratoire international de la population étrangère permanente en Suisse était supérieur de 15'000 à la même période de l'année précédente. Cette impulsion accroît la demande déjà très vive d'appartements.



PIB: Le Produit intérieur brut devrait cette année progresser de près de 2%. La crise énergétique laisse toujours plus de traces en fin d'année. Globalement, les entreprises industrielles suisses ne s'attendent pas à l'effondrement de leur activité et veulent continuer à embaucher.



Revenus: La hausse de l'inflation associée aux hausses modérées des revenus pèse sur le pouvoir d'achat des ménages modestes. La crise énergétique et le retournement des taux entraîneront une hausse des coûts du logement – que l'on soit locataire ou propriétaire.



Environnement de financement: Les taux pour les hypothèques à long terme demeurent continuellement élevés. Depuis la hausse des taux par la BNS en septembre, le coût des hypothèques du marché monétaire a augmenté pour la première fois. En décembre, le taux directeur sera une nouvelle fois relevé, ce qui fera encore augmenter les taux des hypothèques SARON.



Placements: Les investissements financés par des fonds externes dans l'immobilier ont nettement perdu en attractivité avec la hausse des taux. Avec le financement plus long et plus cher et un nantissement élevé, de nombreux investissements ne sont plus payants. Par ailleurs, des corrections de valeur se profilent sur les placements immobiliers directs.

Offre



Activité de construction: Toujours aucun signe d'une nécessaire expansion de l'activité de construction. Face à l'envolée des prix de la construction et aux alternatives de placement plus attrayantes, les incitations de production de logements déjà faibles se réduisent encore.



Vacances: Le taux de vacance en Suisse a baissé de 1,54% à 1,31% en 2022. Les logements sont devenus extrêmement rares dans de vastes régions et un nombre croissant de communes signalent même une pénurie.

Perspectives de prix



Propriété: Les prix de transaction pour des logements ont continué d'augmenter au quatrième trimestre 2022, indépendamment du retournement des taux. Maintenant, il se dessine enfin un ralentissement de la dynamique des prix. Or, face à l'offre extrêmement rare, une baisse des prix de la propriété semble très improbable.



Loyers: Au printemps 2023, le taux de référence hypothécaire devrait pour la première fois augmenter. Les bailleurs dont les contrats de location reposent sur le taux d'intérêt de référence actuel peuvent ainsi réviser les loyers. Les loyers proposés en hausse exercent une nette pression haussière sur le niveau de loyers actuel.

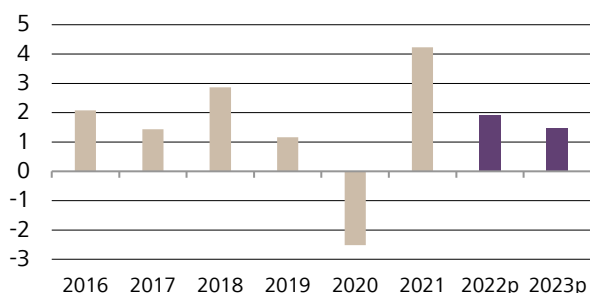
Conditions-cadre économiques

Les effets de rattrapage du coronavirus ont soutenu l'économie européenne jusqu'à la fin de l'été, puis, les effets négatifs de la crise énergétique les ont progressivement supplanté. L'économie suisse, pourtant moins gourmande en énergie, est également affectée. Toutefois, les pertes de pouvoir d'achat et les charges pour les entreprises sont globalement plus modérées en raison de l'inflation bien moins élevée en Suisse.



PIB suisse

Réel, en % par rapport à l'année précédente

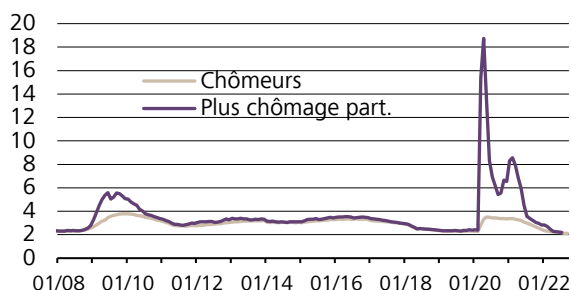


Source: SECO, Raiffeisen Economic Research



Chômage suisse

Taux de chômage en %, corrigé des variations saisonnières

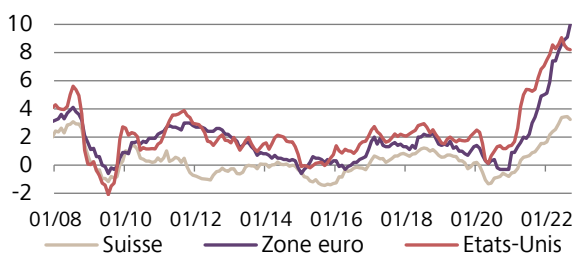


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



Inflation

Prix à la consom. en % par rapport à l'année précédente



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Les effets de rattrapage de la pandémie ont fortement stimulé la consommation privée en Europe jusque vers la fin de l'été. La reprise dans le secteur du tourisme et de la restauration a surtout généré une croissance solide dans le sud de l'Europe. L'économie suisse a également poursuivi sur sa lancée, avec une hausse de 2% du PIB. Toutefois, en cette fin d'année la crise énergétique laisse de plus en plus de traces. La hausse de l'inflation associée à l'augmentation modérée des revenus plombe notamment le pouvoir d'achat des ménages à faibles revenus. C'est pourquoi les pays voisins multiplient les aides, même si de nombreux ménages doivent se serrer la ceinture. Dans la zone euro, depuis le printemps, le commerce de détail a enregistré une nette correction et stagne depuis, en Suisse aussi.

A vaste échelle, les entreprises signalent des goulots d'étranglement persistants, dont la portée s'amenuise toutefois, ce qui permet de mieux réduire les carnets de commandes. Or, le renouvellement des commandes s'enlise progressivement. Et en cas d'ajustement des tarifs de l'énergie, en l'absence de soutien étatique, les énormes hausses de prix peuvent rapidement menacer la pérennité de nombreuses entreprises, même les moins gourmandes. Globalement, les entreprises industrielles suisses n'anticipent pas d'effondrement de leur activité et veulent continuer à embaucher.

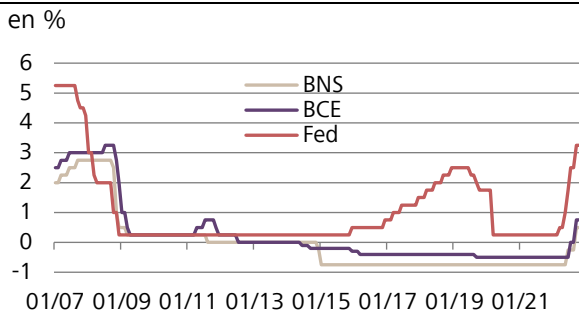
Suite au refroidissement conjoncturel mondial et à la réduction des goulots d'étranglement, les coûts d'approvisionnement augmentent moins voire même baissent dans certains cas. La flambée des prix en amont et en particulier la hausse massive des frais énergétiques mènent surtout en Europe à de vaste répercussions de prix sur les consommateurs finaux. L'inflation de la zone euro a par conséquent grimpé à 10%. En Suisse, à hauteur de près de 3,5%, elle est récemment pratiquement restée stable et donc nettement inférieure, notamment grâce à la hausse du franc, et sans signes d'effets de deuxième round plus marqués. Toutefois l'année prochaine, le report des hausses des prix de l'énergie administrés devrait permettre un recul modéré du taux annuel à 2,5%.

Marché hypothécaire

La BNS a relevé son taux directeur en terrain positif à 0,5% et annonce une nouvelle hausse pour décembre. Toutefois, rien n'indique une approche aussi agressive que chez d'autres banques centrales et donc pas de nouveau relèvement des taux pour les hypothèques à taux fixes longs.



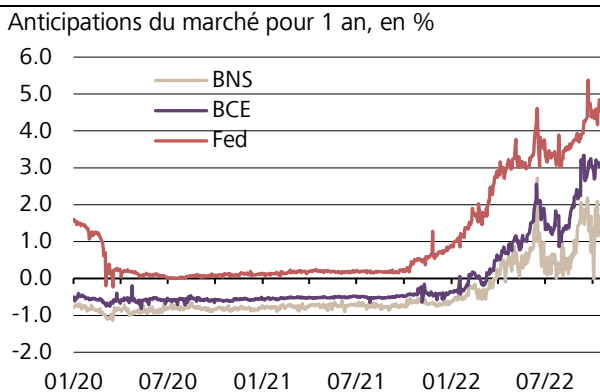
Taux directeurs des banques centrales



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



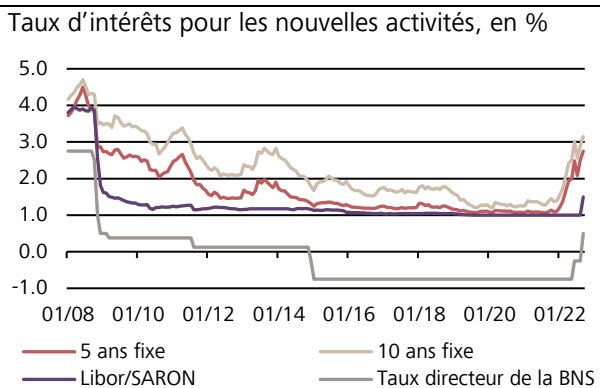
Anticipations des taux directeurs



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



Taux hypothécaires



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

L'inflation américaine a dépassé son plus haut point. Toutefois, le marché du travail toujours très étroit et les fortes hausses de salaires ne devraient pas permettre de retour rapide du taux annuel en direction de la cible d'inflation de la Fed, qui continuera donc de veiller à la hausse énergique de ses taux directeurs. Il faudra attendre l'affaiblissement bien plus marqué de l'économie et une hausse sensible du chômage pour maîtriser l'inflation. Un atterrissage en douceur paraît donc de plus en plus difficile, car les politiques monétaires sont de nouveau plus restrictives et doivent le rester plus longtemps.

En raison de l'explosion des prix de l'énergie, la BCE constate également l'élargissement de l'inflation. Le niveau d'inflation bien trop élevé a finalement fait basculer les banquiers centraux européens dans le camp de la lutte énergique contre l'inflation: même le Conseil des gouverneurs planifie de nouvelles hausses rapides. Comme en outre la politique fiscale met tout en œuvre pour empêcher une récession plus prononcée, la BCE subit davantage de pressions pour agir.

En septembre, lors de sa réunion trimestrielle, la BNS a également procédé à une hausse préventive de 75 points de base à 0,5% à titre préventif. Son état des lieux était toutefois bien moins alarmant que celui des autres banques centrales, même si elle n'exclut pas d'autres mesures et suggère notamment de le relever de nouveau en décembre. La situation de départ confortable en raison de la dynamique d'inflation détendue devrait toutefois se traduire par une approche nettement moins agressive.

Pour l'heure, nous n'anticipons pas de normalisation des taux bien au-delà du seuil de 1%. Les conditions pour les hypothèques SARON qui s'orientent dans une large mesure à l'évolution du taux directeur de la BNS, devraient par conséquent continuer à augmenter jusqu'à l'année prochaine, mais sans envolée, à moins d'une flambée inflationniste. Les hypothèques à taux fixes longs anticipent depuis un certain temps d'autres hausses de taux limitées de la BNS, donc aucun nouveau relèvement n'est indiquée.

Placements

Dans un contexte de hausse des taux, de taux d'inflation toujours aussi élevés et d'incertitudes sur le plan économique et géopolitique, de nombreuses catégories de placement sont sous pression. Les placements immobiliers indirects ont également laissé des plumes dans cet environnement de marché. Les agios des fonds immobiliers fédéraux ont chuté à des niveaux extrêmement bas. Ces titres considérés comme sûrs sont en pleine réévaluation.

2022 n'est pas une bonne année pour les investisseurs. Car la longue croissance quasiment effrénée sur les marchés financiers s'est définitivement terminée en début d'année avec la fin de l'ère des taux bas record et des taux négatifs. Les taux d'inflation accrus, les perspectives de taux durablement élevés, les inquiétudes quant à l'économie nationale et internationale ainsi que les grandes incertitudes géopolitiques ont nettement assombri les perspectives. Cette année, quasiment toutes les catégories de placement courantes ont sombré dans le rouge et les signes d'une détente prochaine se font toujours attendre.

