

Swiss Issues Immobilien
März 2015

Immobilienmarkt 2015

Strukturen und Perspektiven



Impressum

Herausgeber

Giles Keating
Head of Research and Deputy Global CIO
+41 44 332 22 33
giles.keating@credit-suisse.com

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate & Regional Research
+41 44 333 89 17
fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Kontakt

immobilien.economicresearch@credit-suisse.com
+41 44 333 33 99

Titelbild

Rotillon ilot B prime, Lausanne
Architekt: Atelier niv-o, Ivo Frei, Lausanne
Photograph: Thomas Jantscher, www.jantscher.ch

Druck

galledia ag, Burgauerstrasse 50, 9230 Flawil

Redaktionsschluss

5. Februar 2015

Bestellungen

Direkt bei Ihrem Kundenberater, bei jeder Credit Suisse-Geschäftsstelle
oder Fax +41 44 333 56 79
Elektronische Exemplare über www.credit-suisse.com/publikationen
Interne Bestellungen via MyShop mit Mat.-Nr. 1511451
Abonnements mit Publicode ISD (HOST: WR10)

Besuchen Sie uns auf dem Internet

www.credit-suisse.com/immobilienstudie

Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.
Copyright © 2015 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen.
Alle Rechte vorbehalten.

Autoren

Denise Fries
Fredy Hasenmaile
Philippe Kaufmann
Dr. Christian Kraft
Sarah Leissner
Thomas Rieder
Daniel Steffen
Dr. Fabian Waltert

Mitwirkung

Andreas Bröhl
Thomas Schatzmann

Inhalt

Management Summary	4
Wechselkursschock: Auswirkungen auf den Schweizer Immobilienmarkt	6
Wohneigentum	8
Nachfrage	8
Angebot	11
Marktergebnis	14
Wohneigentum als Investitionsobjekt	18
Ausblick Wohneigentum 2015	21
Wohneigentum weltweit im Visier der Regulatoren	22
Mietwohnungen	26
Nachfrage	26
Angebot	29
Marktergebnis	31
Ausblick Mietwohnungen 2015	34
Selbstfahrende Autos: Die nächste Stufe der Mobilität	35
Büroflächen	37
Nachfrage	37
Angebot	39
Marktergebnis	41
Die 15 grössten Büroflächenmärkte im Überblick	43
Die fünf grössten Büroflächenmärkte im Detail	43
Zürich	44
Genf	46
Bern	48
Basel	50
Lausanne	52
Ausblick Büroflächen 2015	54
Verkaufsflächen	55
Nachfrage	55
Angebot	58
Marktergebnis	59
Ausblick Verkaufsflächen 2015	62
Student Housing: Rendite trotz tiefer Zahlungsbereitschaft	63
Immobilien als Anlage	67
Direkte Immobilienanlagen	67
Indirekte Immobilienanlagen	72
Ausblick Immobilienanlagen 2015	77
Factsheets: Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick	78

Management Summary

Folgen des Frankenschocks Seite 6

Die Rückkehr des Zyklus

Der Frankenschock beschleunigt eine Entwicklung, die sich seit Längerem auf dem Schweizer Immobilienmarkt abgezeichnet hat: Die lange Phase der Stabilität neigt sich dem Ende zu. Der klassische Immobilienzyklus, bei dem das Überangebot die lange Phase steigender Preise ablöst, kehrt wieder. Der Prozess dürfte sich beschleunigen, weil einerseits die Binnenkonjunktur vom Frankenschock in Mitleidenschaft gezogen wird, was die Flächennachfrage reduziert, und andererseits nun noch mehr Kapital in die Immobilienmärkte fliesst. Denn die Negativzinsen treiben Investoren in den Immobilienmarkt, erhöhen die Investitionen in neue Entwicklungen und dehnen damit das Flächenangebot weiter aus.

Wohneigentum Seite 8

Bremssende und beflügelnde Kräfte halten sich die Waage

Ohne Regulierungsmassnahmen und ohne den dämpfenden Effekt wiederholter Warnungen vor einer Preisblase würde sich der Wohneigentumsmarkt aufgrund der ultratiefen Hypothekarzinsen überhitzen. Anhand von Daten zweier Kantone kann gezeigt werden, wie hohe Preise und ungleich verteilte Vermögen in Kombination mit der Regulierung die Nachfrage limitieren. Der Markt steht damit – bildlich gesprochen – mit einem Bein auf der glühenden Herdplatte und mit dem anderen in der Tiefkühltruhe. Diese «Cohabitation» zwischen heiss und kalt funktioniert im grossen Ganzen. Doch während das Hochpreissegment weiter leidet, setzt sich der Eigentumsboom in den günstigeren Segmenten fort. Die Entwickler sind jedoch vorsichtig geworden. Die Nachfrage für den Eigenbedarf zeigt Sättigungstendenzen, dagegen gewinnt Wohneigentum als Investitionsobjekt im Umfeld von Negativzinsen an Bedeutung.

Exkurs: Wohneigentum weltweit im Visier der Regulatoren Seite 22

Nicht nur die Schweiz versucht den Häusermarkt abzukühlen

In einigen Ländern sind zurzeit Überhitzungstendenzen zu beobachten. Die Palette an weltweit eingesetzten regulatorischen Massnahmen ist dabei ähnlich breit wie unerforscht. Die Schweiz hat vergleichsweise viele Massnahmen schon in Kraft gesetzt. Nicht ganz ohne erste Erfolge, was mit der typisch schweizerischen Spielart der Selbstregulierung zusammenhängen könnte. Doch Regulierung ist nicht kostenlos und erfordert viel Augenmass sowie ein gutes Timing.

Mietwohnungen Seite 26

Langsame Umkehr vom Vermieter- zum Mietermarkt

Die Klage über mangelnden Wohnraum ist weitverbreitet, obwohl bei den Mietwohnungen die höchsten Leerstände seit 2001 verzeichnet werden. Künftig dürfte die Entspannung verstärkt wahrgenommen werden, weil die Nachfrage ihren Zenit überschritten hat. Im laufenden Jahr wird eine um gut 10% tiefere Zuwanderung den Absatz der neu erstellten Wohnungen zwar nochmals weitgehend sicherstellen. In der Folge dürfte das aber nicht mehr gewährleistet sein, weshalb wir näher untersucht haben, welche Regionen von einem fortgesetzten Zuwanderungsrückgang am meisten betroffen wären. Hauptverantwortlich für die Entspannung ist derzeit noch die kräftige Wohnungsproduktion. Weil weiterhin sehr viel entwickelt wird, dürften steigende Insertionsdauern und ein schwächeres Wachstum der Angebotsmieten, wie wir sie aktuell beobachten, keine Eintagsfliegen sein. Sie sind frühe Signale eines abnehmenden Mietpreisdruks. Auf breiter Front nachgebende Mieten sind für die nächsten Quartale noch nicht zu erwarten. Der Markt dreht erst langsam. Sofern das Angebot aber nicht gedrosselt wird, dürften sie Realität werden.

Exkurs: Führerlose Fahrzeuge – der nächste Game Changer Seite 35

Führerlose Fahrzeuge heben Mobilität auf eine nächste Stufe

Sie sind in aller Munde, die selbst fahrenden Automobile, doch wie diese neue Technologie das Verhalten der Menschen und deren Bedürfnisse verändern wird, ist noch kaum bekannt. Praktisch wird die neue Technologie bereits erprobt und sie wird unseren Alltag in nicht allzu ferner Zukunft bestimmen. Wir haben uns Gedanken gemacht, was das für den Immobilienmarkt bedeuten könnte.

Büroflächen Seite 37

Kein Licht am Ende des Tunnels

Trotz eines soliden fünfjährigen Wirtschaftswachstums in einer Bandbreite von 1% bis 2% hat sich vor allem in Zürich und Genf ein Überangebot an Büroflächen aufgebaut. Hauptgrund ist, dass die Wirtschaftsentwicklung nach 2009 vom Binnenwirtschaftswachstum geprägt war. Die Dynamik klassischer Nutzer wie Banken, Versicherungen oder Unternehmensberatungen hat deutlich nachgelassen und sich stellenweise umgekehrt. Dagegen entwickelten Immobilien- und

Baudienstleister, öffentliche Verwaltungen, Bildungsinstitute, das Gesundheitswesen und Dienstleistungsbereiche der Spitzenindustrie einen erhöhten Flächenbedarf, jedoch bei tieferer Zahlungsbereitschaft und/oder anderen Flächenansprüchen. Weil die Absorption der Neubauten lange Zeit problemlos verlief, reagierte der Markt nicht schnell genug auf die veränderten Nachfragebedürfnisse. Das Resultat ist ein Überangebot, das lokal ganz unterschiedlich ausfällt. Toplagen wie zum Beispiel Bahnhofstandorte in den Grosszentren können sich weiter gut behaupten. Die Gefahr einer Ausweitung des Überangebots ist gross. Denn auch wenn der Höhepunkt der Produktion überschritten ist, bleibt die Bautätigkeit aufgrund des Anlagenotstands, der sich mit der Einführung der Negativzinsen noch verstärken dürfte, auf zu hohem Niveau.

Die fünf grössten Büroflächenmärkte im Detail
Seite 43

Das Überangebot tritt deutlicher zutage

Die vertiefte Betrachtung der grossen Büroflächenmärkte steht ganz im Zeichen der Frage, wo sich die ausgeschriebenen Flächen räumlich konzentrieren. Besonders in Genf und Zürich ist derzeit das Flächenangebot in den Central Business Districts (CBD) gross. Es handelt sich zu meist um kleinteilige Angebote. Bern und Basel sind vergleichsweise wenig betroffen. Hier buhlen vor allem Einzelprojekte im äusseren Geschäftsgebiet um neue Mieter. Lausanne positioniert sich zwischen diesen beiden Polen.

Verkaufsflächen
Seite 55

Kein Ende der Herausforderungen

Der Verkaufsflächenmarkt hat in den letzten Jahren eine erstaunlich hohe Stabilität an den Tag gelegt. Angebot und Nachfrage klafften nie weit auseinander. Nun mehren sich jedoch die Anzeichen, dass der Markt dem bis 2011 herrschenden Flächenrausch Tribut zollen muss. Auch wenn derzeit noch einige Projekte der Fertigstellung bzw. der Realisierung harren, sind praktisch keine neuen Vorhaben mehr in der Planungsphase auszumachen. Das spricht Bände. Die Verunsicherung auf Seiten von Investoren wie Mietern darüber, wie der Markt die anstehenden Herausforderungen durch den wachsenden Onlinehandel bewältigen kann, ist mit Händen zu greifen. Der stationäre Handel muss seine neue Rolle in einer digitalisierten Omnichannel-Welt erst noch finden. Und dies in einem Geschäftsumfeld, das durch die Frankenaufwertung beileibe nicht weniger anspruchsvoll geworden ist.

**Exkurs:
Student Housing**
Seite 63

Eine wachstumsträchtige Nische

Bezahlbarer Wohnraum für Studierende ist an vielen Hochschulstandorten ein knappes Gut. Einerseits weisen viele Studierende aufgrund geringer Einkommen bloss eine tiefe Zahlungsbereitschaft auf, was die Auswahl an in Frage kommendem Wohnraum stark einschränkt. Andererseits hat die Reurbanisierung sowie die Zuwanderung Wohnraum in den Zentren, wo die Bildungsinstitute angesiedelt sind, rar gemacht und die Mieten stark nach oben getrieben. Insbesondere in den grossen Universitätsstädten ist das Angebot knapp. Die Nachfrage nach zusätzlichem Wohnraum für Studierende ist entsprechend gross. Auf der anderen Seite stellt sich für Investoren auf dem Immobilienmarkt in einem Umfeld kontinuierlich sinkender Renditen zunehmend die Frage nach alternativen Anlagemöglichkeiten. Nischenmärkte wie «Student Housing» sind eine dieser Alternativen, die sich zudem ausgezeichnet zur Diversifikation eignet.

Immobilien als Anlage
Seite 67

Kein Weg führt derzeit an Immobilienanlagen vorbei

Die Schweizer Immobilienanlagen haben im letzten Jahr von ausserordentlichen Umständen auf den Kapitalmärkten profitiert. Dieser Trend dürfte sich in diesem Jahr fortsetzen, wenn auch vermutlich nicht mit denselben Glanzergebnissen. Wir gehen davon aus, dass die kurz- und langfristigen Zinsen im laufenden Jahr auf niedrigen Niveaus verharren werden. Die Differenz zwischen den Ausschüttungsrenditen von Immobilienanlagen und den Renditen von sicheren Anleihen wird damit enorm bleiben, sodass kaum ein Weg an Immobilienanlagen vorbeiführt. Wir können zudem zeigen, dass die Fonds dem wachsenden Absorptionsrisiko weniger stark ausgesetzt sind. Nicht zu verhindern wird allerdings sein, dass die Anfangsrenditen direkter Schweizer Immobilienanlagen abermals sinken werden, da die Entwicklung von Preisen und Mieten von Wohn- und gemischten Renditeigenschaften weiter auseinanderklaffen.

Regionale Vertiefung
Seite 78

Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick

Wir sind bestrebt, unseren Kunden die Einflüsse regionaler Besonderheiten auf die Struktur und die Entwicklung der Immobilienmärkte anhand von informativen elektronischen Factsheets für alle 110 Wirtschaftsregionen der Schweiz noch detaillierter aufzuzeigen. Im Sinne eines elektronischen Nachlagewerks ermöglichen es unsere regionalen Factsheets privaten wie auch professionellen Immobilieninvestoren, die regionalen Teilmärkte miteinander zu vergleichen und zu entdecken, was die lokalen Immobilienmärkte im Kern auszeichnet.

Wechselkursschock: Auswirkungen auf den Schweizer Immobilienmarkt

Mit der Aufgabe der Euro Kursuntergrenze hat die Nationalbank viele Marktakteure völlig unvorbereitet getroffen. Der Donnerschlag hat die Ausgangslage für die Schweizer Wirtschaft zwar nicht grundlegend verändert, ist jedoch – was Ausmass und Dringlichkeit der neuen Herausforderung betrifft – nicht zu unterschätzen. Nach einer ersten Bestandesaufnahme haben wir die Wachstumsaussichten des Bruttoinlandproduktes für das laufende Jahr auf 0.8% halbiert und wir erwarten einen Einbruch des Beschäftigungswachstums. Hauptbetroffene des SNB-Entscheids sind die Exportbranchen. Darunter fallen nicht nur die exportlastigen Industriezweige, sondern auch gewichte Teile des hiesigen Finanzplatzes, der Tourismus und der Detailhandel. Da die Immobilien- und Baubranche mit wenigen Ausnahmen eine ausgesprochene Binnenbranche ist, sind die direkten Folgen mehr oder weniger vernachlässigbar. Weil der Frankenschock jedoch negativ auf die Binnenkonjunktur ausstrahlt, werden die Schweizer Immobilienmärkte über Zweitrundeneffekte sehr wohl die Folgen des Entscheids zu spüren bekommen.

Struktureller Anpassungsbedarf und Kostendruck werden Flächennachfrage reduzieren

Bei der Aufgabe des Euro-Mindestkurses handelt es sich nicht um einen konjunkturellen Schock, der die Nachfrage nach Schweizer Produkten einbrechen liesse. Vielmehr hat sich ein struktureller Anpassungsbedarf aufgetürmt – buchstäblich über Nacht. Der Anpassungsdruck wird rasche Reaktionen erzwingen, die sich leicht verzögert über diverse Transmissionskanäle letztlich bis in die hintersten Verästelungen des Wirtschaftsgefüges fortpflanzen werden. Die Unternehmen werden ihre strategischen Geschäftsfelder überdenken und auf die neue Situation ausrichten müssen. Verlagerungen von Produktionsprozessen, die Aufgabe von ganzen Geschäftsfeldern und die Konzentration auf neue wertschöpfungsstarke Betätigungsfelder werden die Folge sein. Im Fokus stehen aber auch alle Kostenfaktoren. Zu diesen zählen auch Raumkosten, so dass viele der betroffenen Firmen nach Wegen suchen werden, die Flächeneffizienz zu erhöhen und günstigere Mietpreise pro Quadratmeter auszuhandeln. Die Immobilienakteure müssen daher mit Nachfragereduktionen rechnen.

Negativzinsen erhöhen die Attraktivität der Immobilienrenditen ...

Obwohl die Fundamentaldaten durch den Frankenschock negativ beeinflusst werden, dürfte das Interesse an Immobilienanlagen noch mehr zunehmen. Gleich vier Gründe sprechen dafür. Erstens sind die Renditedifferenzen zwischen Immobilienanlagen und alternativen Anlagen nach der erneuten Zinssenkung der Nationalbank auf rekordverdächtigem Niveau. Zweitens dürfte die Angst vor Negativzinsen und der Mangel an Alternativen viele Anleger in Immobilienanlagen treiben. Drittens sind keine Anzeichen auszumachen, welche für eine rasche Änderung dieser Ausgangslage sprechen. Es drohen weder starke Zinsanstiege noch ein übermässiger Nachfrageeinbruch. Viertens ist mit einem verstärkten Home Bias zu rechnen, da inländische Anleger das Wechselkursrisiko wieder höher gewichten. Kursgewinne der in der Schweiz kotierten Immobilienanlagen nach kurzem Taucher am Tag des SNB-Entscheids bestätigen das erhöhte Anlegerinteresse.

... und treiben die Investoren in Immobilien

Das Renditegefälle zu Gunsten von Immobilien dürfte deren Preise weiter steigen lassen, ungeachtet von Überangebotstendenzen und rückläufigen Flächenerträgen. Sowohl die steigenden Preise als auch die wachsenden Leerstände setzen die Renditen unter Druck. Sinkende Renditen kennzeichnen somit weiterhin den Immobilienmarkt, wo sich Preise und Fundamentaldaten zunehmend entkoppeln.

Auswirkungen in den einzelnen Segmenten des Immobilienmarktes

Geschäftsflächenmarkt am stärksten betroffen

Die erwartete Eintrübung der Konjunktur trifft den Büroflächenmarkt in einem ungünstigen Zeitpunkt. Die Flächenausweitung überfordert nach wie vor den Markt und lässt die Leerstände steigen. Das bestehende Überangebot dürfte sich nun noch stärker akzentuieren. War die Nachfrage bis anhin schon flau, dürfte sie im laufenden Jahr unter den Reaktionen der Unternehmen auf den Wechselkursschock leiden. Auf einen Schlag haben sich zudem die Produktionskosten des Standortes Schweiz für ausländische Unternehmen substantiell erhöht. Die ausgesprochen tiefe Ansiedlungsdynamik der jüngsten Vergangenheit (vgl. Seite 37) dürfte sich nach dem SNB-Entscheid nicht so rasch erholen. Im Gegenteil, gemäss Beratern und Standortförderern schwindet das Interesse ausländischer Firmen an der Schweiz, weshalb sich die Zahl

der Neuansiedlungen in den letzten Monaten weiter zurückgebildet hat. Zur wachsenden Unsicherheit über die politischen Rahmenbedingungen in Anbetracht der vielen wirtschaftsfeindlichen Vorstösse gesellt sich nun auch noch ein Kostenschub. Wir rechnen für 2015 mit einer zusätzlichen Nachfrage von unter 200'000 m², was nur noch einem Achtel der Rekordnachfrage des Jahres 2007 entspricht. Eine effizientere Flächennutzung ist eine Möglichkeit, wie Firmen Kosten sparen können, um die Margen zu halten. Daraus entstehen zwar auch Chancen für neue oder neusanierte Objekte, wenn sie den Unternehmen Flächeneffizienz anbieten können. Insgesamt bedeutet diese Marktentwicklung allerdings beschleunigt steigende Leerstände und noch mehr Druck auf die Mieten. Wir rechnen insbesondere in den grossen Zentren Zürich und Genf mit ungebremst wachsenden Leerständen. Die Situation kann lokal jedoch sehr unterschiedlich ausfallen. Top-Lagen wie zum Beispiel Bahnhofstandorte in den Grosszentren können sich weiterhin sehr gut behaupten, auch im Falle von Neubauten. Ebenfalls sind kleinere Büroflächenmärkte vom Angebotsüberhang deutlich weniger betroffen.

Verkaufsflächen: Grenznahe Flächen bedroht

Die Aufhebung des Euro-Mindestkurses belastet den Verkaufsflächenmarkt schwer, besonders im grenznahen Raum. Das Geschäftsumfeld im Detailhandel, um das es ohnehin schon besser bestellt war, wird sich infolge des Aufwertungsschocks weiter eintrüben. Der Einkaufstourismus wird einen neuen Schub erfahren und die Konsumlust verhalten bleiben, während die Detailhandelspreise wieder stärker nachgeben. Wir rechnen folglich 2015 mit einem spürbaren nominalen Umsatzrückgang. Investoren und Mieter waren bereits vor dem Frankenschock aufgrund der Onlinekonkurrenz verunsichert. Impulse für die Flächennachfrage dürften daher bloss noch vom Bevölkerungswachstum und von Seiten ausländischer Retailketten kommen, deren Interesse am Standort Schweiz aufgrund der sprunghaft höheren Kaufkraft des Frankens gestiegen ist. Mit einem rasant steigenden Überangebot muss künftig gleichwohl nicht gerechnet werden, weil die erwartete Flächenproduktion ebenfalls eingebrochen ist. Jedoch werden die Leerstände weiter steigen und das Flächenangebot wird zumindest auf hohem Niveau verharren.

Mietwohnungsmarkt: Die Rückkehr des Zyklus

Der Superzyklus der Binnenkonjunktur beginnt an Kraft zu verlieren. Beschleunigt wird diese Entwicklung durch die Aufhebung der Euro-Wechselkursuntergrenze. Anders als beim Wohneigentumsmarkt, der durch regulatorische Eingriffe gebremst wird, ist von einem Dynamikverlust auf dem Mietwohnungsmarkt sowohl nachfrage- als auch angebotsseitig erst wenig zu spüren. Für 2015 erwarten wir jedoch eine etwas schwächere Zuwanderung aus dem Ausland von rund 70'000 Personen sowie eine zurückhaltendere Binnennachfrage, weil die Mieter zu den Hauptbetroffenen der erwarteten Arbeitsplatzverluste zählen. Weiterhin stützend wirkt dafür die regulierungsbedingt rückläufige Nachfrage nach Wohneigentum. Auf mittlere Frist werden ein deutlich sinkendes Beschäftigungswachstum und ein dadurch gedrosselter Zuwanderungsstrom die Nachfrage stärker treffen. Angebotsseitig hält die Produktion von Mietwohnungen derweil unvermindert an oder wird durch den immer drängender werdenden Anlagenotstand sogar noch zusätzlich angekurbelt. Wir rechnen daher 2015 mit einer erneuten kräftigen Zunahme der Leerstände um rund 4000 Mietwohnungen. Der Mietwohnungsmarkt bewegt sich folglich graduell in Richtung eines Überangebots und dürfte zum Mietermarkt mutieren. Der Prozess verläuft allerdings nur langsam. Vorübergehend wird dies zu einer schwachen Entspannung in den durch Wohnungsknappheit geprägten Zentren führen. Langfristig dürfte sich der Nachfragerückgang vor allem ausserhalb der grossen Städte bemerkbar machen.