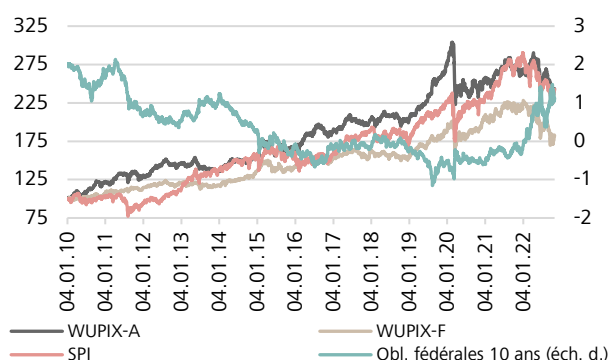
Les placements immobiliers cèdent aussi du terrain

Dans cet environnement de marché marqué par les incertitudes, les placements immobiliers indirects ont également subi de fortes baisses de cours. Le graphique ci-dessous montre clairement que l'indice de rendement total des actions immobilières suisses a baissé de plus de 16% depuis la mi-février. Les fonds immobiliers fédéraux cotés ont également subi des pertes élevées (plus de -17%). La comparaison avec le SPI (-14%) montre que les pertes de cours des placements immobiliers indirects classiques ont suivi la braderie sur les marchés des actions. La phase de correction actuelle des placements indirects ne respecte pas la sagesse populaire qui veut que les placements immobiliers servent à diversifier le portefeuille.



Performance des placements immobiliers indirects

Rendement total des actions immobilières (WUPIX-A), fonds immobiliers (WUPIX-F) et SPI, indexés, 100 = 01.01.2010



Source: SIX, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

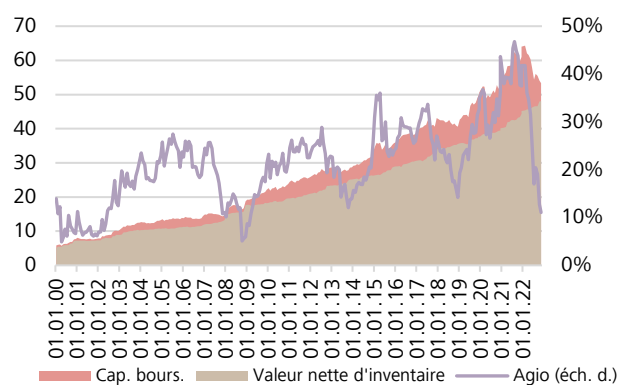
Fonte des agios

Les nuages qui se lèvent à l'heure actuelle sur le marché de l'immobilier de rendement conduisent manifestement à une réévaluation drastique des placements immobiliers fédéraux cotés. Dans le cadre de cette correction de prix historique, les agios des fonds immobiliers ont rapidement chuté depuis leurs sommets. Alors que la capitalisation du marché de tous les fonds immobiliers cotés était à l'automne 2021 encore près de 45% supérieure à la valeur d'inventaire nette, cette différence était tombée à environ 11% fin octobre 2022, ce que les investisseurs peuvent interpréter comme un signal d'achat. Les parts de fonds immobiliers ont rarement été aussi peu chers par rapport à leur valeur d'inventaire. Une certaine prudence est toutefois de mise. La hausse durable des taux d'intérêts devrait laisser des traces sur le marché de l'immobilier de placement (cf. Gros plan de cette publication). A moyen terme, les portefeuilles des fonds immobiliers pourraient être moins bien notés. Si l'agio moyen longue durée des fonds immobiliers de près de 21% sert d'étalon d'analyse équitable de la catégorie de placement, cela signifie qu'aujourd'hui, une correction de valeur de 8% a été anticipée dans les cours négociés. Cette anticipation du marché correspond-elle à la réalité ou est-ce plutôt le résultat des turbulences actuelles sur les marchés?



Agios des fonds immobiliers

Capitalisation boursière et NAV (en mia CHF) ainsi que les agios (en %) de fonds immobiliers suisses cotés



Source: Swiss Finance and Property, Raiffeisen Economic Research

Propriété

Les prix du marché de la propriété maintiennent une dynamique soutenue malgré la hausse des coûts de financement. Une certaine normalisation se dessine, mais sans annoncer l'inversion permanente de la tendance.

Les prix des transactions des propriétés à usage personnel ont continué à exploser au troisième trimestre 2022, alors même que le retournement des taux se consolide. Les prix des maisons individuelles ont augmenté de 1,4% sur le trimestre précédent, ceux des appartements même de 1,9%. En un an, les prix de la propriété ont augmenté de 5,6%, même de 7,6%. Ces taux de croissance sont toujours supérieurs aux moyennes à long terme.

Le niveau de la demande demeure élevé

Or, le marché de la propriété continue d'être marqué par les attentes d'un niveau de taux continuellement plus élevé. Le nombre d'abonnements de recherche actifs pour la propriété sur les portails en ligne a baissé de plus de 6% sur le dernier trimestre. Ce recul devrait au moins en partie s'expliquer par la hausse des taux. Même après le net recul des abonnements de recherche ces derniers trimestres, le niveau absolu de la demande demeure élevé. Le nombre d'abonnements est désormais tout juste sur le point de renouer avec le niveau pré-pandémie. On se souvient que la pandémie avait déclenché une véritable frénésie de la recherche. En partie, elle devrait davantage relever du passe-temps pour personnes «enfermées chez elles» que refléter une véritable demande. En revanche, à la différence du nombre d'abonnements, la disposition à payer semble insensible aux taux. Elle est toujours aussi stable, voire même en léger repli.

Timides signes d'un refroidissement

Les annonces sur Internet permettent également de déchiffrer l'humeur des vendeurs. Au troisième trimestre 2022, les annonces de maisons individuelles mises en ligne et corrigées des caractéristiques étaient un peu moins chères que

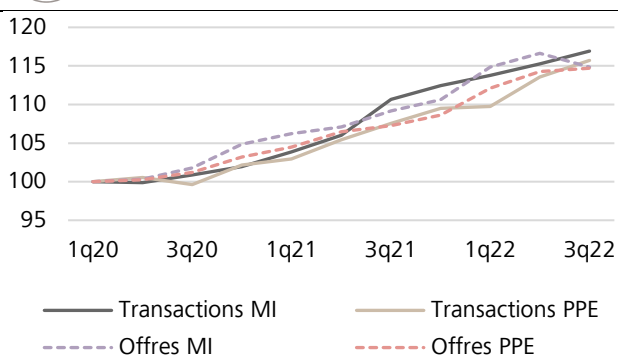
le trimestre précédent, soit un repli de 1,5%. En revanche avec une hausse de 0,4%, les appartements en propriété étaient un peu plus chers que le trimestre précédent. En comparaison avec le taux de croissance des prix des transactions de la propriété par étages, c'est également une valeur bien moins élevée. Les prix de l'offre réagissent beaucoup plus vite à un environnement de marché en mutation que ceux, plus amorphes, des transactions. Or, à la différence des prix des transactions, ils ont pour défaut de ne pas avoir été véritablement confrontés à la réalité par une demande effective. En règle générale, les prix proposés constituent toutefois un bon indicateur avancé de l'évolution prévisible des prix de clôture. L'indice des prix de l'offre présente désormais une avance de 1 à 2 trimestres environ sur l'indice des prix des transactions. Le recul voire l'affaiblissement de la dynamique des prix des loyers proposés est donc un premier indice de l'atterrissage tant attendu. Il est donc tout à fait possible que les prochains trimestres voient une évolution négative des prix des transactions, un fait inédit dans l'histoire récente des marchés de la propriété.

L'expansion de l'offre est possible

Or, il ne faut pas attendre de corrections de prix majeures et continues car l'offre est trop réduite. Certes, le taux d'offre sur le marché de la propriété semble désormais lentement se stabiliser, mais le niveau absolu des biens proposés est toujours trop faible. Ceci vaut également pour le nombre de demandes de permis de construire déposées. Dans un futur proche, il n'y aura donc pas d'expansion de l'offre. Une multiplication de l'offre de biens existants semble plus probable. En effet, face au retournement des taux, quelques rares pro-



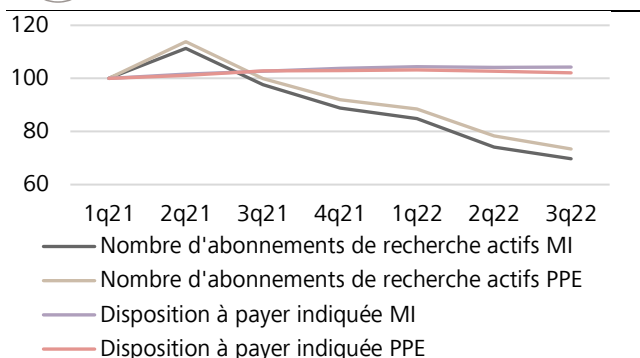
Prix de l'offre et des transactions



Source: SRED, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research



Demande



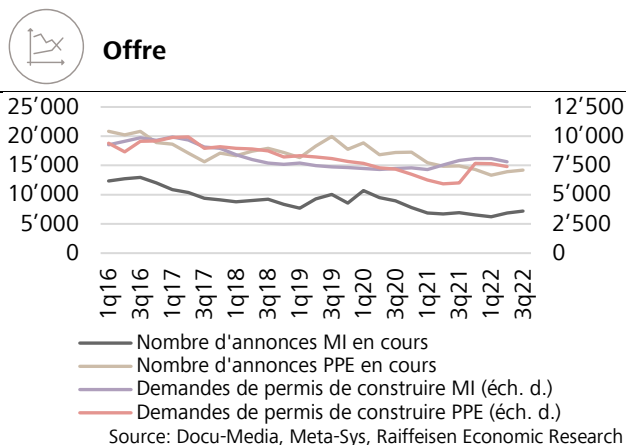
Source: Realmatch360, Raiffeisen Economic Research

Segments de marché

priétaires devraient voir venir le pic des prix et vouloir en tirer profit. Mais, l'offre devrait avant tout porter sur les biens Buy-to-let, surtout des appartements qui ont été achetés et loués en tant que placement. Grâce à l'effet de levier des fonds externes dans un environnement de taux bas, il s'agissait d'une source de rendements intéressante, qui avec les taux plus élevés (cf. Gros plan de la présente publication) a maintenant perdu son attractivité. C'est justement aux meilleurs emplacements où la propriété est particulièrement rare et donc chère que le modèle Buy-to-Let est perdant face aux alternatives à taux fixes. Face aux rendements du cashflow en baisse dans le sillage de la hausse des coûts de financement, vendre s'impose comme une stratégie valant la peine d'être envisagée. En particulier les propriétaires de Buy-to-Let disposant d'une hypothèque récemment arrivée à échéance ou y arrivant bientôt pourraient y recourir plus fréquemment. Le marché de la propriété pourrait alors se détendre un peu, si l'offre augmente dans la foulée.

Les propriétaires restent propriétaires

Il reste toutefois peu probable que les biens à usage personnel soient maintenant vendus en masse. Certes, dans les débats, le niveau de prix actuel élevé est souvent avancé comme opportunité de vente à faible prix, mais les propriétaires restent généralement propriétaires et devraient donc acquérir un autre bien au même niveau de prix. Quant à ceux qui veulent vraiment devenir locataires, il leur faut d'abord trouver un bien adapté, un défi de taille sur le marché actuel avec une offre de plus en plus réduite. Il est encore moins probable que le marché soit inondé de biens dont les propriétaires connaissent des difficultés de paiement. Les directives de solvabilité très strictes lors de l'octroi d'hypothèques garantissent le service de la dette même en cas de forte hausse des taux. La devise sur le marché de la propriété semble actuellement: ne pas brader, attendre. En tous cas, les transactions ont baissé de 20% en l'espace d'une année, sans hausse marquante du nombre de biens proposés.