Wohneigentum: Hochpreissegment am stärksten betroffen

Die Eintrübung der Konjunktur, die für die Haushalte in den Sommermonaten augenfälliger werden dürfte, wird für eine Fortsetzung der Abschwächungstendenz beim Wohneigentum sorgen und den Markt in der Spur für die erhoffte sanfte Landung halten. Derweil dürften sich die segmentspezifischen Unterschiede akzentuieren. Das Hochpreissegment sieht sich einer anhaltend schwachen Nachfrage ausgesetzt, die sich aufgrund des Wechselkursschocks noch verschärfen wird. Für ausländische Nachfrager stimmt das Preis-Leistungs-Verhältnis in der Schweiz schlicht nicht mehr, was auch den Absatz von Zweitwohnungen belastet. Die Zahl leer stehender Eigentumsobjekte dürfte im laufenden Jahr deshalb nochmals zunehmen. Mittelfristig rechnen wir allerdings nicht mit höheren Leerständen, weil die Wohneigentumsproduktion bereits seit Jahren abnimmt und sich damit der nachlassenden Nachfrage anpasst. Im laufenden Jahr werden etwa so wenige Eigentumsobjekte gebaut wie seit 2001 nicht mehr. Dies dürfte auf den Markt stabilisierend wirken, falls die Zweitrundeneffekte des Wechselkursschocks die Nachfrage 2016 doch etwas stärker abschwächen sollten.

Wohneigentum

Ohne Regulierungsmassnahmen und ohne den dämpfenden Effekt wiederholter Warnungen vor einer Preisblase würde sich der Wohneigentumsmarkt aufgrund der absoluten Tiefzinsen überhitzen. Der Markt steht damit bildlich gesprochen mit einem Bein auf der glühenden Herdplatte und mit dem anderen in der Tiefkühltruhe. Unter dem Strich stellt sich somit ein angenehmes Gefühl ein. Doch hält diese «Cohabitation» zwischen heiss und kalt den Markt auch weiterhin in der Spur? Um diese Frage zu beantworten, ist es hilfreich zu wissen, wo der Markt derzeit steht und wie er sich in den kommenden Quartalen weiterentwickeln dürfte.

Nachfrage: Spürbare Auswirkungen der (Selbst-)Regulierung

Tiefe Hypothekarzinsen entfalten wegen Regulierung nur beschränkte Wirkung

Die Hypothekarzinsen und folglich die Finanzierung von Wohneigentum waren Anfang 2015 so günstig wie noch nie seit Menschengedenken. Die Hypothekarzinsen bewegen sich bis weit in den mittleren Laufzeitenbereich auf ihrem technischen Minimum; sprich der Hypothekenehmer bezahlt nur noch die Margen der Kreditinstitute, mit denen diese die Abwicklungskosten und die Risikokosten decken müssen. Im weiteren Jahresverlauf dürften die Zinsen im historischen Vergleich auf äusserst tiefem Niveau verharren. Grundsätzlich stellt dies einen optimalen Nährboden für eine starke Nachfrage nach Wohneigentum dar. Dennoch kann die Nachfrage nur beschränkt von den tiefen Hypothekarzinsen profitieren: Einerseits führen die stetig steigenden Wohneigentumspreise nämlich dazu, dass die Zahl der Haushalte, die sich Wohneigentum noch leisten können, abnimmt. Andererseits haben die bisherigen Regulierungsmassnahmen, auf deren Wirkung wir nachstehend eingehen, die Hürden zusätzlich erhöht. Der Wunsch nach Wohneigentum bleibt dank sehr tiefer Hypothekarzinsen unverändert hoch, er wird jedoch für immer weniger Haushalte erfüllbar.

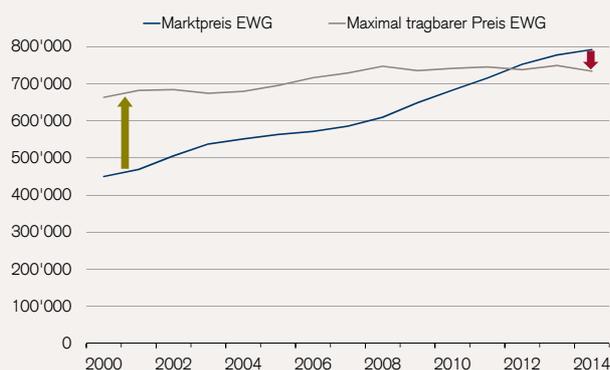
Was kann sich ein Durchschnittshaushalt noch leisten?

Ein Vergleich zwischen dem maximalen Preis, den sich ein Durchschnittshaushalt gemäss konservativen Tragbarkeitsrichtlinien leisten kann, und dem Marktpreis für eine neu erstellte durchschnittliche Eigentumswohnung zeigt eindrücklich, wie das erreichte Preisniveau und die Regulierungsmassnahmen die Nachfrage einschränken (vgl. Abb. 1). Im Jahr 2000 war ein solches Objekt für CHF 450'000 zu haben. Ein Durchschnittshaushalt hätte sich damals sogar ein Objekt für CHF 664'000 leisten können, d.h. er konnte nicht bloss knapp Eigentum erwerben, sondern sich sogar etwas mehr Fläche oder ein Objekt an einem besseren Standort leisten. Ende 2014 lag der maximal tragbare Kaufpreis bei CHF 734'000. Der geringe Kaufkraftzuwachs ist teilweise darauf zurückzuführen, dass die höheren Amortisationsanforderungen einen Teil der Einkommenszuwächse neutralisierten. Im selben Zeitraum stieg der Preis für ein durchschnittliches Objekt auf beinahe CHF 800'000, was für einen Durchschnittshaushalt nicht mehr tragbar ist. **Abbildung 1** verdeutlicht diese Scherenentwicklung zwischen den Marktpreisen und der Kaufkraft der breiten Bevölkerung.

Abbildung 1

Schere zwischen Preis und maximaler Tragbarkeit

Vergleich in CHF für Durchschnittshaushalt und mittlere Eigentumswohnung

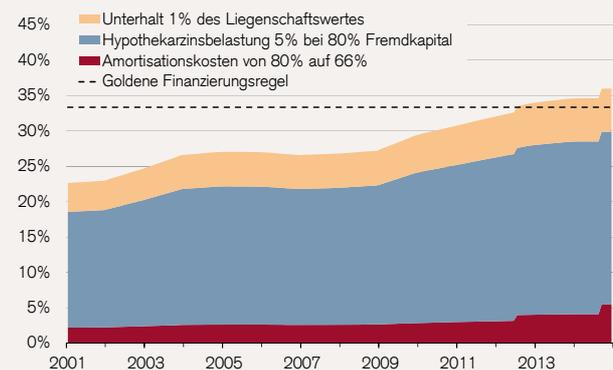


Quelle: Credit Suisse, Wüest & Partner

Abbildung 2

Kalkulatorische Tragbarkeit (Durchschnittshaushalt)

Kalkulatorische Aufwände für Wohneigentum in % des Einkommens



Quelle: Credit Suisse

Kalkulatorische Tragbarkeit für Durchschnittshaushalte nicht mehr gewährleistet

Wird die Tragbarkeit bei einem kalkulatorischen Zinssatz von 5% berechnet, so erfüllte ein Durchschnittshaushalt die kalkulatorischen Tragbarkeitskriterien¹ für den Erwerb einer neuen Standard-Eigentumswohnung Ende 2014 nicht mehr. 36% des Haushaltseinkommens müssten für Zins- und Amortisationszahlungen sowie für den Unterhalt aufgewendet werden, was über der allgemein geltenden Tragbarkeitsschwelle von 33.3% liegt (vgl. Abb. 2). Die Tragbarkeit wird dabei nicht nur in den Hochpreisregionen rund um den Genfer-, Zürich- und Zugersee zu einer wachsenden Finanzierungshürde, sondern tangiert mittlerweile auch vergleichsweise günstige Regionen wie St. Gallen/Rorschach oder La Gruyère. Der jüngst beeindruckende Preisanstieg in diesen Regionen bei gleichzeitig vergleichsweise moderaten Einkommenszuwächsen hat die kalkulatorischen Wohnkosten auf 35% respektive 37% gehievt (vgl. Abb. 5).

Spürbare Auswirkungen der Selbstregulierung

Neben den stetigen Preisanstiegen waren die in den letzten Jahren schrittweise eingeführten Regulierungsmassnahmen der Aufsichtsbehörden sowie die Selbstregulierung der Schweizer Banken der Hauptgrund für die zunehmenden Schwierigkeiten der Haushalte, die Tragbarkeitsanforderungen zu erfüllen. Im Juli 2012 wurde die maximale Amortisationsdauer für Hypothekarschulden (bis auf 66.6% des Belehnungswertes) auf 20 Jahre verkürzt, und im September 2014 erfolgte eine weitere Reduktion auf 15 Jahre. Die kürzeren Abzahlungsperioden bewirken sprunghaft höhere jährliche Amortisationszahlungen (vgl. Abb. 2). Weil Letztere in die Tragbarkeitsberechnungen einfließen, erhöhen sich die kalkulatorischen Wohnkosten des Durchschnittshaushaltes. Ohne die beiden Regulierungsmassnahmen würden die Wohnkosten heute bei 33.8% anstatt 36.0% liegen.

Erschwinglichkeit als die grösste Hürde

Stärker noch als über die Tragbarkeit haben die Regulierungsmassnahmen ihre Wirkung über den Kanal der Erschwinglichkeit entfaltet. Aufgrund der stolzen Immobilienpreise bilden die Kapitalanforderungen heute für breite Bevölkerungsschichten die grösste Hürde auf dem Weg zu Wohneigentum. Ende 2014 musste ein durchschnittlicher Schweizer Haushalt gemäss unserem Housing Affordability Index (HAI) 6.1 Jahreseinkommen für eine neue mittlere Eigentumswohnung aufwenden (vgl. Abb. 3). Für ein Einfamilienhaus sind 7.7 Jahreseinkommen erforderlich. In Grossbritannien, wo Immobilien nicht gerade günstig sind, sind für den Kauf von Wohneigentum nur gerade 5.0 Jahreseinkommen erforderlich. Dank der Möglichkeit des Vorbezugs von Vorsorgegeldern bildete der wachsende Kapitalbedarf lange Zeit kein grosses Hindernis. Gezielt einschneidend waren dann jedoch die im Sommer 2012 eingeführten verschärften Eigenmittelanforderungen, gemäss denen ein Hauskäufer 10% des Belehnungswertes in Form von hartem Eigenkapital beibringen muss, das nicht aus Pensionskassengeldern stammen darf. Weil viele Haushalte entweder nicht in der Lage oder nicht willens sind, ausserhalb der obligatorischen beruflichen Vorsorge Spargelder zu akkumulieren, hat diese klare Bestimmung die Eintrittshürden erhöht. Gemäss unseren Schätzungen haben die bisherigen Regulierungsmassnahmen das Wachstum der Hypothekarvolumen in den letzten Quartalen um 1.0–1.5 Prozentpunkte gedämpft.

Vermögensverteilung bestimmt verstärkt das Nachfragepotenzial

Um zu eruieren, wie einschneidend diese Eigenkapitalanforderungen sind, haben wir Vermögensdaten aus den Kantonen Aargau und Zürich detailliert analysiert. Gemäss den letzten verfügbaren Zahlen von 2011 können bloss 38.9% der Steuerpflichtigen im Kanton Zürich die 10% an hartem Eigenkapital, die für den Erwerb einer durchschnittlichen Neubau-Eigentumswohnung im Kanton vorgeschrieben sind, aus ihrem Vermögen aufbringen (vgl. Abb. 4). Im Kanton Aargau, wo eine neue Eigentumswohnung knapp ein Drittel preiswerter ist, erfüllen mit 42.0% etwas mehr Steuerpflichtige dieses Kriterium. Die Vermögen sind im Kanton Aargau generell kleiner, sodass grundsätzlich weniger Haushalte bzw. Steuerpflichtige das Kapital für eine gleich teure Wohnung aufbringen können. Weil jedoch die Wohnungspreise im Kanton Aargau markant tiefer liegen, vermögen insgesamt dennoch mehr Haushalte die Eigenkapitalhürde zu überspringen.

Welche Nachfragewirkung hätte eine weitere Verschärfung der Eigenmittelrichtlinien?

Die Auswertung der Vermögensverteilung zeigt darüber hinaus, welche Wirkung von einer weiteren Erhöhung der Hürde bezüglich des harten Eigenkapitals zu erwarten wäre. Eine Verschärfung der diesbezüglichen Anforderung von 10% auf 15% oder 20% würde den Anteil der Steuerpflichtigen im Kanton Zürich, die über ausreichend Kapital für eine neue Eigentumswohnung verfügen, auf 34.2% bzw. 29.8% verringern. Im Kanton Aargau blieben noch 37.2% bzw.

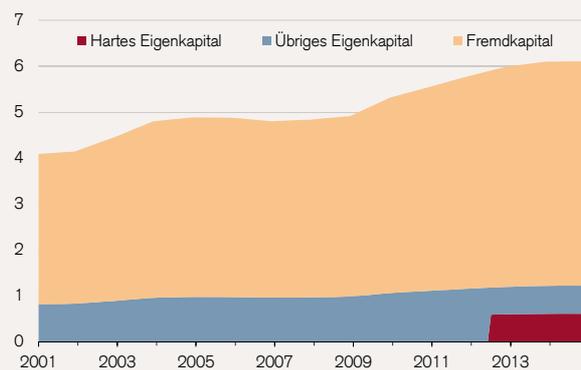
¹ Belehnung: 80%; kalkulatorischer Hypothekzinssatz: 5%; Unterhalt: 1%; Amortisation der Schuld von 80% auf 66.6% des Belehnungswertes innert 15 Jahren.

33.6% der Steuerpflichtigen als potenzielle Käufer von Wohneigentum übrig.² Zum Teil können die notwendigen Mittel auch über die Familie oder Freunde beschafft werden. Dies beeinflusst die Tragbarkeit jedoch negativ, sofern es sich nicht um zinslose Darlehen handelt. Unsere Ergebnisse zeigen, dass bei einer jeden Verschärfung der harten Eigenkapitalanforderungen um 5 Prozentpunkte ein Nachfragerückgang in der Grössenordnung von über 10% im Vergleich zum bestehenden Nachfragepotenzial zu erwarten wäre.

Abbildung 3

Housing Affordability Index: Eigentumswohnungen

Erforderliche Jahreseinkommen zum Erwerb von durchschn. Wohneigentum (abgebildet als minimal erforderliches Eigenkapital sowie Fremdkapital)

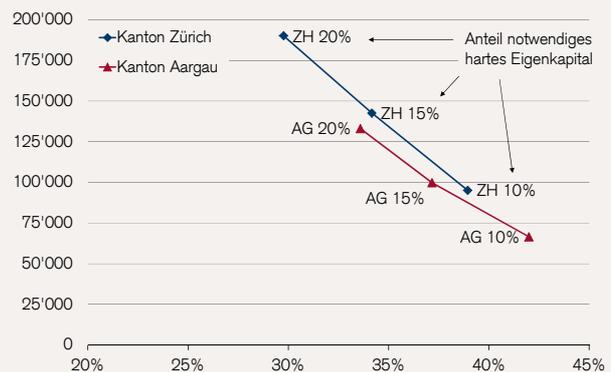


Quelle: Credit Suisse

Abbildung 4

Steuerpflichtige mit ausreichendem Vermögen

X-Achse: Anteil Steuerpflichtiger mit ausreichendem Vermögen; Y-Achse: benötigtes Eigenkapital; Stand 2011



Quelle: Kantonale statistische Ämter, Credit Suisse

Grosse regionale Unterschiede bei Erschwinglichkeit und Tragbarkeit

Regional ergeben sich sehr unterschiedliche Quoten hinsichtlich der Haushalte, die sich den Traum von Eigentum im Rahmen ihrer finanziellen Möglichkeiten überhaupt noch erfüllen können. Mit dem erstmals regionalisierten Housing Affordability Index kommen diese Unterschiede bei der Erschwinglichkeitshürde klar zum Ausdruck (vgl. Abb. 6). Praktisch um den gesamten Genfersee müssen für den Erwerb einer Eigentumswohnung 9.0 Jahreseinkommen und mehr aufgewendet werden. Spitzenreiter sind Genf mit 14.6 und Lausanne mit 11.1. Ähnlich präsentiert sich die Lage rund um den Zürichsee, wenn auch nicht ganz so extrem. Spitzenreiter ist hier die Stadt Zürich mit 11.1 erforderlichen Jahreseinkommen, gefolgt von der Region Pfannenstiel mit 9.7. Ganz anders sieht die Situation in grossen Teilen des Mittellandes aus: In der Region Thurtal und Aarau erweisen sich beispielweise jeweils 5.1 Jahreseinkommen als ausreichend.

Nachfrage weicht in preisgünstige Regionen oder auf kleinere Objekte aus

Ein sehr ähnliches regionales Bild ergibt sich bei der kalkulatorischen Tragbarkeit, die längst nicht mehr nur in den Hochpreisregionen schwierig einzuhalten ist (vgl. Abb. 5). Deshalb lässt sich derzeit eine Nachfrageverlagerung in Regionen mit tieferen Land- und Immobilienpreisen beobachten. Wer den Wunsch nach den eigenen vier Wänden an zentralen Orten indessen nicht aufgeben will, muss heute auf flächenmässig kleinere Objekte ausweichen und gegebenenfalls auch Abstriche beim Ausbaustandard machen.

Regulierungsbedingte weitere Abschwächung des Nachfragerwachstums im Jahr 2015

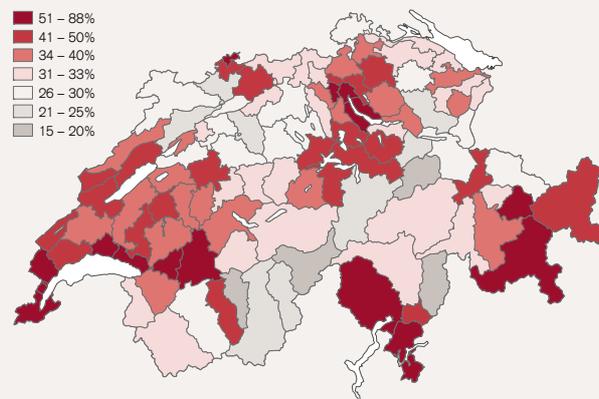
Die im September 2014 eingeführten zusätzlichen Selbstregulierungsmassnahmen der Banken (verschärfte Amortisationsrichtlinien, Niederstwertprinzip), die letztlich sowohl die Tragbarkeits-hürde wie auch die Eigenmittelhürde erhöhten, haben ihre Wirkung im 2. Halbjahr 2014 erst teilweise entfaltet. Wir gehen daher davon aus, dass die Nachfrage nach Wohneigentum im laufenden Jahr trotz Negativzinsen weiter rückläufig sein wird. Weil viele der potenziellen Nachfrager bereits Wohneigentum besitzen, werden die von den ausserordentlich tiefen Hypothekarzinsen ausgehenden positiven Impulse durch die regulierungsbedingte Reduktion der Nachfragepotenziale nicht nur neutralisiert, sondern überkompensiert.

² Weil in den Vermögensdaten Gelder aus der dritten Säule nicht berücksichtigt sind, diese aber dem harten Eigenkapital angerechnet werden können, dürften die tatsächlichen Anteile in Wahrheit etwas höher liegen. Demgegenüber hat der fortgesetzte Anstieg der Preise für Wohneigentum von 10.5% seit dem Jahr 2011, auf das sich die Vermögensdaten beziehen, diese Anteile wiederum gesenkt.

Abbildung 5

Kalkulatorische Tragbarkeit (Durchschnittshaushalt)

5% Zins, 1% Unterhalt, 80% Belehnung, Amortisation auf 67% in 15 Jahren

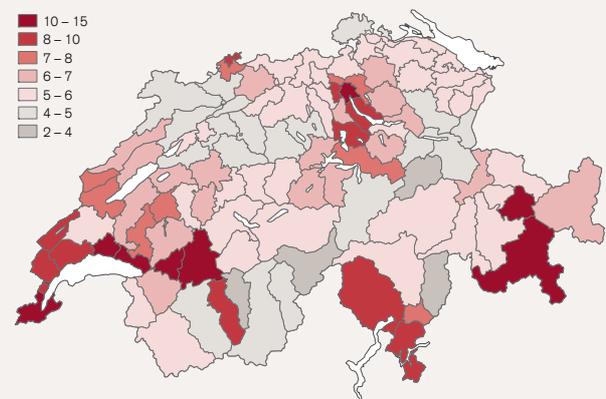


Quelle: Credit Suisse, Geostat

Abbildung 6

Erschwinglichkeit (Housing Affordability Index)

Erforderliche Jahreseinkommen zum Erwerb von durchschn. Wohneigentum



Quelle: Credit Suisse, Geostat

Angebot: Rückläufige Zahl geplanter Eigentumsobjekte**Fortgesetzte Verschiebung der Bautätigkeit von Wohneigentum zu Mietwohnungen**

Die Wohnungsproduktion zeigt bisher kaum Ermüdungserscheinungen und bleibt auf hohem Niveau. Für 2015 erwarten wir die Fertigstellung von 47'000 Wohneinheiten (vgl. Abb. 7), was nur unwesentlich unter dem Niveau der letzten beiden Jahre liegt. Strukturell verändert sich jedoch der Wohnungsmix seit Jahren zugunsten von Mietwohnungen. Der Bau von Einfamilienhäusern nimmt seit über zehn Jahren ab. 2013 wurden erstmals weniger als 10'000 neue Einfamilienhäuser bewilligt. Dagegen hielt sich die Zahl bewilligter Eigentumswohnungen bis Mitte 2011 auf einem Niveau von über 20'000 Einheiten. Seither sind die Erstellungen allerdings auch in diesem Segment in einen Abwärtstrend eingetreten, der nur vorübergehend durch eine Welle von Zweitwohnungsbewilligungen nach der Annahme der Zweitwohnungsinitiative unterbrochen wurde. Wir rechnen für das laufende Jahr mit dem Bau von rund 15'000 Eigentumswohnungen sowie 8000 Einfamilienhäusern – ein Minus von 12% gegenüber dem Vorjahr. Insgesamt hat sich die Erstellung von Wohneigentum seit 2011 um ein Viertel reduziert. Eine tiefere Eigentumsproduktion war zuletzt 2001 auf den Markt gekommen.

Neubauproduktion von Wohneigentum wird auch 2016 abnehmen

Es ist zu erwarten, dass sich diese Entwicklung 2016 fortsetzen wird. Weder bei den Baubewilligungen noch bei den Baugesuchen zeichnet sich am aktuellen Rand eine Trendwende ab. Allenfalls dürfte sich bei den Eigentumswohnungen der Produktionsrückgang verlangsamen. Vor dem Hintergrund der oben skizzierten Situation einer anhaltend nachlassenden Nachfrage nach Wohneigentum ist der voraussichtliche angebotsseitige Rückgang zu begrüßen. Dieser dürfte die Gefahr eines wachsenden Überangebots reduzieren.