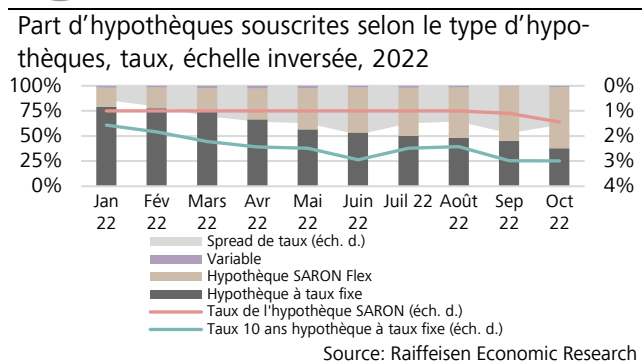
La ruée sur les hypothèques SARON se poursuit

Dans la dernière publication, nous avons déjà évoqué une véritable ruée sur les hypothèques du marché monétaire. Face à l'explosion des conditions des hypothèques à taux fixes, pour la première fois, le nombre d'hypothèques SARON contractées est supérieur à celui d'hypothèques à taux fixe. Dans la foulée de l'abandon des taux négatifs par la BNS en septembre, le retournement des taux affecte maintenant également les hypothèques du marché monétaire. Elles ont augmenté pour la première fois depuis des années sans toutefois entacher leur nouvelle popularité. Au contraire, la part de marché de l'hypothèque SARON a encore augmenté. En octobre, 61% des nouvelles hypothèques ont été conclues avec un lien au taux du marché monétaire. Le prix de la sécurité, le spread de taux entre SARON et une hypothèque fixe à taux long demeure trop élevé pour l'écrasante majorité des emprunteurs d'hypothèques – même dans la perspective d'un nouveau recul avec de nouvelles hausses des taux par la BNS. Cette évolution se reflète également au niveau des hypothèques à taux fixe. Plus qu'un quart d'entre elles est contracté avec une échéance de plus de 8 ans. En janvier, elles étaient près de 40%. Plus l'échéance est courte, plus les frais de financement sont faibles, seuls quelques rares emprunteurs optent pour la couverture de taux longue.

Pourquoi les prix continuent-ils d'augmenter?

D'aucuns sont surpris par la dynamique de prix toujours aussi forte dans le marché du logement qui demeure un grand mystère pour eux. Les prix sont désormais tellement élevés que seule une minorité privilégiée peut acquérir une maison aujourd'hui (cf. [Immobilier Suisse 1^{er}T22](#)). Comment expliquer cette hausse constante alors que le nombre d'acheteurs se réduit comme peau de chagrin? L'une des pièces du puzzle qui pourrait aider à résoudre ce mystère complexe est de comprendre la manière dont les indices des prix immobiliers et donc l'évolution des prix sont calculés.

Souscriptions de prêts et de taux hypothécaires



Segments de marché

Les indices des prix des transactions de propriétés à usage personnel sont calculés sur la base d'authentiques données de transactions. Or, chaque trimestre d'autres maisons et appartements à d'autres emplacements et avec d'autres caractéristiques changent de propriétaire. Donc, pour mesurer non pas le changement des caractéristiques, mais la tendance des prix, la composition des indices de prix immobiliers exclut les distorsions liées aux caractéristiques. L'objectif recherché consiste à comparer des grandeurs équivalentes. La comparaison des prix à l'aide de différentes méthodes statistiques de biens «rendus équivalents» qui potentiellement ne se distinguent que par la date de la transaction fournit alors un indice des prix.

Correction des caractéristiques vs prix moyen

Il est donc possible que l'indice des prix avec correction des caractéristiques affiche une hausse alors que les prix payés en moyenne n'ont pas augmenté du tout car la qualité des biens vendus s'est détériorée. La comparaison visible dans le graphique en bas à droite entre l'indice avec correction des caractéristiques et un indice strict des prix moyens, montre que c'était le cas en Suisse ces dernières années. L'indice corrigé des caractéristiques des MI a augmenté de 42% depuis début 2015, l'indice non corrigé de seulement 34%. Chez les PPE, les prix corrigés ont augmenté de 38%, mais seulement de 34% en moyenne. La différence de 8 ou 4 points de pour cent s'explique par les différences de qualité.

Pas d'emplacements plus mauvais

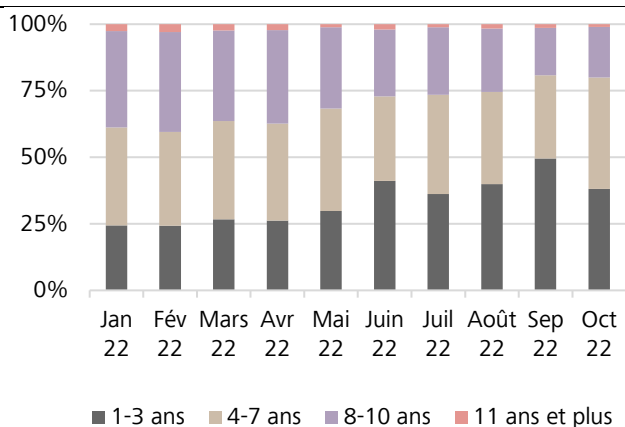
Même si les détériorations des caractéristiques étaient modérées ces dernières années, nous jetons ci-après un regard sur celles qui ont évolué. La plus importante, l'emplacement, n'a quasiment pas changé. Depuis 2015, aucun mouvement

accru n'a été constaté vers des communes moins attrayantes et donc abordables. Au niveau des MI, la macro-situation des biens de transaction qui mesure toutes les caractéristiques pertinentes à la valeur immobilière d'une commune s'est même légèrement améliorée. Pour l'emplacement au sein d'une commune, donc la micro-situation aussi, aucune baisse des caractéristiques de l'emplacement ne s'observent depuis 2015. Aucun transfert des transactions vers des quartiers moins attrayants au sein des communes ne s'est produit sur le marché de la propriété privée ces dernières années.

Compromis au niveau de l'état et des standards de finition

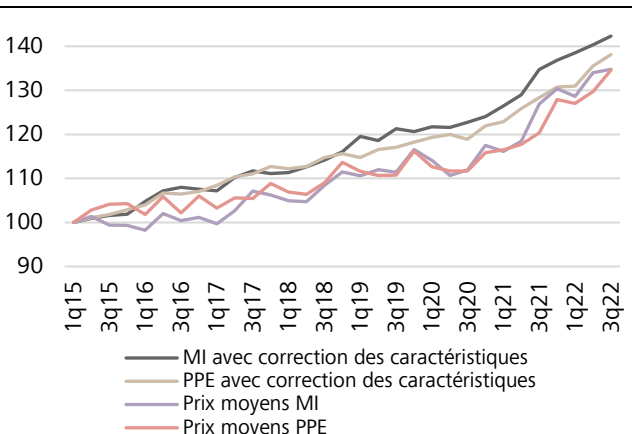
Contrairement au mot d'ordre «emplacement, emplacement, emplacement», les acheteurs étaient plus enclins à faire des compromis sur l'âge et l'état des propriétés. L'âge moyen des biens a nettement augmenté. En parallèle, l'état des biens qui est fortement corrélé à leur âge s'est détérioré. Des standards de finition plus bas ainsi que moins de salles d'eau par appartement ou maison se reflètent dans les transactions. Sur les propriétés par étages, la baisse de la taille des appartements fait baisser les prix moyens. Il est toutefois difficile de dire dans quelle mesure ces changements s'expliquent par un surcroît de compromis pour pouvoir s'offrir une maison ou un appartement, car en fin de compte les acheteurs ne peuvent acquérir que des biens proposés. Les caractéristiques «inférieures» ne constituent qu'une partie du puzzle, puisque les prix continuent de progresser vers un niveau aussi élevé. Les autres éléments du puzzle sont un transfert de capital accru vers les générations suivantes d'acheteurs par les héritages et une plus grande appréciation de son propre chez soi qui amènent les acheteurs à repousser leurs limites dans la course à l'achat. En l'absence de données, tout ceci est plus difficile à mesurer.

Hypothèques à taux fixes selon les échéances



Source: Raiffeisen Economic Research

Prix corrigés des caractéristiques et prix non corrigés



Source: SRED, Raiffeisen Economic Research

Locatif

Les vacances sur le marché suisse du logement fondent comme neige au soleil. Le demande excède largement l'offre. Certaines régions souffrent déjà d'un manque de logements et la pénurie se fait sentir dans d'autres. Quoi qu'il en soit, il n'y a aucun signe d'une recrudescence de l'activité de construction.

Les taux de vacance publiés en septembre par l'Office fédéral de la statistique ont égalisé un record établi il y a 20 ans. Jamais, hormis en 2001, ils n'avaient baissé aussi fortement en douze mois qu'au cours de l'année 2022. Le recul de 1,54% à 1,31% du parc total de logements illustre le fait que le marché suisse se dirige rapidement et à large échelle vers une pénurie de logements.

Evolution prévisible

Rien de surprenant pour les lecteurs de cette publication: c'est la confirmation officielle de ce que nous avons déjà constaté et pronostiqué depuis un certain temps, notamment dans la publication du trimestre précédent ([Immobilier Suisse 3^eT22](#)). Au même titre que le Gros plan de la publication [Immobilier Suisse 2^eT22](#), elle expose les raisons toujours valables aujourd'hui qui expliquent que la production de logements ne suit pas l'évolution de la demande. Depuis le 1^{er} juin, date butoir de l'enquête sur les vacances, la situation s'est même aggravée, car la migration a repris de plus belle (cf. graphique à gauche). En effet, elle stimule une demande déjà très vive de logements, en particulier celle de logements locatifs. Et même la demande des réfugiés ukrainiens se ressent maintenant de plus en plus sur le marché classique.

Les loyers devraient augmenter plus fortement

L'ancrage d'anticipations de taux de plus en plus élevés réalisés ces derniers mois a encore réduit les incitations en faveur d'une expansion de la production de logements malgré la demande accrue (cf. Gros plan de la

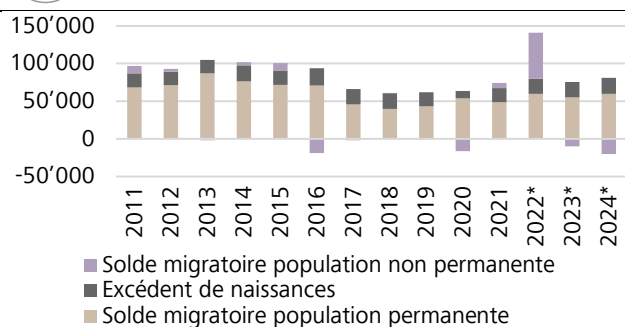
présente publication) et le retournement de tendance des loyers proposés n'y change pas grand-chose. Ces derniers ont pourtant de nouveau augmenté pour la troisième fois consécutive, après une baisse sur de longues années. Or, la hausse de 1,5% des revenus locatifs en 2022 n'est nullement en lien avec la flambée des coûts de financement et des coûts de construction ainsi que la hausse continue des prix des terrains, dont les promoteurs doivent tenir compte dans l'environnement de marché actuel. Seule une plus forte hausse des nouveaux loyers pourrait créer les incitations nécessaires à la production de nouveaux logements dans l'environnement de marché actuel.

Lacune dans l'offre

Comme la planification et la construction de logements prennent du temps, il est clair dès maintenant que les vacances vont continuer à baisser ces deux prochaines années. Et ce même si les investisseurs et maîtres d'ouvrage devaient, contre toute attente, mettre la pédale douce – ce que les demandes de permis ne laissent pas deviner (cf. graphique du haut sur la page suivante). Car le nombre de demandes déjà déposées qui permet d'estimer avec fiabilité la production de logements des deux prochaines années donne dès aujourd'hui une indication de la direction que va prendre le marché du logement suisse. Si l'immigration ne tarit pas, selon nos estimations conservatrices, ces deux prochaines années, il y aura une disparité de près de 7'500 logements entre la demande et l'offre.



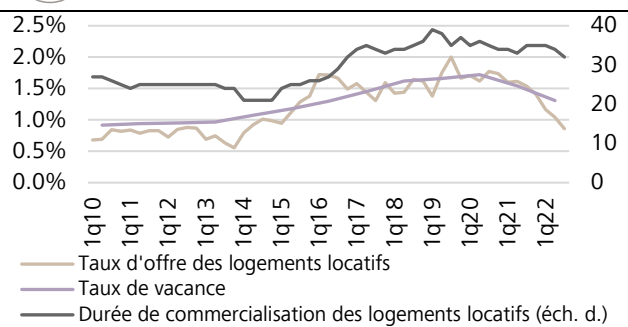
Evolution de la population



Source: OFS, SEM, Raiffeisen Economic Research



Vacances, taux d'offre et durée de commercialisation



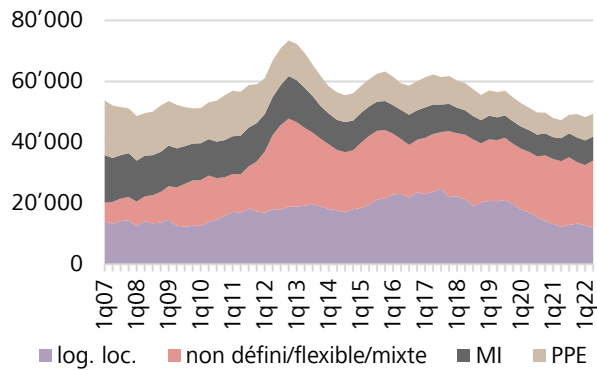
Source: OFS, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Segments de marché



Permis de construire

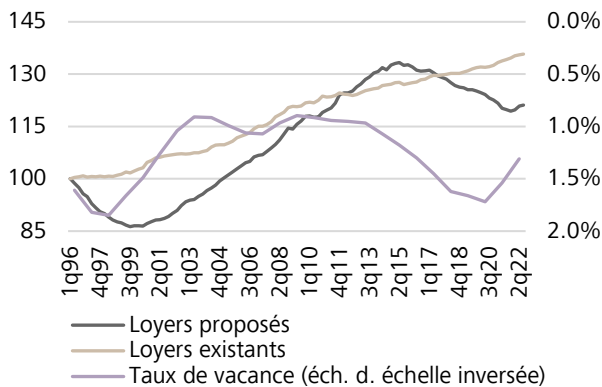
Nombre de logements sur les demandes de permis déposées, nouvelle construction



Source: Docu-Media, Raiffeisen Economic Research



Loyers et taux de vacance

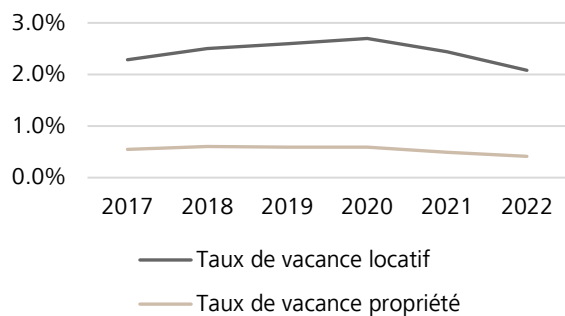


Source: OFS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Taux de vacance selon l'usage

Nombre de biens locatifs et en propriété vacants par rapport au parc de biens locatifs et en propriété



Source: OFS, ARE, Raiffeisen Economic Research

Période difficile pour les locataires

D'ici le 1^{er} juin, la date butoir de l'enquête 2024, les taux de vacance tomberont certainement sous le seuil de 1%. Un taux aussi bas avait été observé pour la dernière fois entre 2003 et 2005, ainsi qu'entre 2008 et 2013. Il correspondait à l'époque à une hausse annuelle de nettement plus de 3% des loyers proposés. Le scénario se répétera cette fois-ci aussi, car même dans une perspective à moyen terme aucun signe de détente n'est reconnaissable. Les temps s'annoncent donc difficiles pour les nouveaux locataires et même les locataires existants seront confrontés à des loyers plus élevés. Selon nos prévisions de taux actuelles, d'ici 2024, le taux d'intérêt de référence hypothécaire sera vraisemblablement relevé deux fois. Les bailleurs qui ont la possibilité de répercuter ce taux vers les locataires le feront. Par ailleurs, selon le Droit de bail, 40% du taux d'inflation nettement plus élevé (3% sur l'année en cours) peut être répercuté sur les loyers. Certains locataires existants pourraient ainsi d'ici 2024 payer des loyers près de 10% plus élevés, concrètement deux fois une hausse de 3% suite à deux relèvements des taux de référence, 2,5% par la répercussion de l'enchérissement annuel de 40% et près de 1% par les augmentations de frais généraux. C'est ce que prévoit le Droit de bail pour préserver le pouvoir d'achat des fonds propres des bailleurs.

L'évolution est tirée par le marché locatif

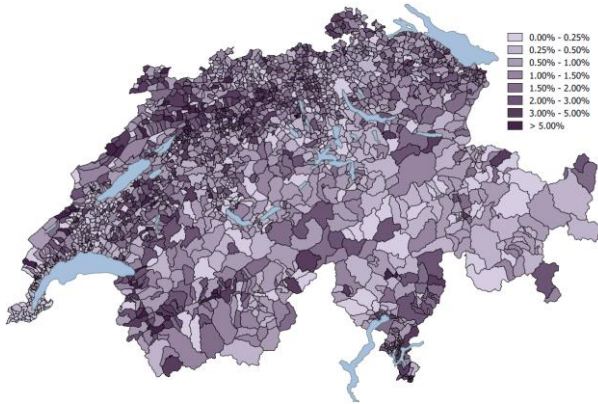
Cette année aussi, les analyses détaillées des derniers taux de vacance sont passionnantes. Car l'enquête sur les logements vacants consiste en une enquête totale qui donne des renseignements sur les vacances de chaque logement suisse individuel. Les chiffres actuels le prouvent: l'offre est nettement plus élevée que la demande tant sur le marché du logement locatif que sur celui de la propriété à usage personnel. Le taux d'appartements et de MI vacants a baissé de 0,49% à 0,41% vers un niveau déjà extrêmement bas (cf. graphique du bas). Le taux des logements locatifs a baissé de 2,44% à 2,08%. Comme la Suisse est un pays de locataires et que les logements locatifs sont plus souvent vacants, ce sont avant tout les développements sur le marché de la location qui impactent les taux de vacance.

Segments de marché



Taux de vacance selon les communes

Nombre d'appartements vacants par rapport au parc de logements total

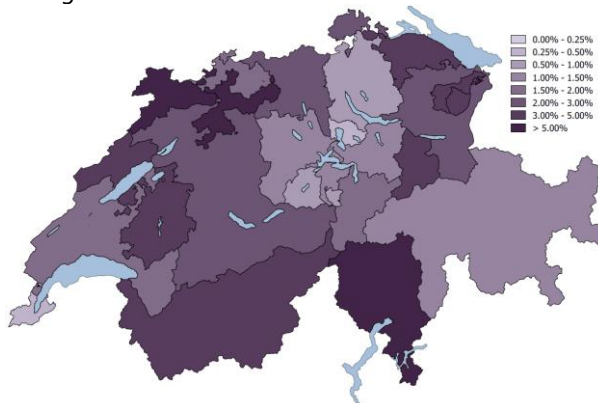


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



Taux de vacance des logements locatifs selon les cantons

Nombre d'appartements vacants par rapport au parc de logements locatifs

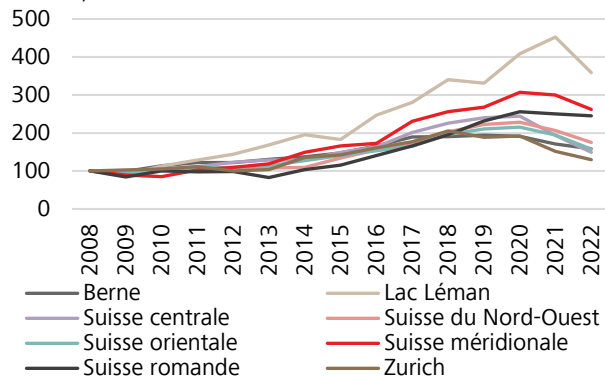


Source: ARE, OFS, Raiffeisen Economic Research



Logements locatifs vacants selon les grandes régions

Indexé, 100 = 2008



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Situations différentes selon les régions

Un taux de vacance de 2% de logements locatifs a des airs de tampon confortable sans être excessif. Or, l'analyse du taux à l'échelle de la Suisse occulte que ce taux est déjà extrêmement faible dans certaines régions. Les cantons de Genève, Zurich et Zoug présentent des taux de vacance de logements locatifs nettement inférieur à 1% (cf. graphique du milieu). En l'occurrence, on peut effectivement parler d'une situation de pénurie selon la région et la commune. En revanche, dans le Tessin, à Soleure et dans le Jura, les marchés sont encore très fluides, avec des taux de vacance supérieurs à 5%. Le niveau des vacances dans ces cantons est en général structurellement plus élevé. Jeter un regard sur la dynamique en vaut donc la peine. 23 sur 26 cantons affichent une baisse des taux de vacance des logements locatifs. Alors que la situation à Glarus et à Schaffhouse doit être qualifiée de stable avec une légère hausse, seul le Jura affiche un taux de vacance nettement plus élevé. Les problèmes structurels, économiques et démographiques connus sont très visibles dans le Jura. La population jurassienne stagne, mais comme on continue de construire, le taux de vacance a augmenté de 0,8 point de pour cent.

Recul dans l'ensemble des régions et types de communes

Les taux de vacance des logements locatifs des huit grandes régions suisses ont baissé (cf. graphique du bas). Les plus forts reculs ont été enregistrés en Suisse centrale et dans la région du lac Léman où ils sont inférieurs de 20% en glissement annuel. En Suisse occidentale, le nombre de logements locatifs vacants a le moins baissé (seulement 2%). Même la ventilation selon les types de communes montre un tableau uniforme, partout la courbe des logements vacants est orientée à la baisse, surtout dans les communes touristiques (-24%). De nets reculs ont également été enregistrés dans les grands centres (Zurich, Genève, Berne, Bâle et Lausanne) (-17%) ainsi que les communes urbaines (-15%). Mais un recul relativement prononcé a aussi été enregistré dans les autres villes (-8%) et à la campagne (-6%).

Trop faible activité de construction dans les centres

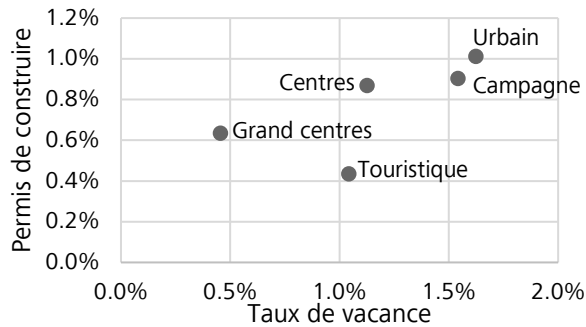
Hormis les communes touristiques, où les nouvelles constructions sont limitées par l'initiative sur les résidences secondaires, c'est dans les grands centres que l'on construit le moins. Or, c'est justement là qu'il y a le moins de logements vacants et qu'ils sont les plus recherchés. On manque tout bonnement de place et la densification s'est enlisée (cf. [Immobilier Suisse 3^eT22](#)). Comme ce n'est qu'en

Segments de marché



Taux de vacance et permis de construire

Nombre de logements vacants au 01.06.2022 et nombre de logements dans les permis de construire au 3^e T21 et 2^e T22 par rapport au parc de logements selon le type de communes

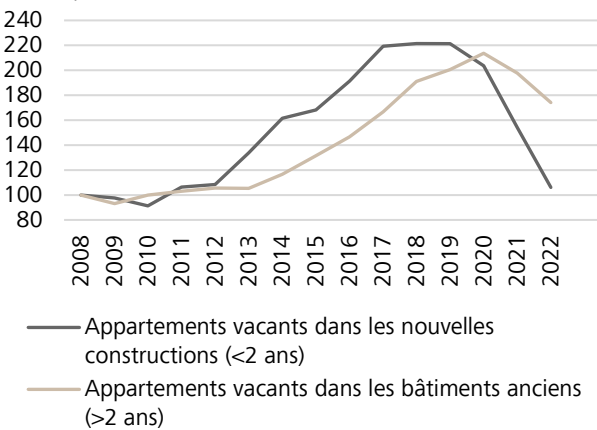


Source: OFS, Docu-Media, Raiffeisen Economic Research



Logements locatifs vacants selon l'âge

Indexé, 100 = 2008

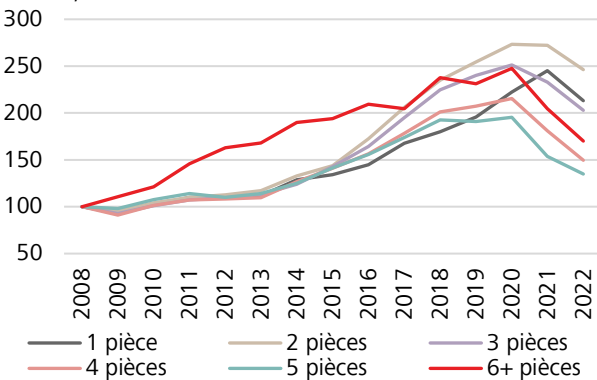


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



Logements locatifs vacants selon le nombre de pièces

Indexé, 100 = 2008



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

dehors des centres qu'il y a suffisamment de terrains constructibles, c'est là qu'il faut construire, même si la demande porte davantage sur le logement urbain.