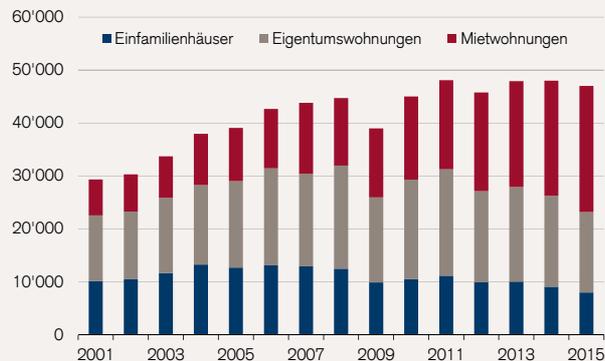
Eigentumsprojekte in Hochpreisregionen spürbar rückläufig, ...

Interessant ist nun die Frage, wo weniger Wohneigentum geplant wird. Verschiebt sich auch die Bautätigkeit analog zur Nachfrage von den Hochpreisregionen in die umliegenden Räume, wo die eigenen vier Wände noch eher bezahlbar sind? Um dies zu analysieren, stützen wir uns bei der Auswertung der Baubewilligungen auf regionale Aggregate, welche die unterschiedliche Preisdynamik widerspiegeln (vgl. Abb. 8). Es zeigt sich, dass die Bewilligungen in den Hochpreisregionen am Genfer-, Zürich- und Zugersee bereits zu Beginn des Jahres 2012 spürbar einbrachen und seither ungefähr das aktuelle Jahresniveau von 4300 bewilligten Einheiten zu halten vermögen. Dies entspricht einem Rückgang von 25% gegenüber Mitte 2011, als das lokale Maximum der letzten sechs Jahre verzeichnet wurde. Weniger deutlich ist der Rückgang in den Zentren ausserhalb der Hochpreisregionen und in den zentrumsnahen Wachstumsregionen (-22% gegenüber Mitte 2011). Allerdings ist der dortige Abwärtstrend noch nicht zum Stillstand gekommen. Das Preisniveau ist in diesen Regionen nicht so hoch wie in den Hochpreisregionen, doch die stetigen Preisanstiege werden auch dort für immer mehr Haushalte zur Hürde. Derweil mussten die Bergregionen beinahe eine Halbierung der Eigentumsprojekte (-46% seit Mitte 2011) und damit den stärksten Rückgang hinnehmen, weil mit der Annahme der Zweitwohnungsinitiative Eigentumswohnungen, die nicht als Erstwohnung genutzt werden, nur noch sehr eingeschränkt gebaut werden dürfen.

Abbildung 7

Reinzugang nach Segment

In Wohneinheiten, 2014/2015: Schätzung/Prognose Credit Suisse

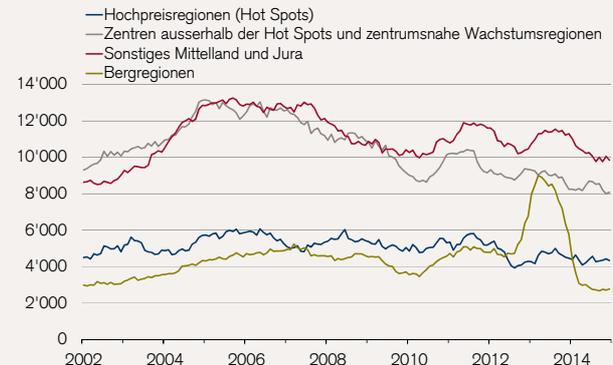


Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Bundesamt für Statistik

Abbildung 8

Baubewilligungen Wohneigentum

Nach räumlichen Aggregaten, Anzahl Wohneinheiten, Summe über 12 Monate



Bergregionen: Jener Teil der 2012 bewilligten Wohnungen, gegen die Einsprache erhoben wurde, durfte gemäss Bundesgericht nicht mehr erstellt werden.

Quelle: Baublatt, Credit Suisse

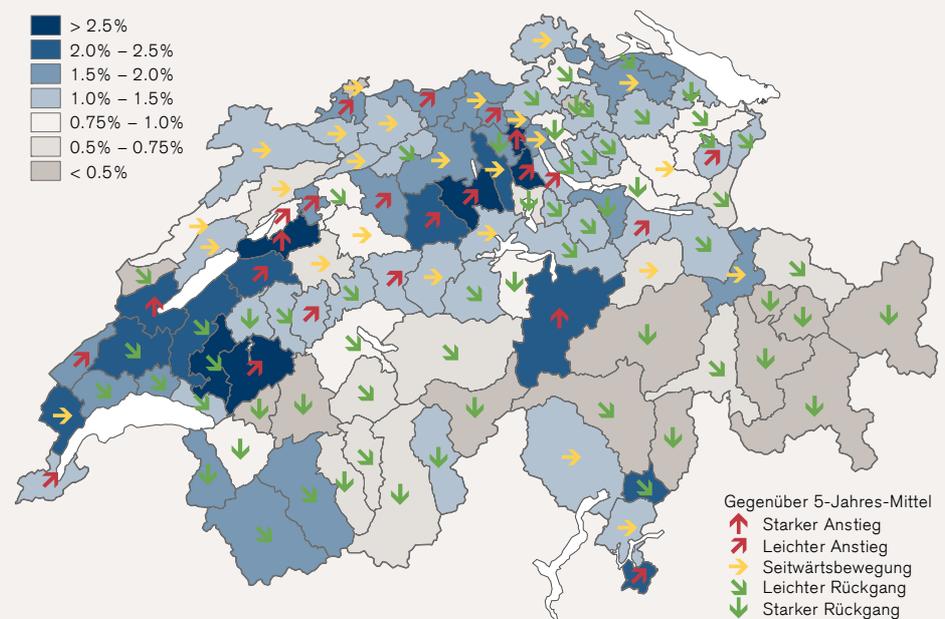
... aber weniger Dynamikverlust im übrigen Mittelland und Jura

Den geringsten Dynamikverlust hat die Erstellung von Wohneigentum im übrigen Mittelland und Jura erfahren (vgl. Abb. 8). Mit 9800 bewilligten Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern in den letzten zwölf Monaten liegen die Bewilligungen im Vergleich zu Mitte 2011 um 17% tiefer. Der weniger ausgeprägte Rückgang dürfte in erster Linie auf nachfrageseitige Ausweichbewegungen von den Hochpreisregionen in Regionen mit noch bezahlbarem Wohnraum zurückzuführen sein. Es ist nicht davon auszugehen, dass sich an dieser räumlichen Verlagerung in nächster Zukunft etwas ändert.

Abbildung 9

Geplante Ausweitung von Wohneigentum

In % des Bestandes an Wohneigentum



Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Geostat

Grosse regionale Unterschiede

Innerhalb der räumlichen Aggregate können grosse Unterschiede zu Tage treten. Unsere Überblickskarte zeigt, wie stark sich der Bestand an Wohneigentum in den einzelnen Regionen 2015 ausweiten dürfte (vgl. Abb. 9). Es bestätigt sich das Bild, dass der Schwerpunkt der Bautätigkeit zunehmend ausserhalb der Hochpreisregionen zu liegen kommt. Der höchste Zuwachs ist 2015 in den Regionen La Gruyère, Glâne/Veveyse, Erlach/Seeland, Sursee/Seetal sowie dem Limmattal und dem Knonaueramt zu erwarten. Erstaunlich ist dagegen, dass die Dynamik östlich von Zürich lediglich in den Thurgauer Regionen Thurtal und Untersee/Rhein deutlich über dem nationalen Durchschnitt liegt.

Weniger Grossprojekte

Es wird nicht nur weniger Wohneigentum gebaut, sondern die Projekte sind in der Regel auch kleiner (vgl. Abb. 10). Projekte mit 25 Wohnungen und weniger machen mittlerweile 68% aller bewilligten Eigentumswohnungen aus. Das geht in erster Linie auf Kosten von Projekten mit 26 bis 50 Wohnungen. Aber auch Projekte mit mehr als 100 Wohnungen sind rar und können heute an einer Hand abgezählt werden. Zumindest teilweise dürfte der Rückgang der Projektgrösse darauf zurückzuführen sein, dass anteilmässig mehr Wohneigentum ausserhalb der dicht besiedelten Hochpreisregionen entsteht, wo das Nachfragevolumen Grenzen kennt. Der Rückgang der Projektgrössen zeigt aber auch, dass die Anbieter vorsichtiger geworden sind und Klumpenrisiken meiden. Kleinere Objekte dürften in Zeiten sinkender Nachfrage eher auf genügend hohe Vorverkaufszahlen kommen und damit grössere Realisierungschancen haben.

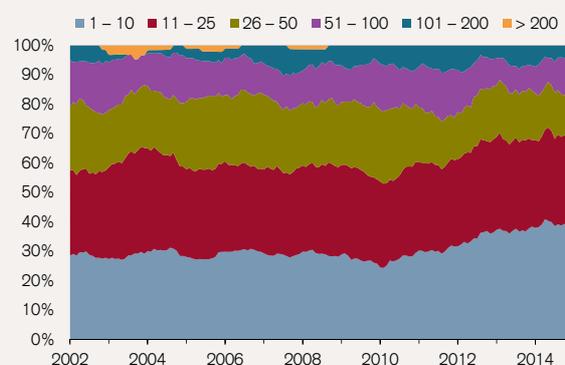
Vermeht vorsichtiges Agieren der Immobilieninvestoren

Die Immobilieninvestoren scheinen sich zudem immer später festzulegen, ob sie Miet- oder Eigentumswohnungen erstellen wollen. Entsprechend ist die Zahl der Mehrfamilienhausprojekte ohne Nutzungsangaben stark gestiegen. Mittlerweile liegt bei 34% aller geplanten Wohnungen in Mehrfamilienhausprojekten keine Information dazu vor, ob Miet- oder Eigentumswohnungen gebaut werden (vgl. Abb. 11). Es gibt zwei Gründe für die fehlende Nutzungsangabe: Diversifikation und Handlungsspielraum. Einerseits bedienen Grossprojekte vermehrt beide Nachfragesegmente, was unter anderem auch mit der veränderten Struktur der Zuwanderung und der verstärkten Nachfrage nach Mietwohnungen zu tun hat. Allfällige Veränderungen der Marktsituation in einem Segment können mit einer solchen Diversifikation besser verkraftet werden. Andererseits wird die Verwendung bewusst so lange wie möglich offengelassen, um Handlungsspielraum zu bewahren. Können die Wohnungen aufgrund des anhaltenden Nachfragerückgangs nicht im Eigentum verkauft werden, dürften viele Investoren versucht sein, diese zu vermieten. Damit besteht jedoch die Gefahr, dass mögliche zukünftige Absatzprobleme bei Wohneigentum auf den Mietwohnungsmarkt überschwapen. Ganz zu schweigen davon, dass eine Umnutzung von Eigentumswohnungen in Mietwohnungen nicht so einfach ist – zumal sich die beiden Marktsegmente immer mehr auseinanderdifferenzieren. Zumindest die Rendite dürfte bei einer solchen Änderung der Wohnform unter Druck geraten.

Abbildung 10

Wohneigentumsvorhaben nach Projektgrösse

Anteil der MFH-Baubewilligungen nach Projektgrösse (nur Wohneigentum)

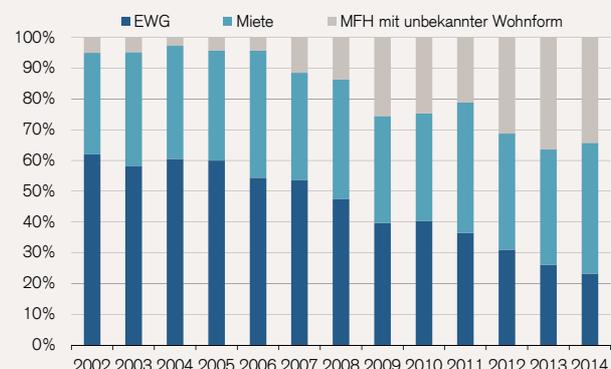


Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abbildung 11

Geplanter Verwendungszweck bei MFH-Projekten

Prozentualer Anteil an den Baubewilligungen



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Marktergebnis: Fortgesetzte Abkühlung – keine Entwarnung

Der Pfad eines «Soft Landing» ist schmal

Bis anhin ist es gelungen, den Schweizer Wohneigentumsmarkt trotz zuweilen übermässiger Wachstumsimpulse auf Kurs zu halten. Die Chancen bleiben gut, dass der aktuelle Immobilienzyklus mit einem «Soft Landing» zu Ende geht, was eher die Ausnahme als die Regel ist. Die bisherigen Regulierungsmassnahmen haben die Nachfrage trotz abnormal tiefer Hypothekarzinsen spürbar abgeschwächt. Dank der ebenfalls verminderten Angebotsausweitung konnte bisher ein grösseres Marktgleichgewicht verhindert werden. Die Herausforderungen bleiben jedoch bestehen. Es ist zu hoffen, dass mögliche weitere Regulierungsmassnahmen wohlüberlegt und mit Fingerspitzengefühl implementiert werden.

Leerstände von Wohneigentum steigen an

Aufgrund der langen Dauer zwischen Planung und Vollendung von Bauvorhaben reagiert das Angebot mit Verzögerung auf die geringere Nachfrage. Daher kam es im vergangenen Jahr bei Wohneigentum zu einem Anstieg der Leerstände um 1565 Wohneinheiten. Per 1. Juni 2014 standen 5215 Eigentumswohnungen sowie 4692 Einfamilienhäuser leer. Dies entspricht einer Leerstandsquote von 0.91% bei Eigentumswohnungen und von 0.34% bei Einfamilienhäusern. Diese Niveaus sind noch nicht besorgniserregend. Sie bestätigen lediglich das für Investoren anspruchsvollere Marktumfeld.

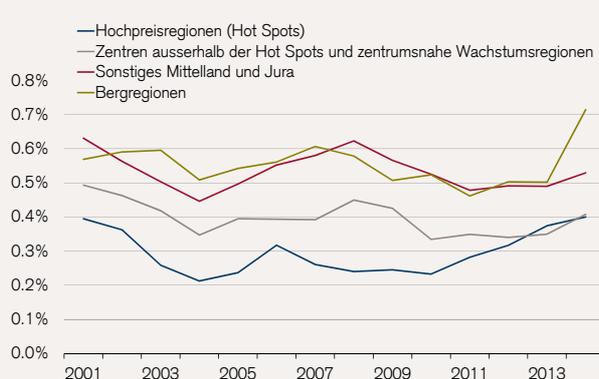
Leerstände in den Hot Spots seit 2010 beinahe verdoppelt

Eine Analyse der Leerstände nach den verschiedenen räumlichen Aggregaten bestätigt, dass der Eigentumsmarkt insbesondere in den Hochpreisregionen nicht mehr rund läuft (vgl. Abb. 12). Seit 2010 haben sich die Leerstände in den Hot Spots am Genfer-, Zürich- und Zugersee beinahe auf 0.4% verdoppelt. Das entspricht in etwa dem Niveau in den Zentren ausserhalb der Hot Spots sowie in den zentrumsnahen Wachstumsregionen. Die deutlich günstigeren Wohneigentumsangebote in diesen Regionen fanden grösstenteils Nachfrager, sodass die Leerstände hier in den letzten Jahren nur leicht gestiegen sind. Auch im sonstigen Mittelland und Jura hielt sich die Zunahme in Grenzen, obschon die Leerstandsquote mit 0.53% hier etwas höher liegt. Das deutliche Plus in den Bergregionen ist zu einem beträchtlichen Teil auf statistische Effekte zurückzuführen, wurden doch die Leerstände in der Vergangenheit in etlichen touristischen Gemeinden zu tief ausgewiesen. Abbildung 13 zeigt die aktuellen Leerstandsziffern von Wohneigentum in den einzelnen Regionen. Die Karte illustriert, dass insbesondere in den Regionen Morges und Chablais sowie im Kanton Appenzell AR zuletzt zu viele Eigentumsobjekte erstellt wurden, deren Absatz harzt.

Abbildung 12

Leerstand Wohneigentum

In % des Bestandes an Wohneigentum

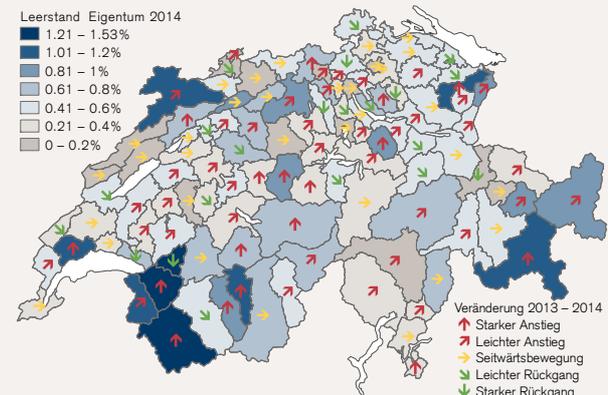


Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abbildung 13

Regionaler Leerstand Wohneigentum 2014

In % des Bestandes an Wohneigentum



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik, Geostat

Zahl der Transaktionen nimmt ab

Der Rückgang der Nachfrage nach Wohneigentum widerspiegelt sich auch in der Entwicklung der Transaktionen (vgl. Abb. 14). Diese erreichten ihre Höchststände im Frühling 2011. Im Vergleich zu diesen Höchstständen verminderte sich die Anzahl Transaktionen bei Eigentumswohnungen um 11.8% und bei Einfamilienhäusern um 16.8%. Es handelt sich insgesamt um eine moderate Abschwächung der Handänderungen, die unverändert attraktive Rahmenbedingungen für Wohneigentum impliziert. Indessen sind die Bedingungen mittlerweile nicht mehr für alle Marktakteure gleich attraktiv. Die erneute Aufwertung des Schweizer Francs nach Aufgabe des Mindestwechsellkurses hat Wohneigentum für Ausländer, die in Fremdwährung rechnen, stark verteuert. Bereits in den Jahren 2010/2011 sind die Preise wechsellkursbedingt um ein Viertel gestiegen. Im Kanton Zürich sinkt die Zahl der Käufe von Wohneigentum durch Ausländer seit 2011. Diese rückläufigen Verkaufszahlen lassen sich neben der Frankenaufwertung auch mit der veränderten Struktur der Zuwanderung erklären. Die Zuwanderer aus Südeuropa verfügen über weniger Einkommen bzw. Kapital und erwerben nachweislich günstigere Objekte. Sie dürften deshalb von den verschärften Finanzierungsrichtlinien viel stärker betroffen sein.

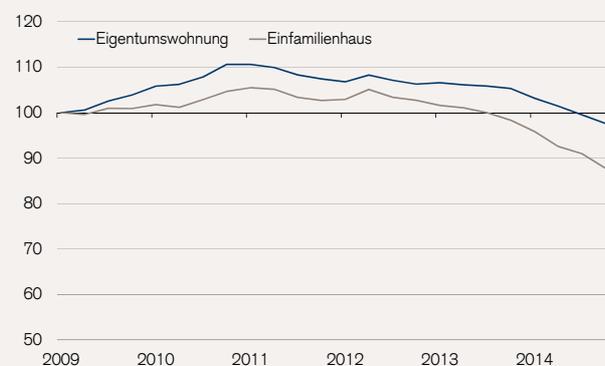
Neubauten machen zwei Fünftel der Transaktionen aus – Altbauten sind aber im Kommen

Neubauten haben in der Schweiz einen ausserordentlich hohen Anteil an den gesamten Transaktionen. In 2014 entfielen 21% aller Handänderungen auf Neubauten (vgl. Abb. 15). Zählt man in der Absicht, auch nicht sofort verkäufliche Neubauten zu berücksichtigen, einjährige Objekte hinzu, steigt der Anteil der Neubauten auf knapp 29%. Dieser hohe Anteil ist auf die wachsende Bedeutung von Eigentumswohnungen in der Schweiz zurückzuführen. Hinzu kommt die typischerweise lange Verweildauer in den eigenen vier Wänden, welche die Marktliquidität von älteren Objekten im Vergleich zu anderen Ländern deutlich reduziert. Besonders im Einfamilienhaussegment sind Altbauten, zu denen wir mehr als 30 Jahre alte Objekte zählen, jedoch im Kommen. Sie beeinflussen den Verkaufsmarkt von Eigentumsobjekten zunehmend.

Abbildung 14

Transaktionen nach Segment

Index: 2009 = 100; Schätzung Credit Suisse

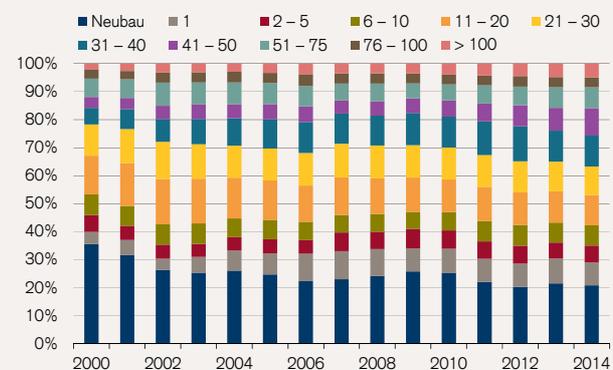


Quelle: SRED, Credit Suisse

Abbildung 15

Transaktionen nach Objektalter

Prozentuale Anteil an allen Transaktionen



Quelle: SRED, Credit Suisse

Abschwächung der Preisdynamik verliert an Kraft

Der anhaltende Nachfragerückgang macht sich nicht nur in erhöhten Leerständen bemerkbar, sondern auch in einer Abschwächung des Preiswachstums. Seit gut drei Jahren nimmt der Preisaufrtrieb ab. Im mittleren Segment stiegen die Preise von Eigentumswohnungen per 4. Quartal 2014 im Vergleich zum Vorjahresquartal noch um 2.5%, während jene von Einfamilienhäusern noch um 3.2% zulegten (vgl. Abb. 16). Ein Preisrückgang war 2014 nur in vereinzelt Regionen zu beobachten. Wir erwarten eine fortgesetzte Abschwächung der Preisdynamik, wenn auch mit geringerem Tempo. Die geringere Produktion von Wohneigentum und insbesondere die äusserst tiefen Hypothekarzinsen lassen erwarten, dass der Anstieg der Wohneigentumspreise im laufenden Jahr nahe an der 2%-Schwelle oder sogar darüber bleiben wird.