Les nouvelles constructions sont bien absorbées

Au cours des deux dernières années, près de 90'000 nouveaux logements ont été construits, dont tout juste 4'863 étaient vacants au 1^{er} juin. Seules un peu plus de 5% des nouvelles constructions n'ont pas (encore!) trouvé de locataire ou de propriétaire. Il y a deux ans, ce taux se situait encore à 11%. Voilà longtemps que la commercialisation de nouveaux logements n'a pas été aussi aisée. Les vacances des autres logements ont aussi fortement reculé, mais relativement moins. L'attractivité «retrouvée» des nouveaux appartements s'explique aussi par le fait que l'écart entre les loyers proposés et les loyers existants s'est refermé ces dernières années dans de nombreuses régions.

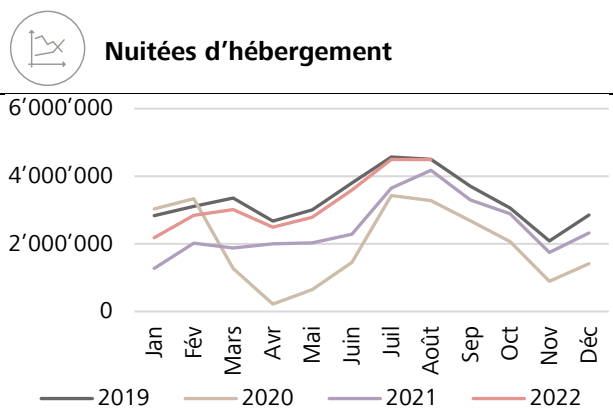
Les effets du Covid sont dissipés

Dans l'enquête 2021 des vacances de logements certains effets du Covid se faisaient encore sentir, comme le fait que les vacances n'augmentaient que dans les grands centres. Dans tous les autres types de communes, les taux de vacance ont nettement baissé. Cela a été interprété par beaucoup comme le signe d'un exode dû au coronavirus. Aujourd'hui, le taux de vacance urbain se situe de nouveau sous le niveau pré-pandémie. La hausse des vacances dans les grands centres était donc plutôt un effet du recul de l'immigration pendant la pandémie car dans leur grande majorité, les nouveaux arrivants recherchent des appartements dans les grands centres. Ce phénomène s'est temporairement interrompu. L'exode lié à la pandémie était avant tout une bonne story, mauvaise pour certains médias a (cf. [Immobilier Suisse 4^eT21](#)).

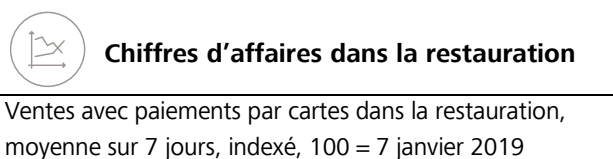
L'autre effet lié au coronavirus et déjà largement dissipé était la ruée vers les appartements avec un plus grand nombre de pièces. Les appartements d'une pièce étaient peu demandés pendant la pandémie, car de nombreux travailleurs souhaitaient une pièce supplémentaire pour télétravailler, selon l'explication la plus répandue. Alors que les vacances ont baissé quelles que soient les tailles d'appartement en 2021, elles ont augmenté pour les appartements d'une pièce. Aujourd'hui, nettement moins d'appartements d'une pièce sont vacants qu'avant la pandémie. Outre l'effet télétravail, une partie de la baisse de la demande de petits appartements au cours de la pandémie s'explique également par l'absence d'immigration. Toutes les traces attribuées au Covid dans l'enquête de l'année dernière ont ainsi de nouveau disparu.

Immobilier du secteur de l'hôtellerie et de la restauration

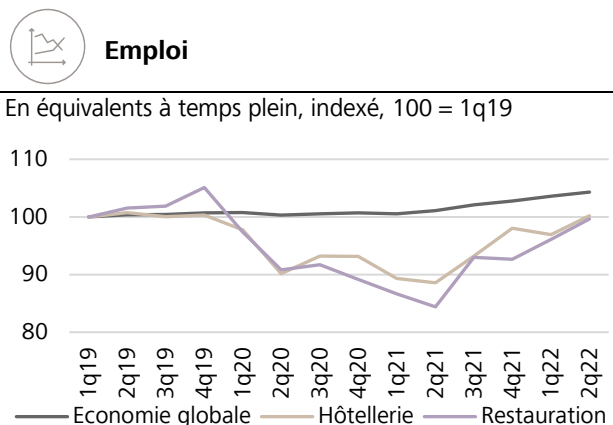
La demande de nuitées et de repas à l'extérieur a retrouvé son niveau pré-pandémie. Or, la pénurie de personnel, les prix de l'énergie et les coûts de financement croissants mettent le secteur déjà affaibli avant la pandémie devant des défis de taille. Quoi qu'il en soit, le nombre d'entreprises continue d'augmenter – et donc également la demande en surfaces de restauration. Mais, la dimension durable de cette demande pose question.



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



Source: Monitoring Consumption Switzerland, Raiffeisen Economic Research



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Le marché suisse de l'hébergement s'est entièrement remis du coronavirus. Alors que de janvier à mai, le nombre de nuitées dans l'hôtellerie suisse était légèrement inférieur à 2019, année pré-pandémie, les symptômes du Covid ont disparu lors de la saison estivale. Le nombre de nuitées entre les mois de juin et août a pratiquement retrouvé le niveau d'il y a trois ans (cf. graphique du haut). Le secteur de la restauration s'est également rétabli de la pandémie et de ses répercussions. L'analyse des paiements par cartes y révèle des chiffres d'affaires plus élevés en 2022 que les deux années précédentes (cf. graphique du milieu). Le volume des transactions par cartes est aussi nettement plus élevé qu'avant la pandémie, ce qui s'explique en partie par l'évolution des habitudes des clients en faveur du paiement par carte.

Difficultés de recrutement

Cette reprise se reflète également dans l'évolution de l'emploi. Le chiffre corrigé des variations saisonnières des équivalents à temps plein employés dans les deux branches a retrouvé le niveau d'avant la crise (cf. graphique du bas). Bien que le niveau de l'emploi s'est entièrement remis du coronavirus, de nombreuses entreprises de restauration se plaignent de difficultés de recrutement (cf. premier graphique sur la page suivante à gauche). Il n'y a quasiment pas de personnel qualifié, en particulier les travailleurs ayant un diplôme professionnel font défaut. C'est ainsi qu'au deuxième trimestre 2022, près de la moitié des entreprises ont indiqué rencontrer des difficultés à pourvoir les postes ou du moins à trouver du personnel doté des qualifications correspondantes: un problème auquel le secteur de la restauration du monde entier est confronté. Car certains professionnels qualifiés se sont réorientés pendant la pandémie, une période de grande souffrance pour le personnel dans le domaine de la restauration. Depuis, ils ne sont pas retournés dans leur branche attitrée, caractérisée par des horaires de travail irréguliers, des salaires bas et des contrats à temps partiel. De nombreux actifs ont

Segments de marché

certainement mis à profit leur chômage partiel prolongé pour préparer leur reconversion. Les postes vacants dans la restauration ont donc été pourvus avec des personnes moins bien qualifiées voire ne disposant d'aucune qualification. Les difficultés de recrutement devraient d'ailleurs s'être aggravées au cours de l'été, car le taux de chômage s'est encore réduit au troisième trimestre.

Frais de personnel plus élevés

La situation très tendue au niveau du personnel se reflète également dans la convention collective nouvellement négociée du secteur de la restauration. Les salaires minimum seront entièrement indexés sur l'inflation, soit jusqu'à 40 francs de plus par mois selon la qualification. Se pose toutefois la question de savoir si la légère hausse des salaires réels suffit pour détendre la situation de l'emploi. Ce qui est clair est que la hausse des frais du personnel va fortement peser sur les entreprises. Car dans la restauration et l'hôtellerie, les charges du personnel avec une part respective de 41,7% et 38,2% représentent le plus gros centre de coûts des entreprises.

La crise énergétique secoue également la restauration

Les charges du personnel ne sont pas les seules à augmenter. La hausse des coûts énergétiques pèse également sur les entreprises. Certes avant la guerre en Ukraine, ces coûts ne représentaient en moyenne que 2,2% dans la restauration et que 2,8% dans l'hôtellerie mais pour les entreprises ayant opté pour le marché libre pour l'approvisionnement de base en électricité, la facture énergétique pourrait s'avérer ruineuse. Dans la restauration, il s'agit de près de 15% et près d'un quart

dans l'hôtellerie où les établissements sont en moyenne un peu plus grands. Certains ont vu leur facture d'électricité multipliée par dix. Certes seul un tiers des dépenses énergétiques s'explique par le coût de l'électricité, mais dans un contexte de flambée des prix, les dépenses totales des entreprises augmentent rapidement de 10%, même si l'intensité énergétique est globalement réduite.

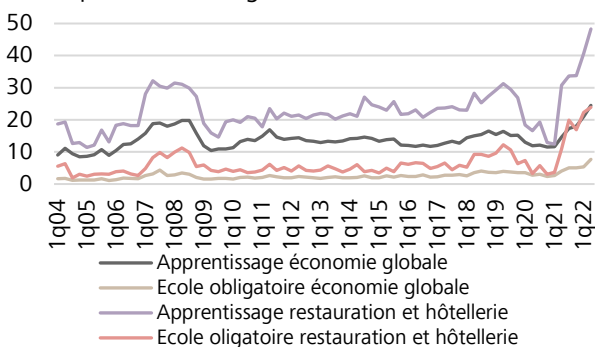
Augmentation des frais de financement suite au retournement des taux

Un défi supplémentaire se pose avec le retournement des taux qui entraîne des frais de financement plus élevés. L'hôtellerie (90,5%) et la restauration (75,1%) font partie des secteurs les plus fortement endettés. C'est traditionnellement le cas, mais la pandémie du coronavirus a encore aggravé la situation. En effet, 58% des entreprises ont contracté des crédits Covid, dont seul un quart a jusqu'à présent été remboursé. A cet égard, la hausse des taux frappe plus durement l'hôtellerie que la restauration. Les restaurants sont plutôt locataires que propriétaires et donc un peu moins concernés par la hausse des taux. Les coûts de financement ont représenté 4,2% des dépenses dans l'hôtellerie en 2020, alors qu'ils n'étaient que de 0,6% dans la restauration. Après avoir surmonté la pandémie, les entreprises doivent affronter une hausse généralisée de leurs coûts. Jusqu'à présent, seule l'hôtellerie a réussi à répercuter une grande partie de ses coûts plus élevés sur sa clientèle. En revanche, les entreprises de restauration peinent jusqu'à présent à augmenter leurs prix (cf. graphique à droite). Par conséquent, les marges déjà très faibles des entreprises de restauration continuent de baisser.



Difficultés de recrutement

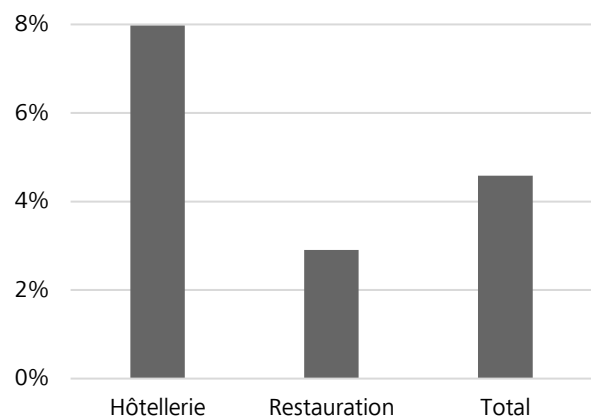
Part des entreprises qui ne peuvent pas pourvoir les postes ou rencontrent des difficultés de recrutement, selon la qualification exigée



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



Hausse des prix à la consommation depuis décembre 2020



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Segments de marché

Pour l'instant, aucune vague de faillite

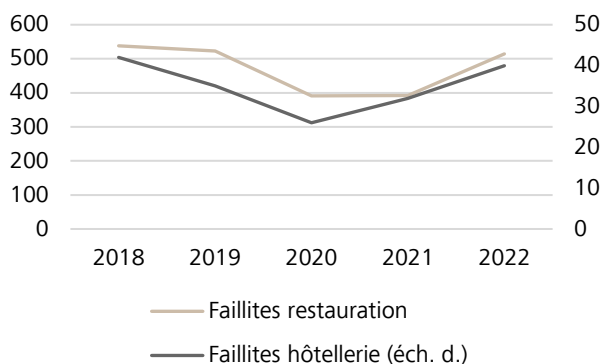
Malgré les coûts plus élevés, aucune des deux branches ne signale pour l'instant d'explosion du nombre de faillites. Certes, au cours des neuf premiers mois de 2022, le nombre de faillites a fortement augmenté par rapport à l'année précédente, mais ce chiffre doit être interprété comme une normalisation après un phénomène d'immortalité dû aux aides de l'Etat pendant la pandémie. Certaines entreprises moribondes avant la pandémie qui normalement auraient dû cesser leur activité, ont probablement été maintenues en vie artificiellement grâce au soutien étatique. Que les chiffres de l'insolvabilité ne sont pas encore revenus au niveau d'avant la crise et qu'ils n'ont pas augmenté constitue un indice que de telles entreprises «zombie» sont toujours «en vie». Par ailleurs, les effets de la crise énergétique actuelle devraient se répercuter avec un certain décalage sur les chiffres de la solvabilité. Globalement, il faut donc s'attendre à une hausse du nombre de faillites dans le secteur.

Hausse du nombre d'entreprises

En particulier le secteur hôtelier semble porter un regard optimiste vers l'avenir grâce à la demande intacte, malgré tous les défis. En effet, le nombre de créations d'entreprises hôtelières est supérieur au nombre de dissolutions. Certes, on constate une baisse du nombre d'ouvertures d'établissements, mais ici aussi le nombre d'immatriculations dépasse celui des radiations. Ceci est surprenant en raison des faibles marges, des tristes perspectives d'avenir et des conditions de travail peu attrayantes – qui affectent directement les entrepreneurs dans la mesure où ils s'impliquent personnellement dans l'entreprise.



Insolvabilités



Source: Creditreform, Raiffeisen Economic Research

L'offre crée sa propre demande

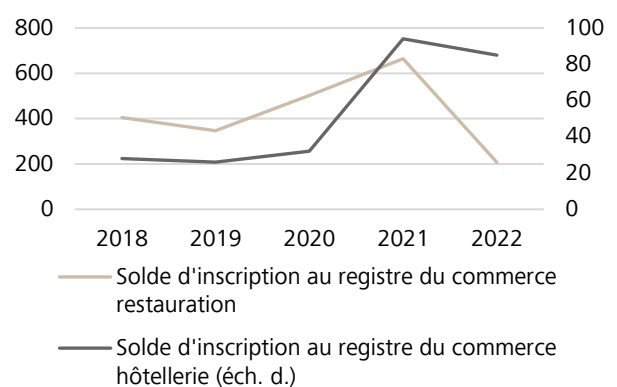
La multiplication de l'ouverture de bars et de restaurants devrait dans bien des régions s'expliquer par les règlements de construction et de plans de zones très rigides. Car lors de la phase de planification ils imposent aux maîtres d'ouvrage de prévoir des usages destinés à animer l'espace public dans les rez-de-chaussée. Les promoteurs satisfont ces conditions à contrecœur et subventionnent les surfaces de restauration qui ne rencontrent généralement pas de demande couvrant les coûts, à l'aide des revenus générés ailleurs dans les édifices. Lors du chiffrage du projet, les promoteurs fixent à zéro le loyer pour ces surfaces et se réjouissent alors de n'importe quel revenu locatif. Ces surfaces aussi abordables incitent les restaurateurs à tenter leur chance dans ce marché très prisé. L'offre de surfaces de restauration créée ainsi en partie elle-même sa demande.

Risques accrus

La plupart des bailleurs de surfaces de restauration devraient grâce à la demande intacte due au nombre croissant d'entreprises de nouveau trouver des acheteurs pour leurs surfaces. Or, comme le secteur de la restauration est confronté à la baisse de la rentabilité, avec une fluctuation structurellement élevée des locataires, les risques de vacances et de défaillances de loyers augmentent avec la vague de faillites annoncée. Les bailleurs devraient donc avoir davantage de difficultés à imposer le loyer existant lors des renégociations de contrats. Pour conserver un bon locataire, un compromis sous la forme d'une réduction du loyer peut alors représenter la solution la plus intéressante.



Radiations et nouvelles inscriptions dans le registre du commerce



Source: Creditreform, Raiffeisen Economic Research

Placements immobiliers directs

Alors que les perspectives sur le marché de la propriété résidentielle à usage personnel restent encourageantes, l'horizon commence à s'assombrir sur le marché de l'immobilier de placement. La hausse des frais de financement externe, les alternatives de placement à meilleur rendement et la hausse des coûts de construction modifient nettement le calcul des investissements immobiliers directs. Bien que de nombreux indicateurs ne révèlent pas encore de réaction, il faut s'attendre à un net recul de la demande et des pressions sur les valorisations très élevées.

Ces dernières années, les placements immobiliers directs ont permis de gagner beaucoup d'argent. Dans un environnement de taux bas et négatifs, ce genre d'investissement permettait de générer des revenus notables, surtout par rapport aux alternatives de placement à profil de risques comparable. Et n'oublions pas les hausses massives de valeurs que les biens de placement ont connu lors de la dernière décennie. Que ce soit du point de vue d'un investisseur institutionnel sous pression ou de l'investisseur particulier: les placements immobiliers directs étaient très attractifs. Qui pouvait se payer un bien d'investissement, l'achetait – malgré la baisse des rendements et les prix d'achat vertigineux. Avec la fin abrupte de l'ère des taux négatifs, les conditions ont rapidement changé, ce qui ne sera pas sans conséquences pour ce marché.

La pression vient de différents côtés

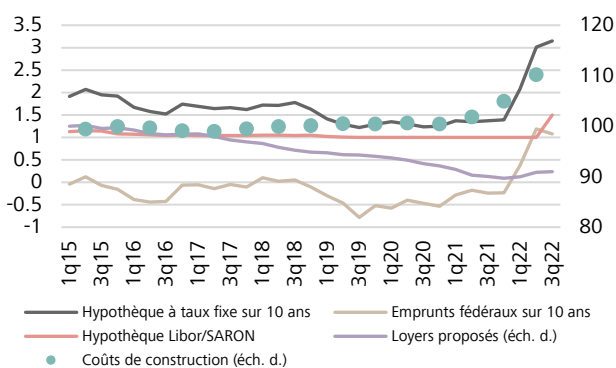
Au plus tard avec l'agression russe de l'Ukraine en début d'année, les marchés financiers ont reconnu que l'envolée de l'inflation ne serait pas un phénomène court et vite surmonté. Cela s'est accompagné – dans un contexte d'anticipation de prochaines hausses drastiques des taux directeurs par les banques centrales – d'une flambée des taux à l'extrémité longue de la courbe. Les emprunts à taux fixe

et les taux des crédits hypothécaires longs ont donc fortement augmenté il y a quelques mois déjà. Avec le relèvement des taux directeurs en terrain positif fin septembre, le coût de crédits liés au marché monétaire a également nettement augmenté, annonçant de nouvelles hausses prochainement. Cela bouleverse le calcul coûts-utilité des investissements immobiliers directs, car les prix des fonds externes ont fortement augmenté. Par ailleurs, avec l'attractivité accrue d'alternatives de placement à faible risque, les coûts d'opportunité de l'achat d'un bien de placement ont explosé. Or, la pression sur cette forme de placement ne provient actuellement pas seulement des taux. C'est ainsi que les prix de la construction ont nettement augmenté en raison de la perturbation des chaînes de livraison et des taux d'inflation accrus. La hausse des coûts de construction, d'assainissement et d'entretien entrent de plus en plus dans l'analyse des coûts d'un placement immobilier. En même temps, les loyers initiaux ont atteint leur plus-bas après une longue baisse. Avec la hausse des coûts de construction et de financement, les coûts d'opportunité élevés et un niveau de loyers initiaux faible, divers facteurs exercent une pression notable sur le marché des placements immobiliers directs.



Taux, coûts de construction et loyers

Taux hypothécaires et rendements de l'obligation fédérale sur 10 ans en % et loyers proposés indexés et prix de la construction (100 = 1q15)

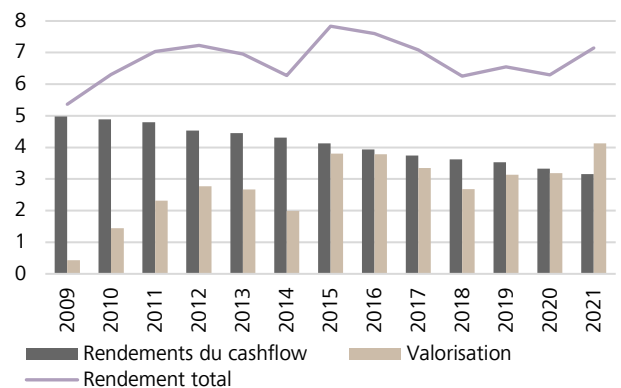


Source: BNS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Rendements des biens de placement

Rendements d'immobilier résidentiel, en % de la valeur immobilière, médiane



Source: REIDA, Raiffeisen Economic Research

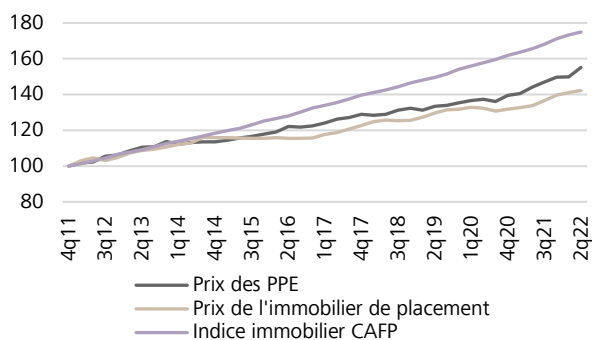
Pour l'instant, aucune réaction visible du marché

En principe, le marché devrait réagir face au changement abrupt des facteurs d'influence. Or, les séries de prix immobiliers courants révèlent que le marché demeure jusqu'à présent impassible face aux mutations profondes de l'environnement. Ainsi, les prix de l'immobilier de placement ont progressé d'environ 3,8% depuis le début de l'année (cf. graphique du bas). Certaines propriétés par étages ont même enchéri de 5,7%. Même les évaluations des portefeuilles immobiliers des fondations de placement qui sont exclusivement à la disposition de nos institutions de prévoyance pour investir dans l'immobilier de placement, ne constatent aucune réaction du marché. Leurs rendements totaux ont augmenté de 3,4% depuis le début de l'année. Jusqu'à présent, aucun repli de la demande ni même de correction de valeur ne se profilent. Toutefois, il serait erroné d'en conclure que tout continuera comme d'habitude ces prochains trimestres. Car le marché immobilier et en particulier celui de l'immobilier de placement, est une locomotive poussive. Les planifications de projet, la construction de biens immobiliers ou les négociations de vente nécessitent toujours un certain temps. L'évolution des attitudes se répercute avec un certain retard sur un résultat du marché mesurable. Par ailleurs, la méthode d'analyse joue également un rôle dans l'absence de réaction du marché. Dans les portefeuilles d'investisseurs institutionnels, les dernières séries d'évaluation annuelles de nombreux biens immobiliers se sont déroulées dans un environnement de marché bien différent. Le regard toujours tourné vers le passé des modèles statistiques pour déterminer le prix du marché contribue également au lissage de l'éventuelle réaction du marché en marge actuelle.