In Hochpreisregionen ist für 2015 mit Preisrückgängen zu rechnen

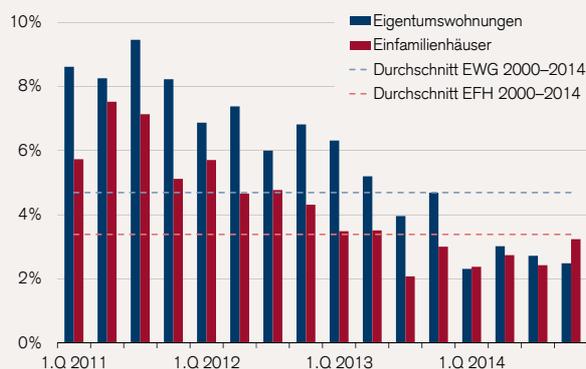
Weitaus am stärksten hat der Preisaufrtrieb in den Hochpreisregionen abgenommen. Aktuell resultiert nur noch ein schwaches Plus von 0.3% gegenüber dem Vorjahresquartal (vgl. Abb. 17). Rund um den Genfersee machen sich sogar erste Preisrückgänge auf Jahresbasis bemerkbar. Am deutlichsten nehmen die Preise im Kanton Genf ab, mit einem Minus auf Jahresbasis von 2.8%. Ansatzweise hat damit eine Korrektur der völlig überhöhten Eigentumspreise in

Genf begonnen. Aber auch in der Stadt Zürich und an der Goldküste sind die Zeiten markanter Preiszuwächse vorbei. Obwohl die Selbstregulierung mutmasslich den grössten Beitrag zu dieser Entwicklung geleistet hat, dürften weitere Gründe dafür verantwortlich sein: Der Strukturwandel im Finanzsektor, eine geringere Zahl kaufkräftiger Expats infolge weniger Ansiedlungen sowie eine generell geringere ausländische Nachfrage haben speziell das Hochpreissegment getroffen. Da bei diesen Faktoren keine rasche Veränderung zu erwarten ist und neu nach der Aufgabe des Mindestwechsellkurses auch noch eine konjunkturelle Eintrübung hinzukommt, dürfte sich die Preisdynamik in den Hochpreisregionen weiter abschwächen. Für 2015 erwarten wir erstmals seit Langem sinkende Preise auf Jahresbasis.

Abbildung 16

Preiswachstum Wohneigentums-Segmente

Jahreswachstumsraten in %

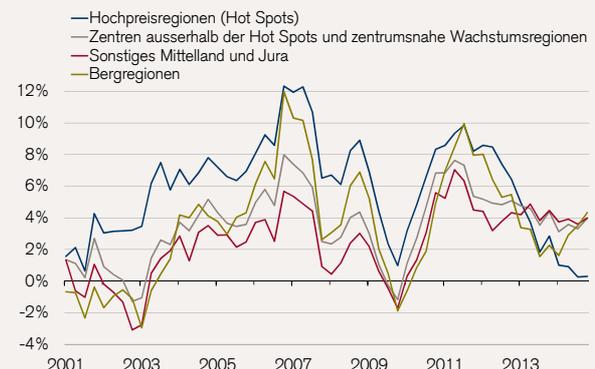


Quelle: Wüest & Partner, Credit Suisse

Abbildung 17

Wachstumsraten Wohneigentumspreise – Regional

Räumliche Aggregate (EWG und EFH), Jahreswachstumsraten in %



Quelle: Wüest & Partner, Credit Suisse

Anhaltend hohes Preiswachstum ausserhalb der Hochpreisregionen

Schwierig zu interpretieren ist derzeit die Situation in den Bergregionen. Aufgrund der Zweitwohnungsinitiative wurden etliche neue Zweitwohnungen gebaut. Deren Absatz harzt jedoch beträchtlich, weil die käuferseitige Verunsicherung aufgrund der unklaren Rechtslage gross ist. Statistisch liegen deswegen nur wenige Beobachtungen vor, und die Preisentwicklung ist entsprechend mit Vorsicht zu geniessen. Der Preisauftrieb hat sich im Alpenraum aber bis vor Kurzem glaubhaft ähnlich stark reduziert wie in den Hochpreisregionen des Mittellandes. In den Zentren ausserhalb der Hochpreisregionen und in den zentrumsnahen Wachstumsregionen hat sich das Preiswachstum dagegen auf einem Niveau von knapp 4% eingependelt und zeigt nur noch eine sehr geringe weitere Abschwächungstendenz. Dies dürfte auf die räumlichen Verschiebungen der Nachfrage zurückzuführen sein. Wie vorstehend erläutert, können sich etliche Haushalte Wohneigentum wegen der verschärften Finanzierungsrichtlinien nur noch in preiswerteren Regionen leisten.

Zweitwohnungen – anhaltende Rechtsunsicherheit

Das Zweitwohnungsgesetz, auch Lex Weber genannt, von dem sich die Marktakteure Rechtssicherheit versprechen, lässt auf sich warten. Mittlerweile wurde dieses im Ständerat behandelt und ist für die Frühjahrsession im März 2015 im Nationalrat traktandiert. Doch selbst wenn der Nationalrat dem abgeschwächten Gesetzesentwurf des Ständerats folgen sollte, ist eine rasche Umsetzung fraglich. Die Initianten der Zweitwohnungsinitiative drohen mit einem Referendum. Damit könnte das Schweizer Stimmvolk das letzte Wort haben, was die Rechtsunsicherheit verlängern würde. Deshalb will die Raumplanungskommission des Nationalrats das Gesetz für dringlich erklären. Damit würde es sofort in Kraft treten. Ein allfälliges Referendum würde später folgen und könnte das Gesetz wieder kippen.

Die anhaltende Rechtsunsicherheit ist Gift für einen funktionierenden Markt in den betroffenen Regionen. Potenzielle Käufer schrecken vor einem Kauf zurück. Entsprechend schwierig ist derzeit vielerorts der Verkauf von Objekten. Erschwerend kommt in einigen touristischen Regionen noch die grosse Anzahl an neuen Zweitwohnungen hinzu, die nach

Annahme der Zweitwohnungsinitiative in letzter Minute geplant und gebaut wurden. Nach dem Leiturteil des Bundesgerichts, wonach die Vorschriften zur Beschränkung von Zweitwohnungen bereits ab dem Tag der Abstimmung anzuwenden sind, ist der Status dieser Wohnungen nicht geklärt. Werden sie den altrechtlichen Wohnungen gleichgestellt oder sollen spezifische Nutzungsbeschränkungen gelten? Diese Entscheidung wird sich massgebend auf das Preisniveau dieser Wohnungen auswirken. Kein Wunder, harzt der Verkauf. Zusätzlich verschlimmert wird die ganze Situation durch die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen – insbesondere in der Eurozone. Die schlechten wirtschaftlichen Perspektiven in ihren Heimatländern sowie der starke Schweizer Franken schrecken viele Personen aus dem Ausland derzeit davon ab, sich eine Zweitwohnung in der Schweiz zu kaufen. Damit wird das Überangebot kurzfristig weiter steigen.

Leider werden auch nach Erlass des Gesetzes die Unklarheiten nicht beseitigt sein. Der Gesetzesentwurf enthält viele Passagen, deren Auslegung vermutlich erst vom Bundesgericht abschliessend geklärt werden wird. Eine spürbare Verbesserung der Marktsituation dürfte sich nach Erlass des Gesetzes immerhin bei Wohnungen ohne Nutzungseinschränkungen (altrechtliche Wohnungen) einstellen. In welchem Umfang und welcher Form dagegen in Zukunft zusätzliche Zweitwohnungen entstehen können und wie damit die Zukunftsaussichten der Baubranche in den betroffenen Regionen aussehen, wird stark davon abhängen, in welcher Form das Zweitwohnungsgesetz schliesslich in Kraft treten wird.

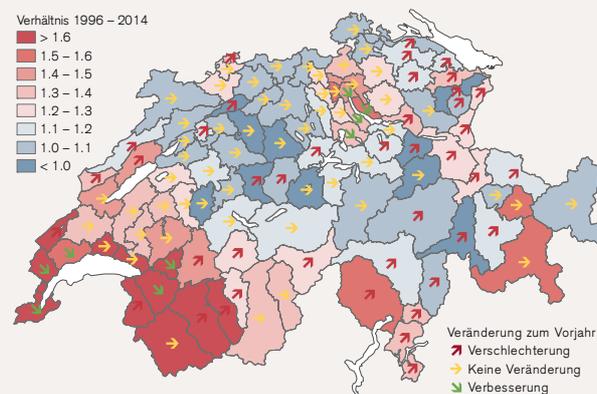
Mehr – dafür weniger extreme – Ungleichgewichte

Die rückläufige Preisdynamik hat das Risiko einer Preisblase insofern reduziert, als dass ein Abgleiten des Immobilienmarktes in eine von spekulativen Käufen geprägte Entwicklung verhindert werden konnte. Damit ist jedoch die Frage nach der Nachhaltigkeit des aktuellen Preisniveaus nicht vom Tisch. Im Gegenteil, denn in diversen Regionen sind die Wohneigentumspreise auch im vergangenen Jahr stärker gestiegen als die Einkommen. Damit haben die Ungleichgewichte zahlenmässig zugenommen, sind dafür aber in einigen Regionen nicht mehr ganz so extrem. Mittlerweile erachten wir die Preisentwicklung in 55 von 106 Regionen als nicht mehr nachhaltig (vgl. Abb. 18). Im Falle einer Normalisierung der Zinssituation muss in diesen Regionen mit Preiskorrekturen gerechnet werden. Allerdings ist die Überbewertung in vielen Regionen nur sehr moderat, und deren Preisniveaus unterscheiden sich stark von jenen in den Hochpreisregionen. Dies gilt für die meisten der Regionen, die neu in diese Zählung aufgenommen wurden. Nach wie vor sprechen wir nur im Falle von Genf von einer veritablen Preisblase. Die Ungleichgewichte konnten jedoch 2014 in Genf wie auch in den anderen Hochpreisregionen am Genfer- und Zürichsee leicht abgebaut werden. Bis allerdings die regionalen Immobilienpreise wieder besser mit den lokalen Einkommen korrespondieren, ist noch ein weiter Weg zurückzulegen.

Abbildung 18

Regionale Bewertung der Wohneigentumspreise

Preisentwicklung EWG/EFH in Relation zur Einkommensentwicklung



Quelle: Credit Suisse, Geostat

Abbildung 19

Kriterien einer Immobilienpreisblase

✓ Trifft zu ~ Zu wenig ausgeprägt ✗ Trifft nicht zu

- Übermässige Liquidität
- Übermässiger Risikoappetit
- Lang anhaltende Phase ansteigender Immobilienpreise
- Entkoppelung der Immobilienpreise von der Entwicklung der Einkommen
- Hoher Anteil spekulativer Immobilientransaktionen
- Hohes/übermässiges Wachstum der Hypothekarkreditvolumina aufgrund des Margendruckes bei den Hypothekarkreditinstituten
- Mangelnde Kreditprüfung bei der Hypothekarkreditvergabe (aufgrund falscher Anreize)
- Überschliessende Bautätigkeit und Angebotsüberhang

Quelle: Credit Suisse

Trotz Überbewertung keine Immobilienpreisblase

Mit Blick auf unsere Checkliste für das Vorliegen einer Immobilienblase präsentiert sich die Situation ähnlich wie im Vorjahr (vgl. Abb. 19). Nach wie vor sind einige Kriterien für das Vorliegen einer Preisblase nicht erfüllt. Weder kann von einer überbordenden Bautätigkeit noch von einer insgesamt mangelhaften Kreditprüfung der Hypothekarkreditinstitute die Rede sein. Weil sich zudem das Wachstum der Hypothekarkreditvergabe an Privathaushalte markant auf 3.3% zurückgebildet hat, kann nicht mehr von einer übermässigen Kreditvergabe gesprochen werden. Dagegen rücken wir spekulative Immobilientransaktionen verstärkt in den Vordergrund. Die insgesamt sinkende Zahl von Transaktionen (vgl. Abb. 14) wirkt zwar beruhigend und lässt nicht darauf schliessen, dass viele Objekte mit dem Ziel eines raschen Wiederverkaufs mit Gewinn erworben werden, aufgrund der Gefahr von zunehmenden «Buy to let»-Geschäften passen wir aber unsere Beurteilung von «trifft nicht zu» auf «zu wenig ausgeprägt» an.

Attraktiv erscheinende «Buy to let»-Geschäfte

Die rekordtiefen Hypothekarzinsen verleiten zum Kauf von Wohneigentum aus Investitionsgründen, zu sogenannten «Buy to let»-Geschäften. Private Käufer erwerben dabei Wohneigentum nicht für den Eigengebrauch, sondern zur Vermietung. Zu diesem Phänomen sind keine flächendeckenden Zahlen verfügbar. Bei den beiden Grossbanken handelt es sich etwa bei beinahe jeder fünften Finanzierung um ein «Buy to let»-Geschäft. Derartige Geschäfte erscheinen vor dem Hintergrund der äusserst günstigen Fremdfinanzierungskosten als sehr attraktive Investitionen – zumindest aus kurzfristiger Perspektive. Längerfristig betrachtet ist jedoch nicht klar, ob der aktuell erzielbare Gewinn aus der Vermietung ausreicht, um künftige Wertkorrekturen infolge einer Normalisierung an der Zinsfront zu kompensieren.

Gefahr von zunehmenden «Buy to let»-Geschäften

Die Vermietung dürfte in den kommenden Jahren anspruchsvoller werden, weil sich auf dem Mietwohnungsmarkt tendenziell Überkapazitäten aufbauen (vgl. Kapitel Mietwohnungen). Hinzu kommt, dass viele dieser Besitzer kaum über Erfahrung in der Immobilienbewirtschaftung verfügen. Fehlt das fachspezifische Wissen, werden die Kosten für den Unterhalt gerne zu tief kalkuliert und die in Zukunft möglicherweise wieder steigenden Fremdfinanzierungskosten nur unzureichend antizipiert. Märkte mit hohen Anteilen an «Buy to let»-Geschäften gelten generell als volatil, weil solche Objekte bei einer Verschlechterung der Rahmenbedingungen rascher auf den Markt geworfen werden und grössere Preisschwankungen auslösen können. Erste Banken haben daher die Finanzierungsrichtlinien für solche Geschäfte, beispielsweise in Form von höheren Amortisationszahlungen, verschärft. Derzeit stellen diese Geschäfte noch kein unmittelbares Gefahrenpotenzial dar, hat sich doch ihre Zahl bei den Grossbanken in den letzten zwei bis drei Jahren nicht erhöht.

Fazit: Überbewertung ja, Blase nein

Auf dem Schweizer Markt für Wohneigentum kann weiterhin nicht von einer spekulativen Immobilienpreisblase gesprochen werden. Trotz des Rückgangs der Nachfrage und eines spürbar schwächeren Preiswachstums signalisieren die Preisniveaus in einer Mehrheit der Regionen aber weiterhin eine Überbewertung. Das birgt gewisse Gefahren, die am besten mittels Bildung von Kapitalpuffern durch alle Beteiligten entschärft werden können. Wertverluste werden dadurch zwar nicht weniger wahrscheinlich, aber wenigstens besser verkraftbar. An eine Entwarnung ist jedenfalls nicht zu denken, solange die Zinsen auf derart tiefen Niveaus verharren.

Wohneigentum als Investitionsobjekt

Differenzierung zwischen Gebäude und Bauland

Die hohen Preisanstiege der letzten Jahre lassen Wohneigentum als ideales Investitionsobjekt erscheinen. Im aktuellen Negativzinsumfeld, in welchem die Privathaushalte nach Möglichkeiten suchen, ihr Geld wenigstens mit einer Minimalverzinsung zu parkieren, gewinnt diese Sichtweise noch mehr Anhänger. Die den Preisanstiegen zugrundeliegenden Preisindizes widerspiegeln allerdings die Wertentwicklung von Neubauobjekten und blenden damit einen Teil der Investitionsrechnung aus, nämlich den Wertverzehr durch die bauliche und wirtschaftliche Alterung. Diese ist aus Anlegersicht zwingend miteinzubeziehen. Aufgrund ihrer unterschiedlichen Wertentwicklung empfiehlt es sich, Gebäude und Bauland in der Investitionsrechnung separat zu betrachten. Das Gebäude weist seinen Maximalwert im Neuzustand auf und verliert jedes Jahr an Wert. Der Wertverlust wird über Abschreibungen berücksichtigt. Dem gegenüber steht das Bauland, dessen Wert und zukünftiges Wertsteigerungspotenzial in erster Linie von der Attraktivität des Standortes und dessen Weiterentwicklung sowie von konjunkturellen und immobilienmarktspezifischen Gegebenheiten abhängig sind. Ob der Wohneigentümer sein Objekt vermietet oder

selbst bewohnt, spielt in unserer Betrachtung nur eine untergeordnete Rolle. Im ersten Fall erzielt der Wohneigentümer einen Vermietungserfolg, im zweiten Fall handelt es sich um Konsum. Wir betrachten an dieser Stelle nur den Wertverlauf der Immobilie.

Landwertanteil als entscheidende Einflussgrösse

Damit für einen Wohneigentümer ein Aufwertungsgewinn anfällt, muss der Wertzuwachs des Baulandes höher ausfallen als die Abschreibungen auf dem Gebäude. Entscheidend in dieser Beziehung ist der Anteil des Bodens am Gesamtwert der Liegenschaft, auch Landwertanteil genannt. Je höher der Bodenpreis, desto grösser fällt der Landwertanteil aus. Die maximal realisierbare Ausnützungsziffer ist dagegen als Entscheidungskriterium für den Investitionsentscheid kaum relevant, fliesst sie doch in den Bodenpreis mit ein und verteuert das Grundstück unabhängig vom geplanten Immobilienprojekt. So weist ein Einfamilienhaus zwar typischerweise mehr Land pro Quadratmeter Wohnfläche auf, dieses ist aber in Einfamilienhauszonen wegen des geringen Bebauungspotenzials (tiefere Ausnützungsziffer) typischerweise auch weniger wert. Deswegen weist ein Einfamilienhaus mit viel Land nicht zwingend einen höheren Landwertanteil auf als ein Haus mit mehreren Eigentumswohnungen. Die entscheidende Einflussgrösse ist also der Landwertanteil und nicht der Landanteil. Je grösser der Landwertanteil einer Liegenschaft ist, umso weniger fällt die Gebäudeentwertung ins Gewicht, und es bestehen Chancen für einen Aufwertungsgewinn. Sofern allerdings ein hoher Landwertanteil nur deshalb resultiert, weil die Baulandpreise so teuer sind, ist genauer zu prüfen, ob das Bauland auf diesem Niveau überhaupt noch Aufwertungspotenzial besitzt. Dies ist dann der Fall, wenn mit einem künftigen Zustrom von vergleichsweise einkommenskräftigen und vermögenden Einwohnern gerechnet werden kann, die diese Baulandpreise bezahlen können und wollen, oder wenn ein Aufzuzugspotenzial besteht.

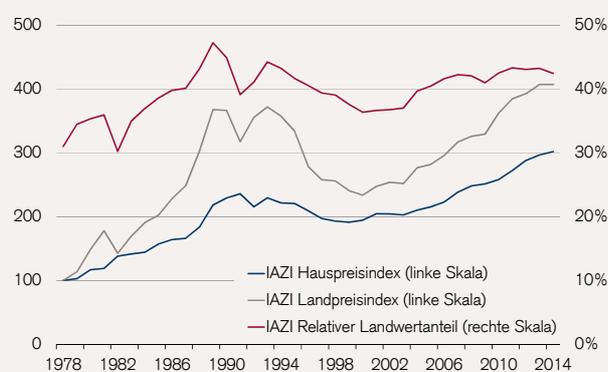
Grosse regionale Unterschiede bei den Landwertanteilen

In der Praxis stehen nur sehr wenige Daten zu den Bodenpreisen und damit auch zu den Landwertanteilen zur Verfügung. Dank Schätzungen von IAZI ist es uns möglich, die Entwicklung über die Zeit im Schweizer Mittel darzustellen. Zwischen 2000 und 2014 stiegen die Bodenpreise von Einfamilienhäusern in der Schweiz um 74% (vgl. Abb. 20). Dies entspricht einem Anstieg von 4% pro Jahr und dürfte den Wertzerfall der Liegenschaft in der Mehrheit der Fälle überkompensiert haben. Das hat auch dazu geführt, dass der Landwertanteil von 36% auf 42% zugenommen hat. Regional zeigen sich dabei jedoch sehr grosse Unterschiede (vgl. Abb. 21), welche die Attraktivität der Gemeinden als Wohnort widerspiegeln. So liegt der Landwertanteil heute in Lausanne im Durchschnitt bei sehr hohen 74% und in Meilen bei 76%. In weiten Teilen der Schweiz macht der Landwertanteil dagegen weniger als die Hälfte aus, wie beispielsweise in Solothurn mit 47%. Die tiefsten Landwertanteile sind in sehr ländlichen Gebieten und insbesondere im Kanton Jura zu finden, wo der Landwertanteil weniger als 20% beträgt.

Abbildung 20

Eigentumspreise, Bodenpreise und Landwertanteile

Einfamilienhaus- und Bodenpreise, Index: 1978 = 100; Landwertanteil in %

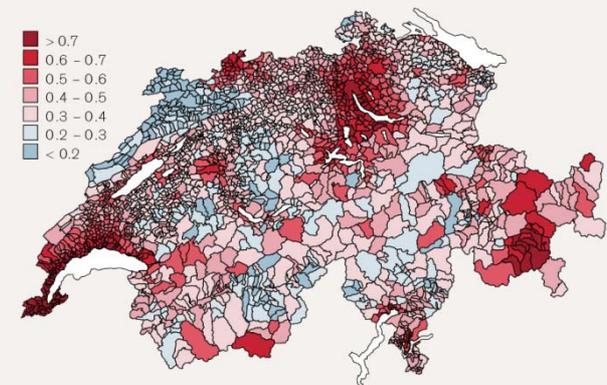


Quelle: IAZI

Abbildung 21

Landwertanteile in den Schweizer Gemeinden 2014

Anteil des Landwertes am Gesamtwert der EFH-Liegenschaft in %



Quelle: IAZI

Investitions- oder Konsumgut

Wohneigentum als Investitionsobjekt lohnt sich also in erster Linie an attraktiven Wohnstandorten mit hohen Landwertanteilen, wo die Bodenpreise schon heute hoch sind und wo diese aufgrund der Attraktivität auch in Zukunft weiter steigen dürften. In vielen ländlichen Gebieten, wo der Landwertanteil tief ist und nur geringe oder gar keine Anstiege der Bodenpreise zu erwarten sind, ist Wohneigentum als Investitionsobjekt weitaus weniger attraktiv, weil die Altersentwertung zu stark ins Gewicht fällt. In diesen Regionen ist Wohneigentum in erster Linie ein Konsumgut. Es steht also die Eigennutzung der eigenen vier Wände im Vordergrund.

Hoher Landwertanteil birgt auch Risiken

In Bezug auf Wohneigentum als Investitionsgut muss auf mögliche Risiken hingewiesen werden. Ein hoher Landwertanteil ist zwar aus Investitionsperspektive attraktiv, bringt aber auch höhere Risiken in Form einer grösseren Fallhöhe mit sich, zumal die Preisveränderungen bei Wohneigentum mit hohen Landwertanteilen in erster Linie die Konsequenz von veränderten Bodenpreisen sind. Die Entwicklung der Baulandpreise schwankt noch stärker als jene der Immobilienpreise, welche bereits einen stark zyklischen Charakter aufweisen (vgl. Abb. 20). An attraktiven Standorten kann langfristig zwar mit einem Wertzuwachs gerechnet werden, kurz- und mittelfristig sind aber auch an attraktiven Standorten Wertverluste möglich. So fielen beispielsweise die Bodenpreise in der Stadt Zürich gemäss Schätzungen des statistischen Amtes des Kantons Zürich zwischen 1992 und 2004 um 13% und konnten diesen Verlust erst 2008 wieder wettmachen. Hinzu kommt das standortgebundene Risiko: Bei einer nachhaltigen Verschlechterung der lokalen Rahmenbedingungen, z.B. in Form höherer Steuern, des Baus einer stark frequentierten Strasse oder einer anderweitigen Emissionsquelle, kann eine nachhaltig tiefere Bewertung des Baulandes resultieren.