Prix immobiliers

Prix indexés de biens de placement et d'appartements en copropriété et indice de rendement total de fondations de placement immobilier, 100 = 4q11



Source: IAZI, KGAST, Raiffeisen Economic Research

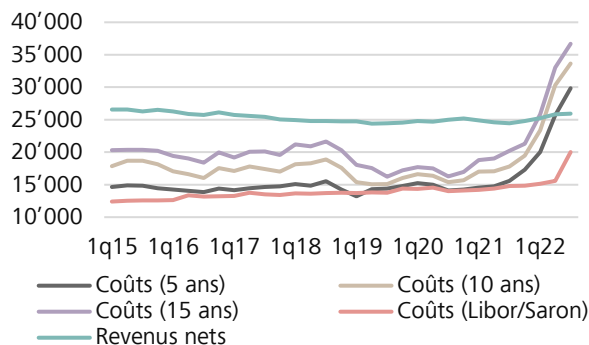
Le modèle buy-to-let n'est plus payant

Comme nous l'avons déjà évoqué en introduction, ces derniers mois, les taux hypothécaires ont fortement augmenté. Les coûts ont explosé pour les investisseurs qui doivent engager une part importante de fonds externes pour l'achat d'un bien immobilier de placement. Ainsi de nombreux modèles d'affaires ayant généré des rendements extrêmement attrayants ces dernières années ne sont plus intéressants. Un exemple de calcul coûts-utilité d'un investissement Buy-to-let classique (cf. graphique du bas) le montre très clairement. La comparaison des coûts initiaux de l'achat d'un logement neuf typique et d'un loyer proposé prouve qu'un tel investissement offrait des revenus initiaux très attrayants ces dernières années. Malgré les loyers sous pression et la hausse constante des prix d'achat, acquérir un tel bien avec un nantissement maximum de 75% en valait vraiment la peine. Jusqu'à récemment, grâce à la baisse continue des taux hypothécaires, les revenus locatifs prévisionnels étaient bien supérieurs aux coûts de financement et aux provisions nécessaires pour l'entretien. La hausse des hypothèques à taux fixes longs a rapidement retourné la situation. Dans un contexte de hausse nette des coûts de financement, l'achat ne serait actuellement plus rentable. Certes, dans cet exemple, le résultat resterait positif avec une hypothèque SARON liée au marché monétaire, mais une légère hausse des taux suffirait pour réduire à néant cet avantage.



Buy-to-let: revenus vs. coûts

Revenus et coûts d'un investissement Buy-to-let à nantissement de 75% pour diff. échéances hypothécaires. Bien de référence: 4 pièces, 100 m², nouvelle construction en agglo.



Source: Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research

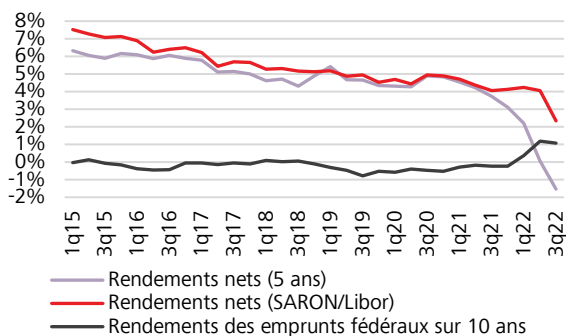
Recul de la demande en cas de financement externe

Il suffit d'analyser le calcul coûts-revenus sous l'angle des rendements (cf. graphique ci-dessous) pour constater la nette rentabilité d'un tel investissement immobilier financé par des fonds externes. Grâce à l'effet de levier des capitaux externes, malgré la baisse des revenus, des rendements initiaux extrêmement attrayants ont pu être générés sur le capital engagé. Les très fortes valorisations que les logements en propriété ont connues ces dernières années ne sont même pas incluses d'ailleurs ni les charges administratives, impôts et risques de vacances. La hausse des taux d'intérêt a fortement accru la pression sur ces rendements, notamment en comparaison directe avec des alternatives de placement à moindre risque. Même si à l'heure actuelle, l'achat d'un bien spécifique demeure rentable, l'investisseur s'interroge sur la pertinence de s'exposer aux charges administratives de location et aux risques de vacances alors qu'il existe des alternatives plus attrayantes. Bien sûr ces modélisations ne peuvent pas être transposées telles quelles aux calculs de l'achat d'immeubles de placement entiers. Car il existe des différences notables entre le marché de la propriété par étages et celui de l'immobilier de placement. Quoi qu'il en soit, ces calculs attestent la nette baisse d'attractivité de placements immobiliers financés par des fonds externes. Sur le marché de l'immobilier de placement aussi, de nombreux projets encore intéressants il y a quelques mois, ne le sont plus du tout ou quasiment plus. La demande de biens de placement émanant d'investisseurs dépendant d'un taux élevé de fonds externes ou qui dans le passé ont exploité cet effet de levier, devrait donc maintenant nettement reculer.



Comparaison des rendements Buy-to-let

Rendements de fonds propres selon l'échéance de financement d'un investissement Buy-to-let par rapport aux rendements d'une obligation fédérale sur 10 ans



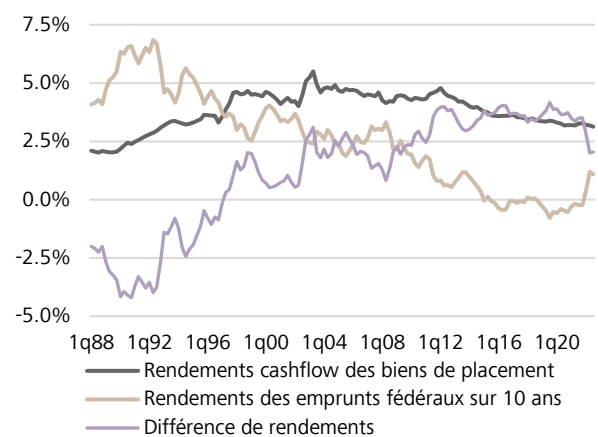
Source: Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research

Même sans fonds externes, investir est moins payant

Les investisseurs finançant par apport externe ne sont pas les seuls à trouver l'immobilier moins rentable dans l'environnement de taux actuel. Les perspectives des investisseurs institutionnels qui achètent des biens immobiliers avec de faibles nantisements voire aucun nantissement ont également changé ces derniers mois. Dans un contexte de pénurie de placements dû à l'environnement à taux bas des dernières années, l'immobilier de placement est devenu un moteur de rendements à risque prévisible quasiment sans alternatives. Malgré la hausse continue des prix et donc la baisse persistante des rendements initiaux, cette forme de placement était très attrayante (cf. graphique du bas). Avec la forte hausse des taux longs, cette différence de rendement s'est nettement réduite. Ainsi, les emprunts à taux fixe et risque modéré émis par l'Etat et les entreprises ont gagné en attractivité. Les coûts d'opportunité d'un nouveau placement immobilier sont aujourd'hui nettement plus élevés qu'il y a tout juste quelques mois. Les investisseurs institutionnels devraient donc y réfléchir à deux fois avant d'engager une part aussi importante du capital dans l'immobilier de placement. En raison des turbulences actuelles sur le marché financier, de nombreux investisseurs institutionnels ont essuyé de fortes pertes sur leurs autres positions actives, tandis que la valeur de leurs portefeuilles immobiliers demeure élevée. Ils devraient estimer que selon leurs règles auto-imposées, la part d'immobilier est actuellement (trop) élevée dans certains portefeuilles. Or, comme les biens de placement continuent de générer de meilleurs rendements que les alternatives habituelles, il demeure très improbable que les investisseurs institutionnels bradent leurs positions immobilières.



Comparaison des rendements du placement immobilier



Source: CIFI, BNS, Raiffeisen Economic Research

Toutefois, les nouveaux acquéreurs devrait être moins intéressés. A l'instar des investisseurs à financement externe, la demande de cette catégorie devrait être en recul, même si ce n'est pas dans la même ampleur.

Baisse de la demande = baisse des prix?

En principe, une baisse de la demande face à une offre plus ou moins stable, entraîne un effet sur les prix des transactions. Mais, comme nous l'avons déjà décrit, les indices disponibles ne révèlent pour l'instant (encore) rien. Il est donc quasiment impossible de prédire l'effet du recul de la demande sur les prix de l'immobilier de placement, en l'absence de données objectives. Toutefois, de plus en plus d'acteurs proches du marché signalent une grande retenue et donc une forte pression sur les prix négociés aujourd'hui. Les preuves anecdotiques soulignent clairement que le marché s'adapte. La fin de la hausse continue des prix de l'immobilier de placement semble donc enclenchée. Même une baisse à vaste échelle des prix des transactions ne peut aujourd'hui plus être exclue. Lorsque les prix de l'immobilier de placement sont sous pression, il faut tout naturellement aussi s'attendre à une pression sur la valeur de l'immobilier de placement dans les portefeuilles existants. Car la valeur comptable d'un bien immobilier devrait fondamentalement correspondre à la valeur du marché actuelle. Si la dynamique des prix s'inverse sur le marché, cela devrait également se répercuter sur les prochaines séries d'évaluation. Ainsi, la longue phase d'appréciation continue des portefeuilles immobiliers devrait également prendre fin.

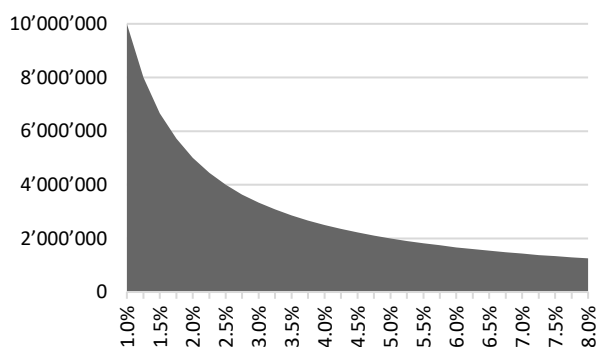
Evaluations à prix de construction plus élevés

La vue du marché que nous venons d'évoquer n'est pas la seule à annoncer une pression accrue sur les valeurs immobilières dans l'environnement économique actuel. Une perspective plus financière et théorique livre également de bons arguments en faveur d'une baisse de valeur de l'immobilier de placement. En principe, la valorisation des biens immobiliers est aujourd'hui déterminée à l'aide de la méthode de la valeur de rendement ou du Discounted Cashflow (DCF). Plus simplement, cela signifie que la valeur d'un bien immobilier est déterminée via l'actualisation des futurs revenus attendus. A cette fin, les coûts d'exploitation, d'entretien et d'administration ainsi que les provisions sont déduits des revenus locatifs nets. Ces revenus nets sont ensuite divisés par le taux de capitalisation pour déterminer la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs et donc de l'intégralité du bien immobilier. Si l'on considère un immeuble entièrement loué, il faut s'attendre à des changements dès le calcul du revenu net dans l'environnement actuel. La flambée des prix de la construction fait grimper le coût des travaux d'entretien, d'assainissement et de transformation, ce qui se répercute directement en coûts et provisions plus élevés. Cette évolution est encore renforcée par la hausse des taux d'inflation. Le Droit de bail autorise dans certaines circonstances la répercussion d'une partie de cette hausse des coûts même dans le cadre de contrats de bail existants. Dans la plupart des cas, répercuter directement l'ensemble de l'enchérissement côté coûts ne sera toutefois pas possible. Par la baisse du revenu net, les coûts d'entretien durablement plus élevés peuvent ainsi exercer un effet sensible sur les valeurs immobilières.



Evaluations et taux de capitalisation

Evaluation d'un bien immobilier en CHF avec rendement net annuel de CHF 100'000 selon les taux de capitalisation

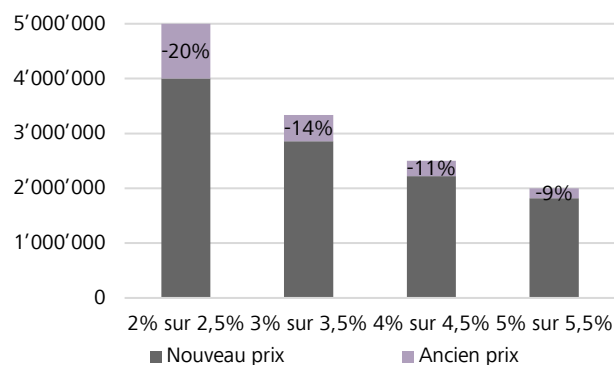


Source: Raiffeisen Economic Research



Effet des taux de capitalisation plus élevés

Effet de l'augmentation du taux de capitalisation d'un bien immobilier avec un rendement net annuel de CHF 100'000 sur l'évaluation



Source: Raiffeisen Economic Research

Evaluation dans un contexte de taux plus élevés

Dans l'environnement de marché actuel, la pression sur les évaluations ne provient pas seulement des coûts. Le niveau de taux nettement plus élevé joue également un grand rôle. Dans les évaluations d'immobilier de placement le niveau de taux est généralement intégré dans le calcul via le taux de capitalisation, qui se compose d'un taux d'intérêts de base qui représente les coûts d'opportunité d'un investissement immobilier et de diverses primes de risques spécifiques aux biens pour des facteurs tels que la macro et la micro-situation, l'état des bâtiments, le risque de vacances, etc. Plus ce taux est bas, plus les revenus d'un investissement immobilier ont de la valeur, car le risque est moindre (cf. graphique à gauche sur la page précédente). Lorsque les taux augmentent et donc également des coûts d'opportunité, le taux de capitalisation devrait augmenter du moins en théorie. Le graphique à droite sur la dernière page illustre l'effet d'une hausse supposée en théorie du taux d'intérêt de base, tous les autres facteurs égaux par ailleurs, de 0,5%, qui au vu de la hausse récente du taux des obligations est plutôt conservateur. Pour un bien immobilier générant un revenu net annuel de CHF 100'000, qui a été valorisé à 3% avec le taux de capitalisation moyen des dernières années, cette hausse justifierait une baisse de l'évaluation de 14%. Plus le risque était faible et donc aussi la capitalisation avant la hausse modélisée, plus la pression sur les évaluations est élevée. Selon cette perspective strictement actuarielle, il y a de toute évidence de bonnes raisons qui expliquent les évaluations plus faibles. Or, la valeur de marché effective d'un bien immobilier se forme finalement sur le marché des transactions. L'offre et la demande déterminent quel prix les investisseurs sont prêts à payer pour les revenus d'un bien immobilier. L'effet théorique de taux ou de coûts plus élevés ne doit pas automatiquement se traduire par des valorisations plus faibles. Toutefois, à l'heure actuelle, nombreuses sont les incitations à une grande retenue chez les investisseurs. Le plus-bas historique des rendements initiaux des dernières années devrait aujourd'hui être moins facilement accepté par des acheteurs potentiels que par le passé.

Le marché soutenu par les revenus

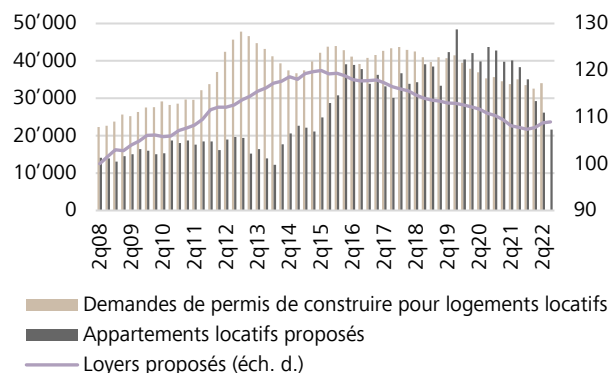
Les explications actuelles attestent le net assombrissement des perspectives sur le marché des investissements immobiliers directs. De sombres nuages se lèvent, mettant fin à l'atmosphère de ruée vers l'or de ces dernières années. Toutefois une lueur d'espoir se profile également à l'horizon et elle vient des revenus. Malgré les incertitudes géopolitiques et économiques, la Suisse poursuivra sa croissance dynamique : tant son économie que sa population.

Une fois de plus, la Suisse est l'île des bienheureux. Pour le marché de l'immobilier de placement cela signifie que les risques au niveau des revenus locatifs restent modérés. Tant pour les logements que pour les surfaces commerciales, ni effondrement des loyers ni hausse nette des vacances n'est à redouter. Pour l'immobilier résidentiel, il faut bien plus s'attendre à un scénario inverse. Comme l'explique en détail le chapitre sur le logement locatif, nous nous dirigeons actuellement en Suisse vers une pénurie de logements. La faible activité de construction, la croissance dynamique de la population et l'individualisation renforcée font qu'aujourd'hui, il y a moins de nouveaux appartements arrivant sur le marché que la demande effective. Il en résulte des vacances plus faibles et depuis peu à nouveau une hausse des loyers proposés. Et cette situation va encore s'aggraver au cours des prochaines années. Ainsi, en cas de renouvellement de location, à moyen terme, une hausse des revenus devrait de nouveau être possible. Par ailleurs, au premier trimestre 2023, il faut s'attendre à une première hausse du taux hypothécaire de référence. La hausse des loyers est alors possible, du moins chez une partie des locataires, même pour des contrats de bail en cours - pour environ 3% pour une hausse de 0,25% du taux d'intérêt de référence. La pression croissante décrite sur les évaluations est ainsi nettement affaiblie ; du moins à moyen terme. Lorsque les revenus augmentent sensiblement, les investissements immobiliers directs deviennent rapidement de nouveau plus attrayants. En particulier si en même temps il ne faut plus verser de sommes astronomiques. L'évolution anticipée des loyers va nettement contrecarrer le mouvement baissier des évaluations et étayer ce marché vers le bas.



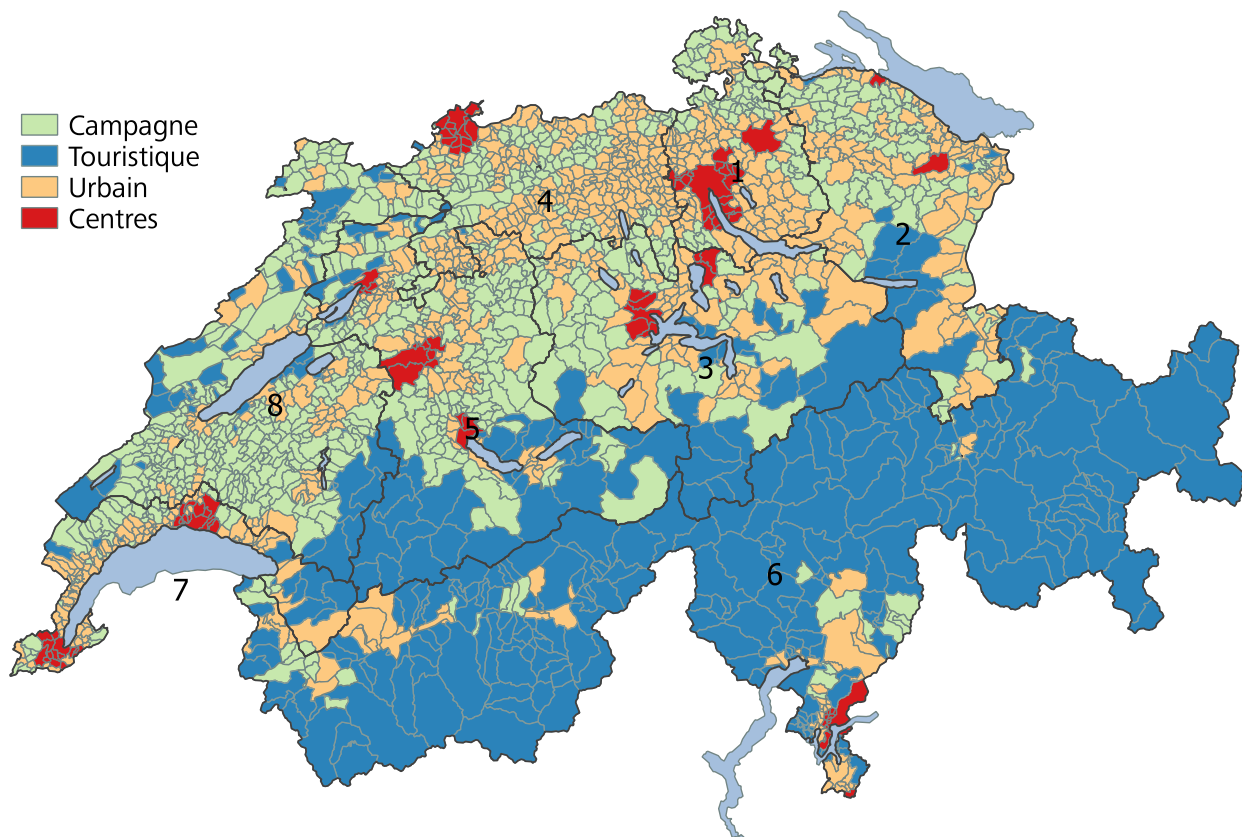
Offre, demandes de permis et loyers

Demandes de permis de construire pour logements locatifs, logements locatifs mis en ligne et loyers proposés, indexés, 100 = 2q08



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

Types de communes et régions



	Taux de vacance (2022) en %					Permis de construire (2021) en % du portefeuille des logements				
	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	1.3	0.8	1.6	1.5	1	0.8	0.8	1	0.9	0.4
1 Zurich	0.7	0.4	1	1.2	-	1	0.9	1.2	1.1	-
2 Suisse orientale	1.6	2.2	1.6	1.2	1.1	0.9	0.5	1	1	0.6
3 Suisse centrale	0.8	0.8	0.8	0.9	0.7	0.9	0.6	1	1.2	0.9
4 Nord-ouest	1.6	1.1	1.9	1.5	3.5	1.1	0.9	1.1	0.9	0.9
5 Berne	1.4	0.9	2	1.7	1	0.5	0.4	0.7	0.6	0.3
6 Suisse méridionale	1.9	3.9	2.7	2.5	1	0.6	0.5	1.1	1.3	0.3
7 Région du Léman	0.7	0.5	0.9	1.5	1.3	0.8	0.9	0.8	0.6	0.2
8 Suisse occidentale	2	-	2.2	1.8	1.1	0.8	-	0.8	0.8	0.7

	Population (2021) Pop. résidente en perm., total et en %					Revenu imposable (2018) Moyenne, en CHF				
	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.	Total	Centres	Urbain	Camp.	Tour.
Suisse	8'738'791	30.2	49.5	14.2	6.1	62'000	65'000	63'000	56'000	48'000
1 Zurich	1'648'657	49.7	43.7	6.5	-	71'000	72'000	70'000	64'000	-
2 Suisse orientale	958'205	10.3	70.2	17.5	2	56'000	54'000	57'000	56'000	47'000
3 Suisse centrale	862'138	26.9	51.6	17.6	3.9	73'000	74'000	78'000	58'000	60'000
4 Nord-ouest	1'461'637	23.7	66.5	9.7	0.1	63'000	70'000	61'000	60'000	74'000
5 Berne	1'040'083	35.6	38.9	20.1	5.3	53'000	55'000	53'000	49'000	50'000
6 Suisse méridionale	825'715	11.6	40.3	6.3	41.9	49'000	63'000	50'000	45'000	46'000
7 Région du Léman	1'117'420	60.7	30.6	4.9	3.9	67'000	60'000	84'000	75'000	50'000
8 Suisse occidentale	824'936	-	52.7	42.8	4.5	53'000	-	53'000	54'000	51'000

Abréviations employées

ARE	Office fédéral du développement territorial	ODR	Ancien Office fédéral des réfugiés
AFC	Administration fédérale des contributions	OFS	Office fédéral de la statistique
BIS	Bank for International Settlements	REIDA	Real Estate Investment Data Association
BNS	Banque nationale suisse	SECO	Secrétariat d'Etat à l'économie
DFF	Département fédéral des finances	SEM	Secrétariat d'Etat aux migrations
FINMA	Autorité de surveillance des marchés	SRED	Swiss Real Estate Datapool
KOF	Centre de recherches conjoncturelles	SSE	Société suisse des entrepreneurs
		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.