Ausblick Wohneigentum 2015

Ins Stocken geratene Abkühlung wird wieder Fahrt aufnehmen

Der Wohneigentumsmarkt bleibt auf dem schmalen Pfad einer «sanften Landung». Die Abschwächung des Preisauftriebs hat zuletzt im Zuge weiter fallender Hypothekarzinsätze etwas nachgelassen – vielleicht auch, weil Wohneigentum angesichts des Negativzinsumfelds als interessante Anlagemöglichkeit taxiert wird. Der Wunsch nach Wohneigentum ist jedenfalls in weiten Teilen der Bevölkerung ungebrochen gross. Ihm kann wegen der verschärften Regulierung aber immer mehr nur noch ausserhalb der Hochpreisregionen nachgelebt werden, wo das Preisniveau noch einigermaßen mit den regionalen Haushaltseinkommen im Einklang steht. In diesen Regionen werden daher die Eigentumspreise unvermindert und relativ markant weiter steigen. Erst die Eintrübung der Konjunktur, die für die Haushalte in den Sommermonaten augenfälliger werden dürfte, wird für eine Fortsetzung der Abschwächungstendenz bei Wohneigentum sorgen und den Markt in der Spur für die erhoffte sanfte Landung halten. Derweil dürften sich die segmentspezifischen Unterschiede akzentuieren. Das Hochpreissegment sieht sich einer anhaltend schwachen Nachfrage ausgesetzt, die sich aufgrund des Wechselkursschocks noch verschärfen wird. Für ausländische Nachfrager stimmt das Preis-Leistungs-Verhältnis in der Schweiz schlicht nicht mehr. Die Zahl leer stehender Objekte dürfte im laufenden Jahr deshalb nochmals zunehmen. Mittelfristig rechnen wir allerdings nicht mit höheren Leerständen, weil die Wohneigentumsproduktion bereits seit Jahren abnimmt und sich damit der nachlassenden Nachfrage anpasst. Im laufenden Jahr werden etwa so wenige Eigentumsobjekte gebaut wie seit 2001 nicht mehr. Abgesehen von den Bergregionen, wo ungeachtet der Nachfrage noch möglichst viel gebaut wurde, bevor die Zweitwohnungsinitiative dies unterband, ist ansonsten kein grösserer Angebotsüberhang entstanden. Dies dürfte auf den Markt stabilisierend wirken, falls die Zweittrundeneffekte des Wechselkursschocks die Nachfrage 2016 doch etwas stärker abschwächen sollten.

Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage	Ausgangslage	Ausblick
<p>Hypothekarzinsniveau: Die Hypothekarzinsen haben ihre technische Untergrenze erreicht. Weitere Senkungen sind auch bei tieferen Negativzinsen nicht möglich, es sei denn die Kreditinstitute setzen sich grossen Klumpenrisiken aus. Die Phase sinkender Hypothekarzinsen dürfte daher durch eine längere Phase seitwärts tendierender Zinsen auf ausgesprochen tiefem Niveau abgelöst werden.</p> <p>Regulierung: Die im September 2014 eingeführte verkürzte Amortisationsdauer und die Einführung des Niederwertprinzips werden erst im Verlaufe des Jahres ihre volle Wirkung entfalten und die Nachfrage nach Wohneigentum zusätzlich dämpfen.</p> <p>Bevölkerungsentwicklung: Wir erwarten 2015 einen Rückgang der Zuwanderung von über 10% auf 70'000 Nettozuwanderer. Dies wird sich dämpfend auf die Eigentumsnachfrage auswirken. Zudem wird auch die veränderte Struktur der Zuwanderung in Bezug auf die Herkunft (vermehrt Südeuropäer) mit Verzögerung zu einem leichten Rückgang der Nachfrage nach Wohneigentum beitragen.</p>	<p>→</p> <p>Libor-Hypothek</p> <p>↘</p> <p>Fix-Hypothek</p>	<p>→</p> <p>Libor-Hypothek</p> <p>→/↗</p> <p>Fix-Hypothek</p>
<p>Angebot</p> <p>Reinzugang Wohneigentum 2015: Die Neubauproduktion wird 2015 mit der Erstellung von rund 15'000 Eigentumswohnungen sowie 8000 Einfamilienhäusern so tief wie seit 2001 nicht mehr ausfallen. Dabei setzt sich die Verlagerung der Neubauproduktion aus den Hochpreisregionen in Regionen mit noch nachhaltigeren Preisniveaus fort.</p> <p>Mittelfristig geplante Ausweitung: Die jüngst eingegangenen Baugesuche für Eigentumsprojekte lassen erwarten, dass diese Entwicklung auch 2016 anhalten wird.</p>	<p>↘</p> <p>↘</p>	<p>↘</p> <p>↘</p>
<p>Marktergebnis</p> <p>Leerstände: Wir rechnen für 2015 mit einem weiteren Anstieg der Leerstände bei Wohneigentum. Insbesondere in den Hochpreisregionen dürfte dem Angebot nur eine vergleichsweise schwache Nachfrage gegenüberstehen.</p> <p>Preise: Die Preisdynamik dürfte sich 2015 weiter abschwächen, bleibt insgesamt mit einem Anstieg von rund 2% allerdings klar im positiven Bereich. Mittelfristig sollte die konjunkturelle Eintrübung auch in den peripheren Regionen zu einer merklichen Preisberuhigung beitragen. Mit Ausnahme der Hochpreisregionen rechnen wir nicht mit sinkenden Preisen, solange die Zinsen derart tief bleiben.</p> <p>Nachhaltigkeit der Preisentwicklung: Die Ungleichgewichte in den Hochpreisregionen bauen sich zwar langsam ab, bleiben jedoch substanziell. Ausserhalb dieser Regionen dürften die Eigentumspreise aber weitaus stärker oder zumindest gleich stark ansteigen wie die Einkommen, sodass sich die Schere zwischen Preis- und Einkommensentwicklung weiterhin nicht schliessen wird. Somit ist auch keine Entwarnung angebracht.</p>	<p>↗</p> <p>↗</p> <p>↘</p> <p>→</p>	<p>↗</p> <p>↗</p> <p>→</p> <p>→</p>

Quelle: Credit Suisse

Wohneigentum weltweit im Visier der Regulatoren

Die Überhitzung der Wohnungsmärkte und die damit verbundenen Risiken für Haushalte und das Finanzsystem sind nicht nur in der Schweiz ein heiss diskutiertes Thema. Die lockere Geldpolitik hat in verschiedenen Ländern zu Überhitzungserscheinungen geführt, gegen welche die Regierungen in den letzten Jahren Massnahmen ergriffen haben. In der Schweiz hat sich die Preisdynamik mittlerweile merklich abgeschwächt und weitere Abkühlungsmassnahmen drängen sich nicht auf. Ein Blick über die Landesgrenze ist dennoch lohnenswert, um zu beobachten, welche Erfahrungen andere Länder mit verschiedenen Instrumenten machen.

Preisanstiege allein sind noch keine Bedrohung

Preisanstiege erst in Kombination mit stark steigender Verschuldung problematisch

Anhaltend starke Preisanstiege allein sind nicht zwangsläufig problematisch für die Stabilität eines Wohnungsmarktes. Erst in Kombination mit einem übermässigen Kreditwachstum und einer hohen Haushaltsverschuldung kann eine risikoreiche Situation entstehen, die im Auseinanderdriften von Hauspreisdynamik und ökonomischen Fundamentaldaten besteht. Studien zeigen beispielsweise eine potenziell gefährliche positive Korrelation zwischen Kreditausfallraten und Verschuldungsgrad.³

Immobilienblasen können potenziell gefährlicher sein als andere Preisblasen

Zwei Gründe sind dafür verantwortlich, weshalb Blasenentwicklungen auf Immobilienmärkten potenziell grösseren Schaden anrichten können als bei anderen Anlagemärkten. Zum einen macht Wohneigentum in vielen Ländern einen substantziellen Anteil des nationalen Vermögens aus. Immobilienpreiseinbrüche treffen demnach Privathaushalte in grösserer Anzahl und in höherem Ausmass als beispielsweise ein Einbruch der Aktienmärkte. Der Konsum erleidet in der Folge einen heftigeren Einbruch, wodurch das Wachstum des Bruttoinlandproduktes stärker in Mitleidenschaft gezogen wird. Zum anderen machen Hypotheken in vielen Ländern einen grossen Anteil in den Portfolios der Kreditinstitute aus. Preiseinbrüche von Immobilien können die Werthaltigkeit von Hypotheken stark beeinträchtigen und Banken Krisen auslösen, was sich wiederum sehr negativ auf den Konjunkturgang auswirkt.

Keine weltweite Überbewertung, aber einzelne Länder mit kräftigen Preisanstiegen

Eine generelle Überbewertung der weltweiten Häusermärkte kann derzeit nicht beobachtet werden. Der gleichgewichtete globale Hauspreisindex des Internationalen Währungsfonds (IWF), welcher die Entwicklung der Hauspreise in über 50 Industrie- und Schwellenländern widerspiegelt, steigt zwar seit Mitte 2009, dies aber – gemessen am Wirtschaftswachstum – vergleichsweise moderat mit 3.2%. Einige Länder haben dagegen in der Vergangenheit sehr starke reale Wachstumsraten verzeichnet. Aufholbewegungen sind etwa in Irland (+18.1% seit dem Tiefstand Anfang 2013) und den USA (+21% seit Anfang 2012) zu verzeichnen. Seit 2000 sind die realen Hauspreise zudem in Australien (+34%), der Schweiz (+52%), Grossbritannien (68%) und insbesondere in Schweden (+120%) kräftig angestiegen. Deutlich schwächer war die Dynamik in Deutschland mit rund 7% (vgl. Abb. 22). Tendenziell sind sowohl das Wachstum der Kreditvolumina als auch die Preisniveaus in Relation zum Einkommen sowie zu den Mietniveaus im Aufwärtstrend. Punkte Erschwinglichkeit fallen unter anderem Schweden, Grossbritannien und Australien ins Auge. Dort liegen die Häuserpreise, verglichen mit den Einkommen und den Mieten, bereits deutlich über ihren langjährigen Mittelwerten.

Eine restriktivere Geldpolitik ist oftmals keine Option

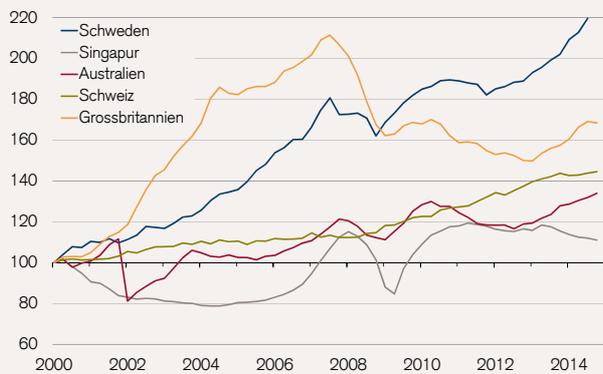
Abgesehen von der Problematik, eine potenziell gefährliche Überbewertung von normalen Preisanstiegen zu unterscheiden, stehen Gesetzgeber und Regulatoren vor der Herausforderung, geeignete Massnahmen zu implementieren (vgl. Abb. 23). Das naheliegendste Mittel, um sowohl Kreditvergabe als in der Folge auch die Immobilienpreise in Zaum zu halten, ist eine restriktive Geldpolitik. Da diese Massnahme nicht nur auf den Immobilienmarkt, sondern auf die gesamte Wirtschaft einen bremsenden Effekt ausübt, ist dieses Instrument im derzeitigen Umfeld zaghafte Wachstums keine geeignete, weil unverhältnismässige, Massnahme.

3 Vgl. Crowe et al. (2013): How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences, Journal of Financial Stability, S. 301–302.

Abbildung 22

Reale Hauspreisindizes in ausgewählten Ländern

Index: 1. Q 2000 = 100



Quelle: Credit Suisse, Datastream, Wüest & Partner, BIZ

Abbildung 23

Vier Gruppen regulatorischer Massnahmen

Schematische Darstellung der Massnahmen



Quelle: Credit Suisse

In der Praxis haben höhere Zinsen nicht immer den gewünschten Effekt

Zwei Beispiele aus der Praxis zeigen zudem, dass die Geldpolitik allein oftmals nicht ausreicht, um einen heiss gelaufenen Immobilienmarkt zu bremsen. In Australien und Schweden wurden die Zinssätze bewusst mit dem Ziel erhöht, eine drohende Blase am Immobilienmarkt zu verhindern. So wurden die Zinsen in Australien zwischen 2002 und 2008 um 300 Basispunkte, in Schweden von Ende 2005 bis 2008 um insgesamt 325 Basispunkte angehoben. Nichtsdestotrotz haben die realen Häuserpreise zwischen 2000 und 2007 um 21% (Australien) und 81% (Schweden) zugelegt. Um in jedem Fall eine dämpfende Wirkung auf den Häusermarkt auszuüben, müssten Zinsanstiege aus Sicht der Gesamtwirtschaft zu stark ausfallen und wären folglich mit einem zu grossen Kollateralschaden verbunden.

Breites Arsenal an fiskalpolitischen und makroprudenziellen Massnahmen**Massnahmen können sowohl bei den Banken als auch bei den Haushalten ansetzen**

Gezielte regulatorische Eingriffe können sowohl bei den Haushalten als auch bei den Banken ansetzen. Erstere fallen in die Kategorie der fiskalpolitischen Massnahmen und setzen im Wesentlichen bei der steuerlichen Behandlung von Immobilienerwerb, -besitz sowie der Finanzierungsart an. Hierzu gehören Transaktionssteuern, welche die Kosten des Eigentumserwerbs erhöhen. Deren Funktion ist es, spekulative Immobilieninvestitionen, welche sich durch eine Vielzahl an Transaktionen in relativ kurzer Zeit auszeichnen, zu verteuern und somit zu erschweren. In der Praxis ist der Effekt von Transaktionssteuern durchgezogen. In einem Vergleich von Handänderungs- und Grundstücksgewinnsteuer über die Schweizer Kantone hinweg konnte keine dämpfende Wirkung nachgewiesen werden.⁴ Demgegenüber verringern Vermögenssteuern die Attraktivität von Wohneigentum, wie Erfahrungen aus den USA gezeigt haben (siehe wiederum Crowe et al., 2013). Ebenfalls zu den fiskalpolitischen Instrumenten zählen die Abschaffung von Steuervorteilen bei Wohneigentum und Schuldzinsen.

Makroprudenzielle Massnahmen setzen auf höhere Kapitalpuffer

Demgegenüber zielen makroprudenzielle Regulierungsmassnahmen auf den Verschuldungsgrad von Banken und Haushalten ab. Höhere Kapitalanforderungen an Banken durch eine Erhöhung der Risikogewichte sowie Vorschriften zu höherer Risikoversorge in wirtschaftlich guten Zeiten wirken sich nicht nur dämpfend auf das Kreditwachstum aus, sondern helfen auch dabei, Rücklagen für eventuelle zukünftige Verluste aufzubauen. Auf der Kreditnehmerseite können Obergrenzen für Belehnungsquoten sowie für den Verschuldungsgrad, also das Verhältnis von Schulden zu Einkommen, die Anfälligkeit der Haushaltsbilanzen auf Schwankungen von Immobilienpreisen und Zinsen verringern.

4 Vgl. Aregger/Brown/Rossi (2013): Transaction Taxes, Capital Gains Taxes and House Prices, SNB Working Paper.

In der Praxis setzen viele Gesetzgeber auf eine Kombination der unterschiedlichen Massnahmen

In der Praxis werden von Land zu Land verschiedene Kombinationen und Spielarten der genannten Massnahmen benutzt. Singapur und Hongkong sind zwei interessante Fallbeispiele, da dort die Immobilienmärkte in ihrem Zyklus bereits recht weit fortgeschritten sind und eine Reihe an Massnahmen implementiert wurde. Nach einem realen Preiswachstum von 34% zwischen Mitte 2009 und Mitte 2010 wurde in Singapur die «Sellers' Stamp Duty» (SSD) eingeführt, die sich gegen spekulative Aktivitäten richtete. Ursprünglich musste diese Stempelgebühr entrichtet werden, wenn ein Käufer von Wohneigentum dieses innerhalb eines Jahres nach Kauf wieder verkaufte. Kurze Zeit später wurde die Haltefrist von einem Jahr auf vier Jahre und die Höhe der Abgabe je nach Haltefrist nach oben korrigiert. Beispielsweise unterliegt Wohneigentum, welches innerhalb eines Jahres wieder verkauft wird, einer Abgabe in Höhe von 16% des Verkaufspreises. Darüber hinaus wurden diverse Belehnungsquoten in den folgenden Jahren sukzessive herabgesetzt. Im Dezember 2011 wurde ausserdem die «Additional Buyers' Stamp Duty» (ABSD) eingeführt, welche den Erwerb von Wohneigentum insbesondere für Personen ohne singapurische Staatsbürgerschaft verteuert hat. Diese Massnahme hat innerhalb eines Jahres zu einem Verkaufsrückgang in diesem Kundensegment von 23.5% geführt. Ein eigentlicher Preisrückgang war allerdings erst Ende 2013 zu beobachten – nach der Einführung der «Total Debt Service Ratio» (TDSR). Demnach dürfen Banken eine Hypothek nur dann vergeben, wenn nicht mehr als 60% des Einkommens für den Schuldendienst aller Kredite aufgewendet werden, und es wird stets mit einem Zinssatz von mindestens 3.5% (oder dem Marktzins, falls dieser höher liegt) gerechnet.

Die schwedischen Banken müssen seit Anfang des Jahres höhere Kapitalvorschriften einhalten

Auch Schweden sieht sich mit dem Problem stark steigender Häuserpreise konfrontiert. Diese haben in den letzten zehn Jahren nominal um rund 85% (real +65%) zugelegt. Zudem ist die Verschuldung der privaten Haushalte innerhalb von zehn Jahren von rund 107% des verfügbaren Einkommens auf ein besorgniserregendes Niveau von knapp 150% im Jahr 2013 angestiegen. Zwar wurde im Oktober 2010 eine Obergrenze für die Belehnungsquote von 85% eingeführt, weitreichendere makroprudenzielle Massnahmen im Bankensektor wurden aber erst im Herbst 2014 implementiert. Dabei wurde das Risikogewicht für Hypotheken von 15% auf 25% erhöht und ein antizyklischer Kapitalpuffer von 1% festgesetzt. Zusätzliche Kapitalanforderungen gelten für die vier grössten Banken des Landes. Hierzu gehört ein Kapitalpuffer für systemische Risiken in Höhe von insgesamt 5% hartem Eigenkapital (CET 1). Die Auswirkungen der im letzten Jahr eingeführten Massnahmen auf die Immobilienpreise bleiben noch abzuwarten. Die maximale Belehnungsquote aus dem Jahr 2010 hat aber definitiv nicht gereicht, um den Preisauftrieb zu bremsen. In den ersten drei Quartalen 2014 war das Preiswachstum so stark wie seit 2009 nicht mehr.

Australien rückt die Kreditvergabe an professionelle Investoren in den Fokus

Bestrebungen hinsichtlich einer strengeren Kreditvergabe gab es zuletzt auch in Australien. Die Australian Prudential Regulation Authority (APRA) hat angekündigt, die Hypothekervergabe der Banken genauer unter die Lupe zu nehmen und, wenn nötig, entsprechende Massnahmen zu ergreifen. Hierzu würden beispielsweise auch höhere Kapitalanforderungen gehören. Besonderes Augenmerk wird dabei auf risikoreiche Kredite in den Portfolios der Banken gelegt, aber auch auf die Kreditvergabe an professionelle Immobilieninvestoren mit hohen Portfolio-Wachstumsraten. Die APRA untersucht ebenfalls, ob die Banken ausreichend konservative Annahmen zur Bonitätsbeurteilung zugrunde legen. Demnach sollte mit einem Zinspuffer von mindestens 2% sowie einem kalkulatorischen Zins von nicht unter 7% gerechnet werden.

Regulierung erfordert viel Augenmass

Regulierung ist nicht kostenlos

In Anbetracht der Verwerfungen, welche die Immobilienkrisen in den USA, Irland, Japan oder auch Spanien mit sich gebracht haben, sind regulatorische Eingriffe in Wohnungsmärkte, die zur Überhitzung neigen, grundsätzlich legitim. Derartige Interventionen sind jedoch nicht kostenlos. Sie verursachen einerseits direkte Kosten und andererseits einen hohen administrativen Aufwand. Obwohl die direkten Kosten vielfach beabsichtigt sind, müssen sie von jemandem bezahlt werden. Zudem beeinträchtigen die Eingriffe oftmals die Flexibilität der regulierten Märkte und fördern ein uniformes Verhalten, was potenziell höhere Risiken beinhalten kann, sollten die regulatorischen Eckpunkte falsch gesetzt sein. Schlussendlich müssen Regulierungen ordnungspolitisch gut begründet und verhältnismässig sein. Die Wirkungen neuer Massnahmen sind im Voraus wenig bekannt und damit auch deren Erfolgchancen. Spezifisch für makroprudenzielle Regulierungen gibt es erst wenige Erfahrungswerte.

Neue regulatorische Massnahmen nur, wenn Hausaufgaben gemacht wurden

Bevor neue regulatorische Massnahmen implementiert werden, sollten zumindest zwei Bedingungen erfüllt sein. Erstens sollten politisch bedingte Verzerrungen und Fehlanreize, welche zum Preisanstieg von Immobilien beitragen, beseitigt oder immerhin gemildert werden. Zu diesen zählen beispielsweise strukturell bedingte Knappheiten auf den Wohnungsmärkten, staatlich garantierte Hypotheken wie auch steuerliche Bevorzugungen für Wohneigentum und Schuldzinsen. Zweitens gilt es, die bestehenden Regulierungen maximal auszuschöpfen. Das hiesse beispielsweise, die mikroprudenzielle Regulierung im Kreditwesen – die Aufsicht auf Einzelinstituts-ebene – konsequenter durchzusetzen und auf der Einhaltung der Kreditgewährungsstandards zu beharren.

Regulierung nicht frei von Eigeninteressen

Auch auf dem Gebiet der Regulierung werden Eigeninteressen verfolgt, buhlen Aufsichtsbehörden um mehr Einfluss und bestehen Anreize, den Bogen zu überspannen. Denn der Regulator verfolgt in der Regel seine primären Ziele, in diesem Fall die Beseitigung oder die Reduktion des Risikos einer Immobilienpreisblase, weitgehend losgelöst von den Kosten. Letztere tragen nicht der Regulator selbst, sondern die Marktteilnehmer. Die Kunst der Regulierung besteht daher in der Beschränkung auf das Notwendige, einem richtig gewählten Timing und einem hohen Fingerspitzengefühl für die Funktionsweise der betreffenden Märkte.

Delegation der Regulierung

Ein vielversprechender Weg in der Regulierung ist die erzwungene Selbstregulierung. Statt die Einzelheiten der Regulierung selber festzulegen, bestimmt der Regulator die zu erreichende Wirkung, überlässt jedoch den Marktakteuren die Ausgestaltung der Regulierung. Letztere wissen in der Regel besser, wie die beabsichtigte Wirkung am effizientesten zu erreichen ist und besitzen gleichzeitig ein Interesse, ungewollte Nebeneffekte zu vermeiden. Die Schweiz hat mit diesem System und mit ihrer reichen Erfahrung in der Suche nach ausgewogenen Kompromisslösungen bisher gute Erfahrungen gemacht. Sie gilt in Bezug auf die angewandten Regulierungen auf dem Immobilienmarkt international als Vorreiterin und wird verschiedentlich kopiert.

Übertragung von länderspezifischen Regulierungsmassnahmen heikel

Die Erfahrungen anderer Länder mit bestimmten Massnahmen zur Eindämmung von übermässigem Kredit- und Preiswachstum können zwar durchaus aufschlussreich sein, jedoch ist eine direkte Übertragung solcher Instrumente angesichts der sehr unterschiedlichen Rahmenbedingungen eines jeden Landes eine heikle Angelegenheit. In vielen Ländern ist das Risiko einer Überhitzung noch nicht gebannt, so dass noch keine abschliessenden Urteile zulässig sind. Das gilt auch für die Schweiz. Hier haben insbesondere die Mindestanforderungen bezüglich des Eigenkapitals bei Hypothekarfinanzierungen, kürzere Amortisationsfristen sowie die konsequente Anwendung des Niederstwertprinzips wesentlich zu einer Abschwächung des Preisauftriebs beigetragen. Die erwartete Konjunkturabkühlung dürfte dem weiteren Vorschub leisten. Zusätzliche Verschärfungen drängen sich beim selbst genutzten Wohneigentum daher nicht auf, wobei neben den eingeführten makroprudenziellen Massnahmen die Ausweitung des Angebotes an Wohneigentum, verschiedene nachfragedämpfende Einzeleffekte sowie Sättigungstendenzen mitgeholfen haben, den Preisauftrieb zu dämpfen. Von einer Entwarnung wird man allerdings erst sprechen können, wenn die hohen Bewertungsniveaus wieder besser im Einklang mit den Einkommensverhältnissen stehen.

Mietwohnungen

Die Klage vom mangelnden Wohnraum ist weitverbreitet, obwohl die Leerstände bei den Mietwohnungen 2014 mit 1.6% den höchsten Stand seit 2001 erreicht haben. Insbesondere in den Grosszentren mag die Klage über eine Wohnungsknappeit indessen weiterhin berechtigt sein. Die Angebotsausweitung im Umland dieser Grosszentren zeigt jedoch, dass der Markt durchaus in der Lage ist, das Knappheitsproblem zu lösen, wenn er nicht von zu starren Regeln behindert wird. Das Tiefzinsumfeld dürfte auch künftig Gewähr dafür bieten, dass viel Kapital in den Wohnungsmarkt fliesst, dass das Wohnungsangebot weiter zunehmen sollte und dass folglich eine Entspannung angesagt ist. Problematisch ist lediglich, dass der Mietwohnungsbestand wegen unflexibler Ausnutzungsvorschriften schwergewichtig abseits der Nachfrageschwerpunkte kräftig wächst und dort zu Überkapazitäten führt. Einzig ein auch tatsächlich gelebter Wille zur qualitativ hochstehenden Verdichtung kann das Knappheitsproblem in den Zentren lösen.

Nachfrage: Zenit überschritten

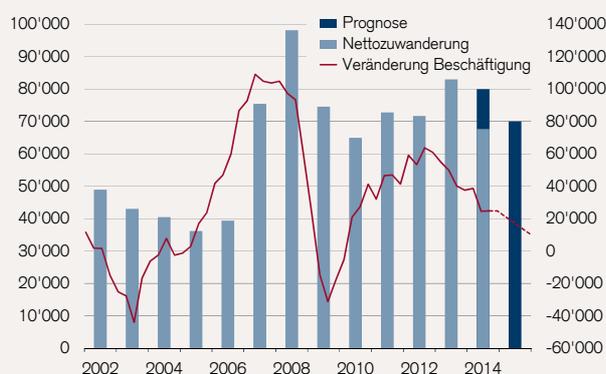
Erwartete Abschwächung der Zuwanderung im Jahr 2015

Haupttreiber der Nachfrage nach Mietwohnungen war in den letzten Jahren die starke Nettozuwanderung, die insbesondere die Agglomerationen betraf. Nachdem 2013 die zweithöchste Nettozuwanderung (83'000) nach 2008 zu verzeichnen war, dürfte diese Zahl im letzten Jahr nur leicht zurückgegangen sein. Wir schätzen den Wanderungssaldo 2014 auf knapp 80'000. Im laufenden Jahr dürfte die Zuwanderung spürbarer nachlassen, sich aber netto immer noch auf rund 70'000 Personen belaufen (vgl. Abb. 24). Dazu tragen verschiedene Faktoren bei: Erstens wissen wir, dass die Nettozuwanderung mit einiger Verzögerung auf Veränderungen der Beschäftigungsdynamik reagiert und sich Letztere 2014 praktisch halbiert hat. Darüber hinaus hat der Bundesrat beschlossen, per 1. Januar 2015 die Kontingente für Fachkräfte aus Drittstaaten um 2000 zu senken. Und zu guter Letzt dürfte sich der bisher stark wachsende Zustrom aus den EU-8-Ländern etwas abschwächen, weil viele Kurzaufenthaltsbewilligungen nach Auslaufen der Ventilklausel, die bis Ende April 2014 Aufenthaltsbewilligungen für Bürger aus EU-8 Staaten durch Kontingente limitierte, in ständige Niederlassungsbewilligungen umgewandelt wurden. Diese statistische Verzerrung dürfte die Zuwanderungszahl im letzten Jahr eher etwas überzeichnet haben und im laufenden Jahr nicht mehr zu Buche schlagen.

Abbildung 24

Nettozuwanderung und Beschäftigungswachstum

Linke Skala: Nettozuwanderung; rechte Skala: Beschäftigungsänderung

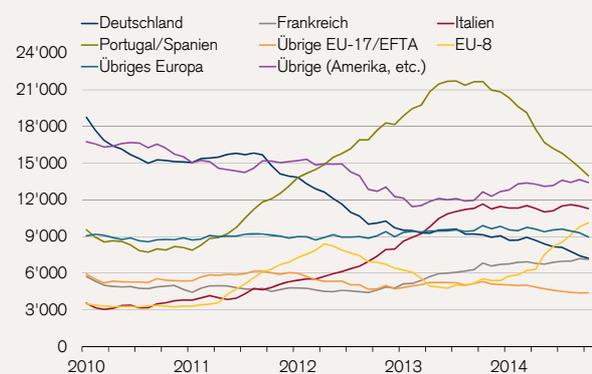


Quelle: Bundesamt für Migration, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abbildung 25

Nettozuwanderung nach Herkunftsland

Inklusive Statuswechsel, gleitende 12-Monatssumme



Quelle: Bundesamt für Migration, Credit Suisse

Stabilisierender Familiennachzug

Einen stabilisierenden Effekt auf die Zuwanderung übt der Familiennachzug aus. Mit 31% ist er nach der Erwerbstätigkeit (51%) der zweitwichtigste Einwanderungsgrund. Dieser Anteil ist seit 2007 relativ stabil geblieben und schwankte zwischen 31% und 33%. In Jahren mit schwächerer Nettozuwanderung (2002–2005) war er jedoch mit bis zu 43% deutlich höher. Zum Familiennachzug tragen auch die Schweizer/-innen bei, indem sie ausländische Ehepartner in die

Verlagerung der Zuwanderung von Süd- nach Osteuropa

Schweiz holen. Ein knappes Fünftel des Familiennachzugs kommt derart zustande, wobei kaum eine Korrelation mit der übrigen Zuwanderung besteht. Die verbleibenden vier Fünftel verteilen sich annäherungsweise hälftig auf Ehepartner/-innen und Kinder von Ausländern.

Trotz in den letzten Jahren ziemlich stabiler Zuwanderungsvolumen hat sich die Struktur der Zuwanderung im Laufe der Zeit wiederholt stark gewandelt (vgl. Abb. 25): Die Nettozuwanderung aus Deutschland ist – parallel zur positiven Entwicklung des deutschen Arbeitsmarktes – bereits seit einigen Jahren stark rückläufig. Zudem schwindet seit Ende 2013 auch die Einwanderung aus Spanien und insbesondere Portugal, nachdem diese beiden Länder 2012 und 2013 noch für die höchsten Zuwanderungszahlen verantwortlich zeichneten. Den Spaniern und Portugiesen fehlt es oft an Kenntnissen der Landessprachen, weshalb der helvetische Markt für sie nur begrenzt aufnahmefähig ist. Gleichzeitig haben sich die Arbeitsmärkte in den Herkunftsländern dieser Menschen seit 2013 leicht erholt. Der jüngst beobachtete Rückgang der Zuwanderung aus der iberischen Halbinsel wird zu einem wesentlichen Teil durch verstärkte Wanderungsströme aus den osteuropäischen EU-8-Staaten kompensiert, insbesondere aus Polen, Ungarn und der Slowakei. Dabei dürfte es sich um einen Aufholeffekt handeln – ausgelöst durch das vorstehend erläuterte Auslaufen der Ventilklausel. Auch eine tendenziell leicht rückläufige Arbeitslosigkeit in diesen Staaten spricht dafür, dass die EU-8-Zuwanderung den Zenit erreicht hat.

Heimischer Arbeitsmarkt und Grösse der hiesigen Volksgruppe als Migrationsfaktoren

Anhaltend stark ist die Zuwanderung aus Italien und dem aussereuropäischen Ausland. Auffällig ist auch die Entwicklung der Nettozuwanderung aus Frankreich, die seit der 2. Jahreshälfte 2012 mehr oder weniger kontinuierlich steigt. Dies dürfte unter anderem der konjunkturellen Stagnation und der ungebremst zunehmenden Arbeitslosigkeit von bereits über 10% im Hexagon zuzuschreiben sein. Ausserdem dürften die angehobenen Spitzensteuersätze einige Franzosen zur Verlegung ihres Wohnsitzes aus Steuergründen bewegt haben. Anders als der Grossteil der Arbeitsmigranten, die primär das Mietsegment ansteuern, erwerben solche fiskalisch motivierten Zuzüger vermutlich in vielen Fällen Eigentum. Generell fällt auf, dass zwei Faktoren die Zuwanderung stark prägen: die bereits vorhandene Grösse der entsprechenden Diaspora in der Schweiz und die Arbeitsmarktsituation im Herkunftsland. So wandern beispielsweise trotz hoher Arbeitslosigkeit vergleichsweise wenige Griechen in die Schweiz ein, weil ihre Diaspora in anderen europäischen Ländern deutlich grösser ist. Hingegen sprechen die Grösse der Diaspora und die schwache Dynamik am Arbeitsmarkt dafür, dass die starke Zuwanderung aus Italien und Frankreich weiter anhalten wird. Ähnliches würde im Fall einer Ausweitung der Personenfreizügigkeit für Kroatien gelten.

Welche Regionen wären von einem Rückgang der Zuwanderung betroffen?

Die längerfristigen Perspektiven der Zuwanderung und damit der Wohnungsnachfrage hängen davon ab, wie die bis 2017 zu implementierende Masseneinwanderungsinitiative umgesetzt wird und wie sich das angespannte Verhältnis zwischen der Schweiz und der EU weiterentwickelt. Der innenpolitische Druck zur Begrenzung der Zuwanderung wird hoch bleiben, sodass wir nach 2017 eine wie auch immer geartete Reduktion der Zuwanderung – ausgehend von einem Niveau von über 80'000 – als wahrscheinlich erachten. Die Zuwanderung aus dem Ausland war in den letzten Jahren in diversen Regionen für die Entwicklung der Nachfrage auf dem Mietwohnungsmarkt entscheidend. In anderen Regionen war die Nachfrage generell tiefer oder aber stärker von der Zuwanderung aus benachbarten Regionen getrieben. Es ist daher davon auszugehen, dass die regionalen Mietwohnungsmärkte unterschiedlich sensibel auf einen Rückgang der Zuwanderung reagieren werden. **Abbildung 26** identifiziert Regionen mit einem hohen Bevölkerungswachstum, einer hohen Zuwanderung aus dem Ausland und einer geringen Binnenzuwanderung. In diesen Regionen würde ein rascher Rückgang der Zuwanderung zu einer deutlichen Reduktion der Nachfrage nach Mietwohnungen führen.

Abhängigkeit der Mietwohnungsnachfrage von Zuwanderung aus dem Ausland in Grosszentren und einzelnen Tourismusregionen am höchsten

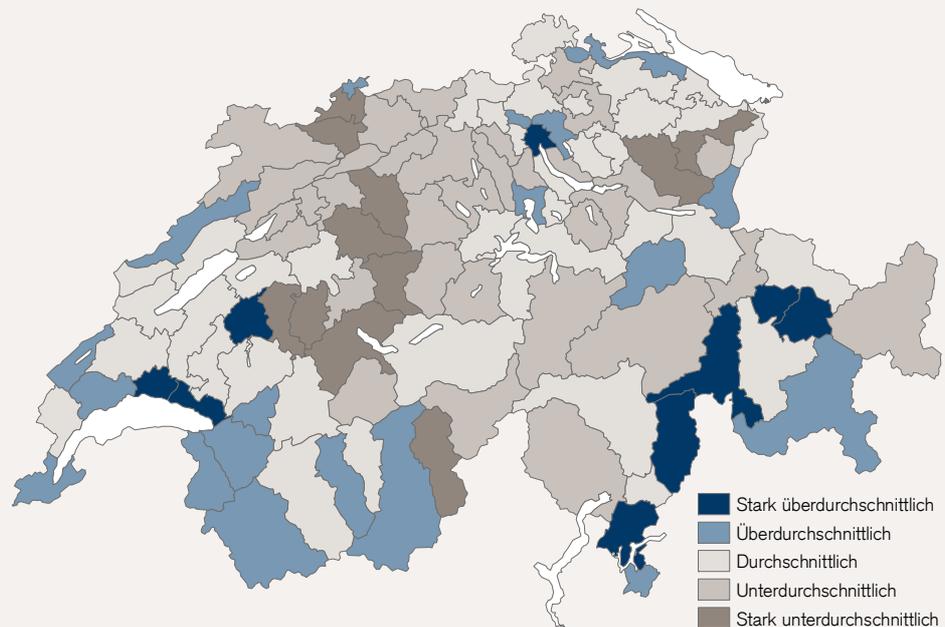
Stark von der Zuwanderung aus dem Ausland geprägt waren in den vergangenen Jahren besonders Zentrumsregionen wie Zürich, Lausanne, Vevey und Lugano. Diese Regionen weisen alle hohe Wanderungssaldi mit dem Ausland bei gleichzeitig negativen Binnenwanderungssaldi auf. Sie sind folglich alleine aufgrund der Zuwanderung aus dem Ausland gewachsen. Eine überdurchschnittliche Auslandsabhängigkeit zeigen zudem einige von der Tourismuswirtschaft geprägte Regionen im Kanton Graubünden. In Schanfigg, Davos sowie Oberengadin wird – im Gegensatz zu vielen anderen ländlich geprägten Abwanderungsregionen – die teilweise starke Abwanderung in andere Regionen durch die starke Zuwanderung aus dem Ausland ausgeglichen oder gar überkompensiert. Naheliegender ist, dass es sich bei einer Mehrheit der Regionen

mit hoher Zuwanderungsabhängigkeit um an das Ausland angrenzende Regionen handelt (Werdenberg, Untersee/Rhein, La Vallée). Demgegenüber weisen viele Regionen des Mittellandes ausserhalb der grossen Agglomerationen eine unterdurchschnittliche Auslandabhängigkeit auf. In diesen stagniert die Mietwohnungsnachfrage wegen des fehlenden Bevölkerungswachstums (z.B. Toggenburg, Burgdorf, Sense), oder das Nachfragewachstum resultiert zu einem wesentlichen Teil aus einer starken Binnenzuwanderung (z.B. Freiamt, Sursee/Seetal, Fricktal). Allerdings weisen nur gerade neun der 110 Wirtschaftsregionen eine Netto-Binnenzuwanderung auf, die stärker ist als die Zuwanderung aus dem Ausland.

Abbildung 26

Abhängigkeit der Mietwohnungsnachfrage von der internat. Zuwanderung

Index auf Grundlage von Migrations- und Bevölkerungszahlen, 2011–2013



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik, Geostat

Rückgang der Zuwanderung würde Mietwohnungsmärkte in den Zentren entlasten, ...

Kurzfristig würde ein regulatorisch bedingter Rückgang der Zuwanderung vor allem in und um die Grosszentren sowie in gewissen touristischen Regionen spürbar (vgl. Abb. 26). In den Zentren würde eine solche Abkühlung der Mietwohnungsnachfrage zu einer aus Mietersicht positiv zu wertenden Entspannung führen, zumal diese Märkte von tiefen Leerständen und hohen Mieten geprägt sind. Die Marktmieten würden langsamer steigen oder sogar nach unten drehen. Auf mittlere und lange Sicht ist diese Aussage jedoch stark zu relativieren: Eine schwächere Zuwanderung aus dem Ausland ändert nämlich nichts daran, dass die Grosszentren aufgrund ihres hohen Angebots an Arbeitsplätzen, Dienstleistungen und Infrastrukturen attraktiver sind als andere Wohnregionen. Dennoch weisen die Wirtschaftsregionen der grössten Schweizer Städte durchgehend negative Binnenwanderungssaldi auf⁵. Wegen Wohnungsknappheit, hoher Preise und einer hohen Steuerbelastung verabschieden sich viele Haushalte aus den Zentren und lassen sich im angrenzenden suburbanen Raum nieder.

... wenn auch nur kurzfristig

Abbildung 27 veranschaulicht diesen Mechanismus. Die abgebildeten Migrationsströme tragen jeweils die Farbe ihrer Herkunft, also beispielsweise gelb für das Ausland und grün für die Zentren. Es lässt sich erkennen, dass Abwanderer aus den Zentren praktisch ausschliesslich den suburbanen Raum als neuen Wohnort wählen. Der suburbane Raum verliert derweil unter dem Strich selbst Einwohner, hauptsächlich an den ländlichen, aber auch den periurbanen Raum, der wiederum einen negativen Migrationsaldo mit den ländlichen Regionen verzeichnet. Die Abwanderung in zentrumsfernere Regionen dient also als Überdruckventil, das eine noch stärkere

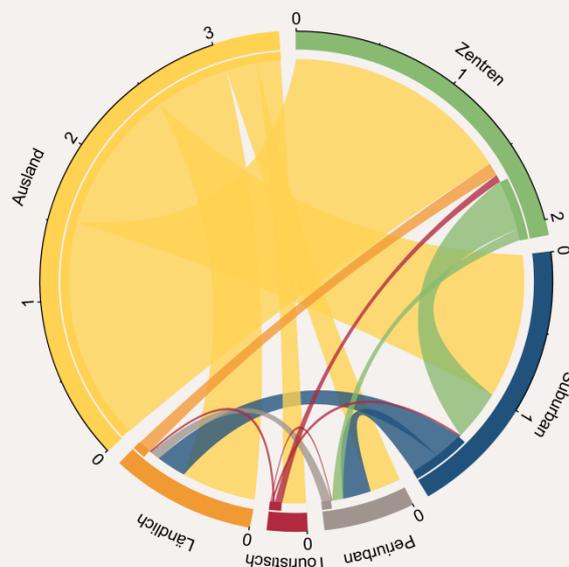
5 Eine Ausnahme bildet die Wirtschaftsregion Bern, die grossräumiger definiert ist als die Wirtschaftsregionen der übrigen Grosszentren.

Erhitzung der Märkte in den Grosszentren verhindert. Wenn nun die internationale Zuwanderung in die Grosszentren abnimmt, ist davon auszugehen, dass infolge einer gewissen Entspannung der Wohnungsmärkte weniger Personen die Zentren verlassen werden, um sich im sub-, peri-urbanen oder ländlichen Raum niederzulassen. Mittel- bis langfristig dürfte folglich die Mietwohnungsnachfrage insbesondere ausserhalb der Zentren zurückgehen. Dort ist in der Folge mit steigenden Leerständen zu rechnen. Derweil dürfte der Mietpreisdruck in den Zentren nachlassen, und vereinzelt könnten die Mieten sogar ins Rutschen kommen.

Abbildung 27

Migrationsbewegungen 2008–2013

Saldo der Gemeindetypen, Personen in 100'000, Ausland bis 2012



Erläuterung: Migrationsströme tragen die Farbe ihrer Herkunft, z.B. gelb für Migration aus dem Ausland, grün für Migration aus den Zentren.

Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Verschärfte Regulierung beim Wohneigentum stützt Mietwohnungsnachfrage

Die Verschärfung der (Selbst-) Regulierung beim Wohneigentum stützt die Nachfrage auf dem Mietwohnungsmarkt. Die relativ stabile wirtschaftliche Lage und die fallenden Zinsen der letzten Jahre haben zahlreiche Haushalte dazu bewogen, Wohneigentum zu erwerben. Insbesondere die Straffung der Mindestanforderungen für die Kreditvergabe führt zusammen mit den hohen Preisen dazu, dass sich trotz rekordtiefer Zinsen weniger Haushalte Wohneigentum leisten können. Dies zeigt sich etwa in einem geringeren Wachstum der an Privatpersonen vergebenen Hypothekarvolumen oder in einer rückläufigen Anzahl Transaktionen (vgl. [Kapitel Wohneigentum](#), S. 15). Unter dem Strich dürfte dieser Effekt jedoch nicht ausreichen, die zuwanderungsbedingt leicht geringere Nachfrage zu kompensieren, sodass wir für 2015 mit einer etwas schwächeren Gesamtnachfrage nach Mietwohnungen rechnen. Die eingetrübten Konjunkturaussichten aufgrund der Aufgabe des Mindestwechsellurses sprechen ihrerseits auch für eine verminderte Gesamtnachfrage.

Angebot: Keine Anzeichen für Abschwächung im Mietwohnungsbau

2015: Mietwohnungsbau erreicht Höchststand

Aufgrund des zinsbedingten Anlagenotstands der Investoren und der steigenden Nachfrage der vergangenen Jahre befindet sich der Mietwohnungsbau – im Gegensatz zum Wohneigentumsbau – weiterhin im Aufwind. Dabei lassen sich drei Phasen unterscheiden: Von 2003 bis 2008 reagierte der Mietwohnungsbau auf die sich erholende Wohnungsnachfrage und rasch sinkende Leerstände. Die Produktion erhöhte sich bis auf ein Niveau von rund 13'000 Wohnungen. Dann folgte im Zuge der Verunsicherung durch die Finanzkrise eine Konsolidierung auf diesem Niveau, bis die fulminante und anhaltende Nachfrage seitens der Zuwanderung das Produkti-

onsniveau kontinuierlich auf schätzungsweise rund 22'000 Wohnungen im letzten Jahr hievt. Für das laufende Jahr gehen wir von einem weiteren Anstieg auf 23'000–24'000 Einheiten aus (vgl. Abb. 28). Damit würden im Jahr 2015 rund 50% der neu erstellten Wohnungen auf das Mietsegment entfallen.

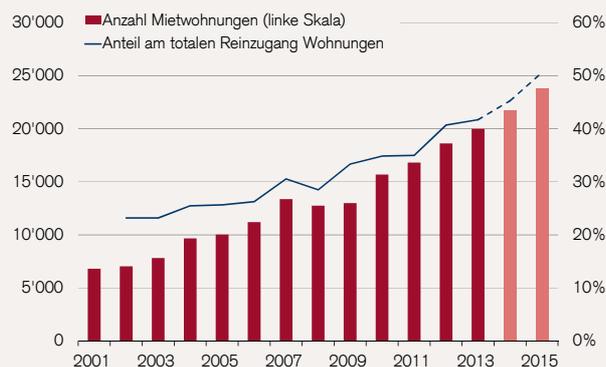
Bautätigkeit verlagert sich wieder leicht stärker auf die Zentren; Bauboom auf dem Land aber noch nicht zu Ende

Noch ist bei den Baubewilligungen für Mietwohnungen keine Beruhigung zu erkennen. 2014 sind rund 25'700 Baubewilligungen für Mietwohnungen erteilt worden – ein neuer Höchststand seit Messbeginn im 2003 (Zunahme gegenüber dem Vorjahr: 5%). Angesichts der Negativzinsen bietet der Mietwohnungsmarkt trotz Anzeichen dafür, dass die Nachfrage ihren Höhepunkt überschritten hat, immer noch sehr attraktive Renditen, weshalb wir mit einer anhaltenden Produktion auf diesem Niveau rechnen. Räumlich war in den letzten Jahren eine starke Verlagerung des Mietwohnungsbaus weg von den Agglomerationen und hin zu den industriellen, ländlichen und tertiären Gemeinden zu beobachten (vgl. Abb. 29). Im Verlauf des Jahres 2014 schwächte sich diese Entwicklung leicht ab, während der Anteil der Bautätigkeit in Zentrumsgebieten gleichzeitig wieder stieg. Mit knapp 20% blieb der Anteil der Mietwohnungen, die im ländlichen Raum realisiert werden, jedoch recht hoch.

Abbildung 28

Reinzugang Mietwohnungen

Schätzung Credit Suisse, Anzahl Wohneinheiten und Anteil der Mietwohnungen am totalen Reinzugang Wohnen; 2014 und 2015: Prognose

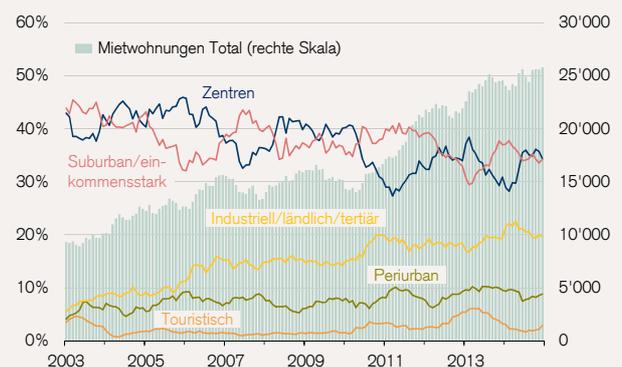


Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik, Baublatt

Abbildung 29

Mietwohnungsbau nach Gemeindetyp (Schätzung)

Anteile der Baubewilligungen nach Gemeindetyp in % (linke Skala) sowie gleitende 12-Monatssumme der Baubewilligungen Total



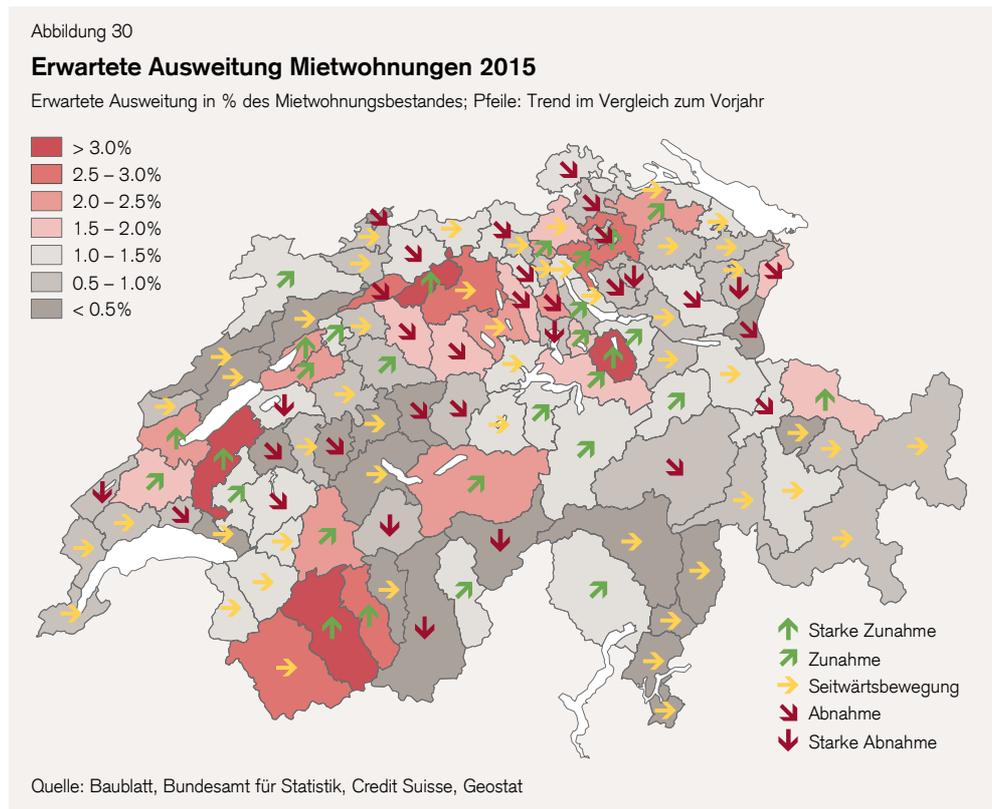
Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Bundesamt für Statistik

Grossprojekte haben unverändert Konjunktur

Gegenwärtig werden auffällig viele Grossprojekte mit über 200 Wohneinheiten realisiert, entfallen doch rund 16% aller geplanten Mietwohnungen auf diese Grössenklasse. Derartige Grossprojekte sind vor allem für institutionelle Investoren interessant. Sie können jedoch auch ein Risiko darstellen, vor allem wenn sie an unterdurchschnittlichen Mikrolagen oder in kleineren Gemeinden erstellt werden, wo sie den Wohnungsbestand prozentual entsprechend stark erhöhen. Auch kleine Projekte mit bis zu 10 Wohneinheiten haben weiterhin Konjunktur (Anteil: 16%); sie dürften insbesondere für private Investoren attraktiv sein. Am häufigsten werden Projekte mit 11–25 Wohnungen realisiert (Anteil: 23%). Der Trend zeigt hier jedoch seitwärts.

Regionale Brennpunkte des Mietwohnungsbaus 2015

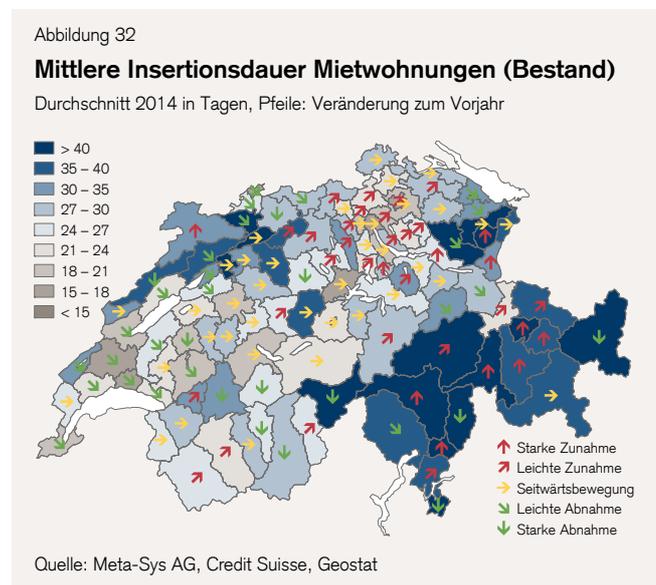
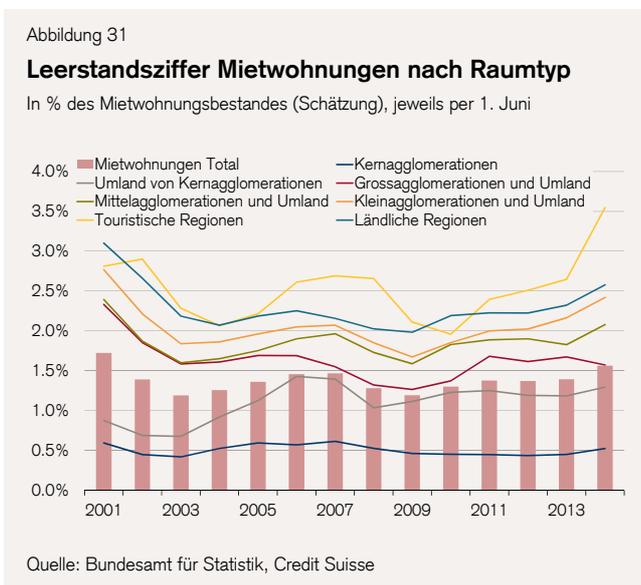
Abbildung 30 zeigt die für das Jahr 2015 erwartete Ausweitung des Mietwohnungsbestandes. Die Anzahl geplanter Mietwohnungen variiert dabei regional erheblich. Die Regionen mit der höchsten Dynamik sind das Drei-Seen-Land (vor allem die Regionen La Broye, Erlach/Seeland, Biel/Seeland und Yverdon), die Achse Aarau–Olten–Thal sowie nördliche Teile des Kantons Zürich (Winterthur-Land, Glattal und Furttal) und des Unterwallis. Eine rückläufige Dynamik ist insbesondere im Osten des Kantons St. Gallen und in Appenzell Innerrhoden, in den Städten Winterthur, Basel und Lausanne sowie in einigen Regionen südwestlich und östlich von Zürich (insbesondere Mutschellen, Oberland, Lorzenebene/Ennetsee) zu beobachten. In vielen Bergregionen ist die Ausweitung ebenfalls rückläufig oder stagniert auf tiefem Niveau.



Marktergebnis: Rückkehr des Zyklus

Deutlicher Anstieg der Leerstände, ...

Die hohe Dynamik im Mietwohnungsbau beginnt Spuren zu hinterlassen. Trotz der starken Zuwanderung der letzten Jahre haben die Leerstände bei den Mietwohnungen 2014 sprunghaft zugenommen. Die Leerstandsziffer stieg um 0.17 Prozentpunkte auf den aktuellen Stand von 1.56% – ein Wert, der letztmals im Jahr 2001 übertroffen wurde (vgl. Abb. 31). Diese Entwicklung mag in ihrem Ausmass überraschen, insbesondere in den touristischen Regionen, wo die Leerstandsziffer von 2.6 auf 3.5% nach oben schnellte. Gerade hier dürfte jedoch ein Teil des Anstiegs auf einen statistischen Effekt zurückzuführen sein: Abklärungen haben ergeben, dass einige touristische Gemeinden ihre Leerstände in der Vergangenheit nicht vollständig meldeten.



... insbesondere in Regionen abseits der Grosszentren

Insertionsdauer lokalisiert angespannte Mietwohnungsmärkte ...

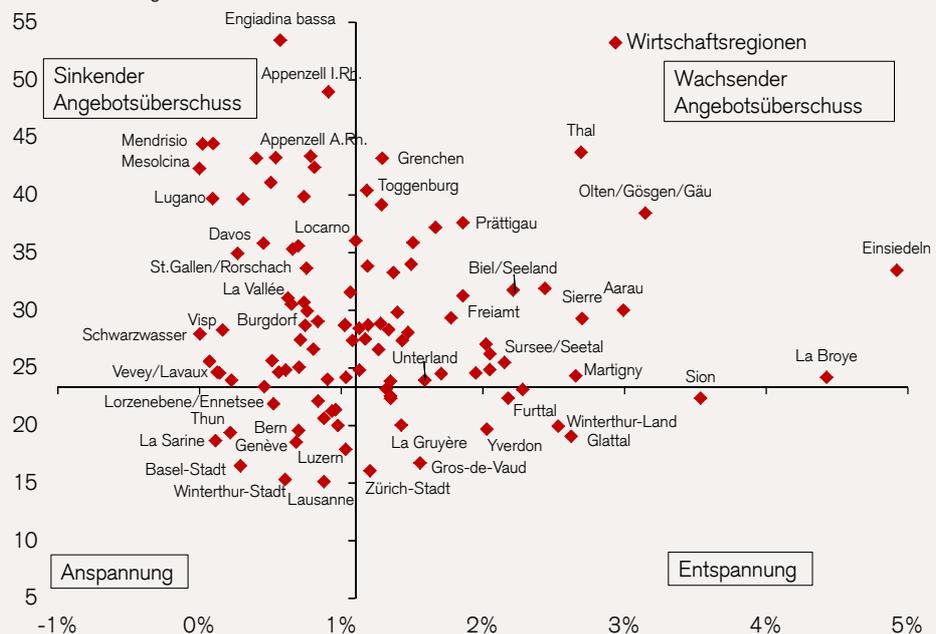
Eine deutliche Zunahme der Leerstände ist aber auch in ländlichen Regionen sowie Klein- und Mittelagglomerationen zu beobachten. Vor dem Hintergrund der starken Bautätigkeit in diesen Regionen ist dies wenig erstaunlich. In den Kernagglomerationen (Zürich, Genf, Bern, Basel, Lausanne) und Grossagglomerationen (Luzern, St. Gallen, Lugano) sowie in deren Umland sind die Leerstände dagegen nur leicht gestiegen oder gar gesunken (Grossagglomerationen). Der verfügbare Wohnraum bleibt hier weiterhin knapp.

In und um die fünf grössten Städte der Schweiz (Kernagglomerationen) sind nicht nur die Leerstände weiterhin niedrig; auch die Insertionsdauer der ausgeschriebenen Mietwohnungen bewegt sich auf tiefem Niveau. Die Dauer, bis ein Inserat wieder vom Onlinemarktplatz verschwindet, ist eine zuverlässige Grösse für die nachfrageseitige Dynamik bzw. die Knappheit des Angebots. In Basel-Stadt und Lausanne sind die Insertionsdauern abermals gesunken und liegen nun bei 17 bzw. 15 Tagen (vgl. Abb. 32). Im sub- und periurbanen Raum werden vor allem in der Westschweiz um die Grosszentren Lausanne und Genf tiefe Durchschnittswerte verzeichnet. Rund um die Deutschschweizer Zentren ist es offensichtlich besser gelungen, der zuwanderungsbedingt hohen Nachfrage ein entsprechendes Angebot gegenüberzustellen. Hier entspannt sich der Markt, was in einer längeren Insertionsdauer zum Ausdruck kommt. Insgesamt hat die Insertionsdauer in den letzten Jahren sukzessive leicht zugenommen. Dies bestätigt das Bild einer leichten Entspannung auf dem Schweizer Mietwohnungsmarkt. Sehr lange dauert die Ausschreibung dagegen im Jura, in vielen Bündner und Tessiner Regionen sowie an Orten, wo zuletzt sehr viel gebaut wurde. Dies trifft beispielsweise auf das Rheintal sowie den Raum Grenchen/Olten zu. Hier muss im Schnitt mit mehr als 30 Tagen Insertion gerechnet werden.

Abbildung 33

Regionales Mietwohnungsangebot zwischen Angebotsüberschuss und Knappheit

X-Achse: Ausweitung 2015; Y-Achse: Insertionsdauer 2014; Achsenkreuz = Schweiz



Quelle: Credit Suisse, Meta-Sys AG, Baublatt

... sowie Märkte mit einem kurzfristigen Angebotsüberschuss

Etwas beunruhigend ist die Tatsache, dass in einigen dieser Regionen weiterhin eine sehr hohe Bautätigkeit zu beobachten ist. Kurzfristig dürfte dies den regionalen Angebotsüberschuss noch verschärfen (vgl. Abb. 33). Zu nennen sind hier an erster Stelle die Regionen Thal, Einsiedeln, Olten/Gösgen/Gäu sowie Aarau. Für eine längerfristige Beurteilung der Gefahr von Überangeboten muss zusätzlich die Entwicklung der Nachfrage miteinbezogen werden (vgl. Kapitel Immobilien als Anlage, S. 70). Dagegen dürfte die Wohnungsknappheit in Basel, Winterthur, Genf, Thun und Bern kaum zurückgehen, zumal die erwartete Ausweitung in diesen Städten im laufenden Jahr zu gering ist.

Mietpreisdruck dürfte 2015 abnehmen

Seit 2005 sind die Mieten bei neuen Vertragsabschlüssen um durchschnittlich 1.6% jährlich gestiegen (vgl. Abb. 34). Bei den Angebotsmieten betrug das Preiswachstum gar 2.9%. Letztere berücksichtigen jedoch qualitative Verbesserungen des Angebots nur teilweise und dürften daher die tatsächliche Entwicklung überzeichnen. Die kräftigere Zuwanderung im Jahr 2013 sorgte dafür, dass die Abschlussmieten nach einem deutlichen Rückgang seit dem 2. Halbjahr 2013 wieder stärker steigen und zurzeit ein Wachstum von 1.7% verzeichnen (2. Quartal 2014). Die Entwicklung der Angebotsmieten signalisiert indessen, dass dieser erneute Mietpreisschub nicht von langer Dauer sein dürfte. Die Angebotsmieten nahmen per 4. Quartal 2014 im Vergleich zum Vorjahresquartal um 1.8% zu. 2013 war noch ein Jahreswachstum von 3.2% registriert worden. Die Angebotsmieten widerspiegeln damit die Entspannung auf dem Mietwohnungsmarkt, die das hohe Angebotswachstum mit sich bringt. Angesichts dieses nachlassenden Preisdrucks bei den Angebotsmieten, der erwarteten sinkenden Zuwanderung und der anhaltend hohen Wohnungsproduktion gehen wir davon aus, dass das Mietpreiswachstum im Jahr 2015 schwach ausfallen wird.

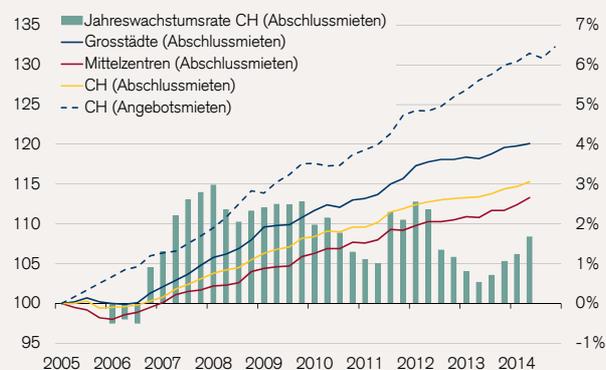
Regional: Mietpreiswachstum in den Zentren und Hochpreisregionen lässt nach

Gemessen an den Abschlussmieten sind die Mieten in den Grossstädten seit dem 1. Quartal 2013 etwas weniger stark gestiegen als in den Mittelzentren und der übrigen Schweiz (vgl. Abb. 34). Die Verteilung der Angebotsmieten und ihrer Veränderungsraten (vgl. Abb. 35) bestätigt dieses Bild weitgehend. In den Hochpreisregionen Genfersee, Zürichsee, Basel und Oberengadin tendierten die Mieten im Jahr 2014 im Vergleich zum Vorjahr mehrheitlich seitwärts. In der Stadt Zürich konnte gar ein leichter Rückgang beobachtet werden, der hauptsächlich von Vermarktungsschwierigkeiten im Hochpreissegment herrühren dürfte. Zudem wurden in der Stadt Zürich vermehrt Mietwohnungen gebaut. Steigende Mieten sind vor allem noch in Regionen ausserhalb der Grosszentren auszumachen. Erste Hinweise auf die mittelfristige regionale Mietpreisentwicklung dürfte das Ausmass der Ausweitung in [Abbildung 33](#) geben.

Abbildung 34

Mietpreisentwicklung (qualitätsbereinigt)

Indizes, 1. Quartal 2005 = 100, Jahreswachstumsrate in % (rechte Skala)

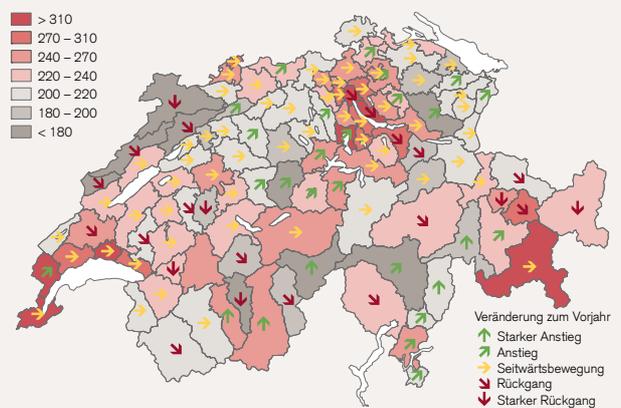


Quelle: Wüest & Partner

Abbildung 35

Mittlere Mietpreise 2014 nach Region

Median-Angebotsmieten (nicht qualitätsbereinigt), in CHF/m² (1.0-3.0)



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse, Geostat

Graduelle Entspannung im Jahr 2015

Die hohe Bautätigkeit und der leichte Rückgang der Zuwanderung dürften 2015 zu einer gewissen Entspannung in den durch Wohnknappheit geprägten Zentren führen. Abseits dieser Zentren ist ausreichend Wohnraum vorhanden, und in gewissen Regionen zeichnet sich sogar ein Angebotsüberhang ab.

Ausblick Mietwohnungen 2015

Deutlichere Entspannung des Mietmarktes infolge hoher Bautätigkeit und leicht tieferer Nachfrage

Der Superzyklus, der die Nachfrage nach Mietwohnungen in den letzten Jahren beflügelt hat, beginnt an Kraft zu verlieren. Beschleunigt wird diese Entwicklung durch die Aufhebung der Euro-Wechselkursuntergrenze durch die Schweizerische Nationalbank. Anders als beim Wohnungseigentumsmarkt, der durch regulatorische Eingriffe gebremst wird, ist von einem Dynamikverlust auf dem Mietwohnungsmarkt sowohl nachfrage- als auch angebotsseitig erst wenig zu spüren. Für 2015 erwarten wir jedoch eine etwas schwächere Zuwanderung (Migrationssaldo von rund 70'000) sowie eine zurückhaltendere Nachfrage, weil die Mieter zu den Hauptbetroffenen der erwarteten Arbeitsplatzverluste zählen. Weiterhin stützend wirkt dafür die regulierungsbedingt rückläufige Nachfrage nach Wohneigentum. Auf mittlere Frist werden ein deutlich sinkendes Beschäftigungswachstum und ein dadurch gedrosselter Zuwanderungsstrom die Nachfrage stärker treffen. Angebotsseitig hält die Produktion von Mietwohnungen derweil unvermindert an oder wird durch den immer drängender werdenden Anlagenotstand sogar noch zusätzlich angekurbelt. Wir rechnen daher mit einer erneuten merklichen Zunahme der Leerstände. Der Mietwohnungsmarkt bewegt sich folglich graduell in Richtung eines Überangebots und dürfte der- ein- zum Mietermarkt mutieren. Der Prozess verläuft allerdings nur langsam. Vorübergehend wird dies für eine Entspannung in den durch Wohnungsknappheit geprägten Zentren führen. Langfristig dürfte sich der Nachfragerückgang aber vor allem ausserhalb der grossen Städte bemerkbar machen. Dort erwarten wir für 2016/2017 erste Anzeichen sinkender Mieten. In den Zentren werden dagegen nur verbesserte Anreize zur Verdichtung den Mietpreisdruck eindämmen können, weil auch eine gedrosselte Nachfrage das Angebot übersteigt. Abseits der Agglomerationen besteht meist kein Mangel an Mietwohnungen. Die Leerstände dürften solche Regionen daher stärker treffen, zumal die Bautätigkeit auch abseits der Nachfrageschwerpunkte vorerst hoch bleibt.

Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage	Ausgangslage	Ausblick
<i>Bevölkerungsentwicklung:</i> Bedingt durch einen Rückgang des Beschäftigungswachstums und die konjunkturelle Eintrübung dürfte die Nettozuwanderung mit rund 70'000 2015 schwächer ausfallen als im Vorjahr. Gestützt wird die Nachfrage nach Mietwohnungen weiterhin durch die stärker von Süd- und Osteuropa geprägte Immigration.	→	↘
<i>Regulierung:</i> Aufgrund der verschärften Regulierung der Hypothekarkredite ziehen weniger Haushalte aus Mietwohnungen aus, um Eigentum zu erwerben. Dies wirkt stabilisierend auf die Nachfrage nach Mietwohnungen.	↗	↗
Angebot		
<i>Reinzuangang Mietwohnungen 2015:</i> Die Neubauproduktion dürfte 2015 mit der Erstellung von 23'000–24'000 Mietwohnungen einen neuen Höchststand erreichen.	↗	↗
<i>Mittelfristig geplante Ausweitung:</i> Die in den letzten Monaten eingegangenen Baugesuche für Mietwohnungsprojekte deuten darauf hin, dass die Mietwohnungsproduktion im Jahr 2016 nicht noch weiter ansteigen wird.	↗	→
Marktergebnis		
<i>Leerstände:</i> Wir rechnen 2015 mit einem weiteren merklichen Anstieg der Leerstände bei Mietwohnungen. Die durch Knappheit gekennzeichneten Märkte in den Zentren dürften sich etwas entspannen. Überangebote entstehen teilweise in periurbanen, ländlichen und touristischen Regionen.	↗	↗
<i>Mieten:</i> Das stark ausgeweitete Angebot und die etwas nachlassende Nachfrage dürften dafür sorgen, dass die Angebotsmieten 2015 im Schweizer Durchschnitt seitwärts tendieren. Bei den Bestandesmieten verhindert ein erneutes Absinken des Referenzzinssatzes einen Aufwärtstrend.	↗	→
<i>Performance (Total Return):</i> Die Gesamttrendite dürfte 2015 ähnlich hoch ausfallen wie im Vorjahr. Bei den Cashflow-Renditen rechnen wir mit minimal tieferen Werten, hauptsächlich wegen des Basiseffektes in Form von immer noch steigenden Bewertungen. Dagegen dürften die Preise von Wohnrenditeliegenschaften angesichts des hohen Anlagedrucks und des Negativzinsumfelds ihre aktuelle Dynamik beibehalten.	→	→

Quelle: Credit Suisse

Selbstfahrende Autos: Die nächste Stufe der Mobilität

Bis vor kurzem waren viele Fachleute davon überzeugt, die Mobilität hätte ihren Höhepunkt erreicht. Die demografische Alterung, die wachsende Stauproblematik und eine emotionslosere Haltung der jungen Generation gegenüber Automobilen liessen diesen Schluss zu. Mit dem Aufkommen von selbstfahrenden Autos steht neuerdings jedoch eine Technologie in den Startlöchern, welche die Mobilität auf eine neue Entwicklungsstufe heben wird.

Technisch sind selbstfahrende Autos bereits Realität

Digitale Revolution der Mobilität

Bei der diesjährigen Consumer Electronics Show in Las Vegas, der grössten Konsumelektronik-Fachmesse der Welt, beherrschte ein Thema die Schlagzeilen: autonome Fahrzeuge. Audi und andere grosse Fahrzeughersteller demonstrierten, wie das Auto von morgen autonom mit der Umgebung kommuniziert, Unfälle vermeidet, Ressourcen schont und deshalb Geld spart. Bereits heute werden solche neuen Systeme nicht nur von Google, sondern von allen grossen Automobilherstellern ausgiebig getestet. Tausende von Kilometern wurden schon unfallfrei zurückgelegt, und in Lausanne werden auf dem Gelände der EPFL Tests mit selbstfahrenden Minibussen absolviert.

Mobilität im Jahr 2030: Zukunftsszenario

Wie würde eine solche Welt, in der sich führerlose Fahrzeuge durchgesetzt haben, funktionieren? Springen wir ins Jahr 2030: Mittels mobiler Endgeräte (z.B. Smartphone) übermittelt der Mensch sein Beförderungsbedürfnis an die Cloud. Diese ermittelt in Sekundenbruchteilen, welches der vielen autonomen Vehikel in der Nähe den ähnlichsten Weg hat und noch Platz bietet. Minuten später steht das Transportmittel vor der Haustür bereit und wickelt den Transport wie gewünscht ab. Die Transportzeit kann vollständig für eigene Zwecke genutzt werden. Beispielsweise zur Bearbeitung von Emails auf dem Weg ins Büro. Wer nicht viel mit Car-Sharing am Hut hat, kann sein eigenes autonomes Fahrzeug registrieren lassen und besitzt damit einen eigenen virtuellen Chauffeur. Am Zielort angekommen, navigiert das Fahrzeug in diesem Fall autonom zu einem im voraus gebuchten Parkplatz, der aus Kostengründen auch abseits liegen kann, oder das eigene Fahrzeug stellt sich in den Dienst der Cloud und wickelt Transporte für Dritte ab, die dem Besitzer gutgeschrieben werden und seine Gesamtkosten reduzieren.

Helsinki will bis 2025 das öffentliche Verkehrssystem revolutionieren

Die beschriebene Technologie eröffnet ungeahnte Möglichkeiten. Helsinki hat beispielsweise ein Projekt gestartet, das zum Ziel hat, der Bevölkerung bis in zehn Jahren in Echtzeit ein flexibles, billiges und koordiniertes System auf Basis von selbstfahrenden Minibussen anzubieten. Selbstfahrende Autos und Kleinbusse, Leihfahrräder und öffentlicher Verkehr (ÖV) sollen intelligent kombiniert werden, damit der Besitz eines eigenen Autos teurer, weniger bequem und damit unattraktiv wird. Selbstfahrende Autos können aber nicht nur als Zubringer von der Haustür zur nächsten ÖV-Station dienen, sondern gleich die Tür-zu-Tür-Beförderung übernehmen. Autonome Fahrzeuge lassen sich dereinst auch für die Fahrt in die Ferien nutzen, während sich die Passagiere im Fond ausruhen. Die Frage, ob solche Systeme jemals im Einsatz stehen werden, stellt sich nicht. Es ist nur eine Frage der Zeit, bis sie die heutige Mobilität ablösen, denn diese Systeme versprechen, sparsamer, sicherer, effizienter, günstiger und bequemer zu sein.

Selbstfahrende Autos – der nächste Game Changer

Folgen des autonomen Fahrzeugs auf unser Verhalten und den ÖV

Autonome Fahrzeuge haben das Potential, unsere Gesellschaft zu verändern. Die Mobilität wird nochmals einen Quantensprung machen. Sie werden sogar unser Einkaufsverhalten verändern. Ging der Kunde früher zum Laden und kommt heute der Laden zum Kunden, so werden in Zukunft die selbstfahrenden Autos die Pick-up-Stationen aufsuchen, um die online bestellten Waren abzuholen, während wir anderen Tätigkeiten nachgehen. Konsequenzen wird die neue Technologie auch für den ÖV haben. Der ÖV hat in den letzten Jahren einen starken Zulauf erfahren. Nicht nur aufgrund verstopfter Strassen, sondern auch, weil die Menschen im Zeitalter von mobilem Internet die Transportzeit produktiver nutzen wollen. Mit autonomer Steuerung wird das Automobil diesen Trumpf wieder zurückerobern. Selbstfahrende Autos dürften in erster Linie den öffentlichen Nahverkehr konkurrenzieren. Die Abstimmung auf einen Fahrplan und die

Wegstrecke zur nächsten Haltestelle werden damit obsolet. Tür-zu-Tür-Transport ist bequemer. Dank autonomer Autos dürften viele Leute vom ÖV wieder auf den Individualverkehr umsteigen. Investitionen in Park-and-ride-Anlagen könnten dafür sorgen, dass der öffentliche Fernverkehr dennoch attraktiv bleibt.

Leistungsfähige Strasseninfrastrukturen werden zum neuen Standortvorteil

Im Vollausbau des Systems werden Tausende von autonomen Fahrzeugen die Strassen bevölkern. Sie gruppieren sich zu Konvois, die in minimalem Abstand zueinander alle mit derselben Geschwindigkeit unterwegs sind. Völlig flexibel klinken sich einzelne Fahrzeuge an Kreuzungen aus und schliessen sich auf der nächsten Strasse einem neuen Konvoi an. Das Automobil wird so zum Massentransportmittel, bestehend aus intelligenten, autonomen und flexiblen Einheiten. Das Automobil wird seine externen Kosten massiv reduzieren können. Es verändert sich zu einem sauberen, sicheren, leisen und intelligenten Fortbewegungsmittel, mit welchem das Mobilitätsbedürfnis auf effizienteste Weise abgedeckt werden kann. In einer solchen Welt mutieren leistungsfähige Strasseninfrastrukturen zum neuen Standortvorteil. Das könnte hierzulande zu einem bösen Erwachen führen. Denn die Strasseninfrastruktur ist in den letzten Jahrzehnten sträflich vernachlässigt worden. Die Stauproblematik dürfte zu einem der grössten Probleme werden, wenn nicht Gegensteuer gegeben wird. Zwar wird Car-Sharing die grossen Massen erreichen, sodass das Teilen von Autos aber auch das Bilden von Fahrgemeinschaften dazu beitragen werden, dass weniger Autos im Verkehr sind. Doch mit noch bequemeren Mobilitätslösungen wird auch die Nachfrage steigen. Die Bevölkerung wird erneut einen Ausbau der Strasseninfrastruktur fordern. Daher dürfte auch der Druck steigen, Mobilität mittels fiskalischer Anreize zu steuern (z.B. Mobility Pricing).

Mögliche Folgen selbstfahrender Autos für die Immobilienwelt: 4 Thesen

Autonom fahrende Personenwagen erscheinen dieser Tage schon derart greifbar, dass es für die Immobilienbranche und ihre langlebigen Produkte höchste Zeit ist, sich damit auseinanderzusetzen. Auch wenn es noch lange dauern könnte, bis selbstfahrende Autos und LKW's das Strassenbild dominieren, lehrt die Geschichte, dass sich noch jede technische Revolution mit derartig schlagenden Vorteilen im Endeffekt durchgesetzt hat.

These 1: Umkehr des Reurbanisierungstrends

Die Vorteile einer überlegenen Infrastruktur, insbesondere was den ÖV anbelangt, haben massgeblich zur wiedererstarkten Attraktivität der Städte als Wohnort beigetragen. Alle sieben Minuten ein Tram – das gibt es auf dem Land nicht. Doch mit selbstfahrenden Autos geht der Vorteil der Infrastrukturdichte in Städten teilweise verloren. Denn mit autonomen Autos lassen sich die Mobilitätsbedürfnisse auf dem Land in Zukunft genauso gut abdecken wie in der Stadt. Eventuell sogar noch besser, denn die Stauproblematik entfällt weitgehend. Damit dürfte das Zentrums-Peripherie-Gefälle bei den Landpreisen wieder abnehmen.

These 2: ÖV-Güte verliert an Einfluss auf die Lagequalität

Die Lagequalität eines Grundstücks wird heute massgeblich von der Nähe zu S-Bahn-Stationen und Haltestellen des ÖV definiert. In einer Welt der Tür-zu-Tür-Mobilität schwindet dieser Vorteil. Insgesamt verliert damit die Zentralität als Standortvorteil an Bedeutung, was Preiskorrekturen bei den Liegenschaften auslösen wird.

These 3: Parkplatzbedarf in Innenstädten wird drastisch sinken

Weil die autonomen Fahrzeuge dauernd in Bewegung sind, oder dann ausserhalb der Innenstädte ihren Ruheraum aufsuchen, wird der Parkplatzbedarf in den Innenstädten drastisch sinken. Dieser Platz kann künftig anderweitig genutzt werden und erhöht dadurch das Flächenangebot in den Zentren.

These 4: Transportkosten werden um Faktoren günstiger

Selbstfahrende LKW's ohne Chauffeure werden die Transportkosten erneut um Faktoren senken. Der Distanzschutz wird ebenfalls neu definiert werden. In der Schweiz galt beispielsweise früher die Regel, dass Fenster bloss 300 km verschoben werden können. Dieser Distanzschutz beträgt heute nur noch 1000 km, weil die Logistikkosten gesunken sind. Führerlose Lastwagen werden Transporte über mehrere Tausend Kilometer rentabel machen – mit entsprechenden Folgen für den hiesigen Werkplatz, aber auch für die Bau- und Immobilienwirtschaft.

Büroflächen

Die Überkapazitäten auf den grossen Büroflächenmärkten sind aufgrund des scharfen Kontrastes zur Wohnungsknappheit in den Zentren das dominante Thema im Segment der Büroliegenschaften. Negativzinsen machen Investitionen in Immobilien zwar hochinteressant, das Agieren auf den Büromärkten wird aber aufgrund des zunehmenden Verdrängungswettbewerbs immer anspruchsvoller: Es herrscht ein Überangebot, und sowohl die Nachfragesstruktur als auch die Zahlungsbereitschaft sowie die Raum- und Standortansprüche haben sich in den letzten Jahren verändert. Wer erfolgreich sein will, muss genauer analysieren, was heute an welchem Standort gefragt ist.

Flächendeckend ist die Situation nicht ganz so düster, wie vielerorts propagiert wird: Erstens sind die Überkapazitäten ein regionales Phänomen, das vor allem die Grosszentren betrifft. Und zweitens entstehen die vielen Leerstände nicht vor dem Hintergrund einer wirtschaftlichen Krise, sondern aufgrund tiefzinsbedingt rationalen Kalküls von Immobilieninvestoren. Oder mit anderen Worten: Das Wirtschaftswachstum ist zwar ausgesprochen zaghaft, die Nachfrage damit zwar schwach, aber immerhin nicht negativ. Das Problem liegt vielmehr darin, dass sich der Immobilienmarkt immer stärker von der Situation auf dem Vermietungsmarkt abkoppelt und die Flächenausweitung zu wenig mit der flauen Nachfrage korrespondiert.

Nachfrage: Schwach und im Wandel

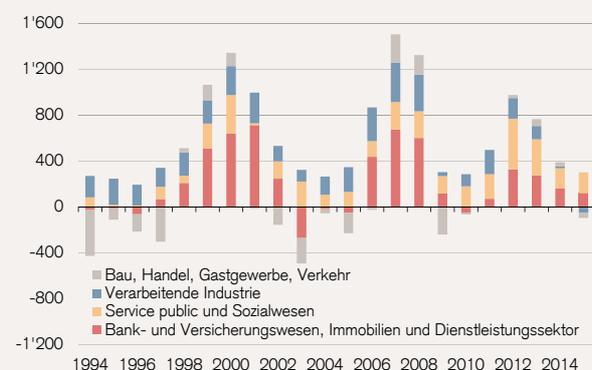
Verhaltener Ausblick für Zusatznachfrage im Jahr 2015

Volumenmässig dürfte die Zusatznachfrage nach Büroflächen auch dieses Jahr schwach bleiben. Die Investitionsneigung bleibt quer durch alle Industrie-, Dienstleistungs- und Verwaltungsbereiche verhalten. Deshalb ist bestenfalls mit einer zusätzlichen Nachfrage von rund 200'000 m² zu rechnen, was etwa einem Achtel der Rekordnachfrage des Jahres 2007 entspricht (vgl. Abb. 36). Die Unterstützung aus dem Ausland dürfte ebenfalls weitestgehend ausbleiben. Schon 2013 fiel die Ansiedlung neuer Unternehmen und Arbeitsplätze auf ein sehr tiefes Niveau (vgl. Abb. 37). Unter Berücksichtigung der eingetrübten Konjunkturaussichten und der jüngsten Standortbeeinträchtigungen ist für 2014 und 2015 kaum mit einer Erholung der Ansiedlungen zu rechnen.

Abbildung 36

Jährliche Zusatznachfrage nach Büroflächen

Geschätzte Zusatznachfrage in 1000 m²; 2014 und 2015: Prognosen

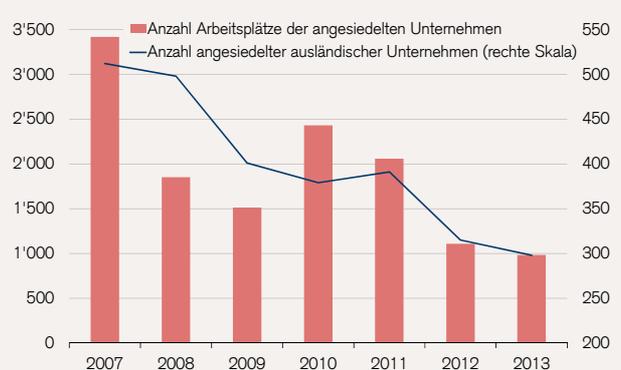


Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abbildung 37

Unternehmensansiedlungen

Anzahl angesiedelter Unternehmen und Beschäftigter



Quelle: Volkswirtschaftsdirektorenkonferenz

Kostensenkung, Standortkonzentration und räumliche Optimierung als Hauptmotive der Nachfrage

Aus Investorensicht ist nicht nur wegweisend, dass die Zusatznachfrage rein quantitativ schwach bleibt, sondern auch, dass sich die Ansprüche an die nachgefragten Objekte grundlegend verändern. Bei den zahlreichen Bestrebungen der öffentlichen Hand, Ämter stärker in eigenen Verwaltungszentren zu konzentrieren, wird z.B. neben betrieblichen Optimierungen

immer wieder das Ziel betont, langfristig von teuren Mietlösungen unabhängig zu werden. Auch bei Unternehmen hat das Kostenbewusstsein hinsichtlich ihres Flächenverbrauchs deutlich zugenommen. Gemäss der Sommerumfrage von Colliers im Wirtschaftsraum Zürich sind seit der Finanzkrise die drei Hauptmotive der Flächennachfrage immer noch Kostensenkung, Standortkonzentration und räumliche Optimierung. Der Faktor Wachstum konnte nie an die Zeit von vor der Finanzkrise anknüpfen und lag 2014 bei nur noch 4%.

Rezession 2009 als Zäsur der Büroflächennachfrage

Insbesondere seit der Finanzkrise hat die nachfrageseitige Preissensitivität zugenommen. Dazu trug die wachsende Professionalisierung der Immobilienbranche das Ihre bei. Die Finanzkrise schärfte jedoch nicht nur das Kostenbewusstsein, sondern pflügte auch die Wachstumsstruktur der Schweizer Beschäftigungslandschaft nachhaltig um. Am deutlichsten ist dieser Bruch bei den Finanzdienstleistungen sichtbar. Von 2004 bis 2009 generierte die Branche mit einem jährlichen Wachstum von 2'200 Beschäftigten eine Zusatznachfrage von 30'000 bis 40'000 m² hochwertiger Büroflächen pro Jahr. Wegen der Prosperität der Branche in den Jahren vor der Krise waren die Zahlungsbereitschaft und der Wunsch nach zentralen und prestigeträchtigen Lagen entsprechend hoch. Vorzeigeprojekte wie der Uetlihof 2 der Credit Suisse, die neuen Büros der UBS an der Europaallee oder der Einzug der Deutschen Bank Schweiz in den Prime Tower sind Zeugen dieser vergangenen Expansionsphase. Seit 2009 haben die Finanzdienstleister kontinuierlich Stellen abgebaut und versuchen zudem, die Flächenkosten pro Mitarbeitenden deutlich zu reduzieren. Die flächenmässige Expansion des Finanzsektors wandelte sich in der Folge in eine Büroflächenreduktion um geschätzte 20'000 m² pro Jahr, inklusive gesteigerter Flächeneffizienz.

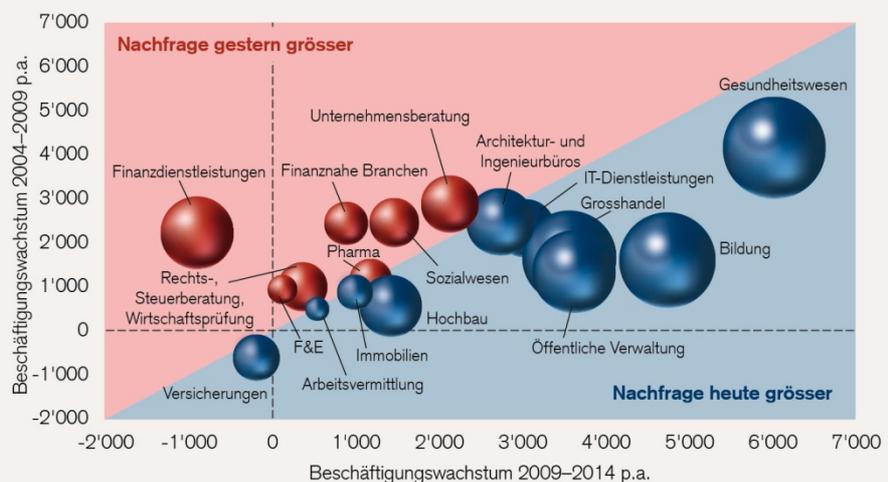
Funktionalität anstatt Prestige gefragt

Insgesamt blieb das Beschäftigungswachstum zwar auch nach der Rezession 2009 respektable, es war aber viel weniger von Branchen geprägt, die als Ersatzmieter für erstklassige Liegenschaften zu den ursprünglich veranschlagten Mieten in Frage kamen. Die Flächennachfrage von IT-Dienstleistern wächst zum Beispiel seit 2009 um jährlich rund 45'000 m². Doch Prestigebauten im Zentrum entsprechen nicht zwingend ihren Präferenzen. Die Mitarbeitenden in dieser Branche sind viel unterwegs und benötigen häufig Parkplätze, weshalb IT-Dienstleister stärker an dezentralen und funktionalen Liegenschaften interessiert sind. Ähnliches gilt für andere Branchen wie den Grosshandel oder Architektur- und Ingenieurbüros, die nach 2009 partiell die Rolle der Wachstumsstützen übernommen haben und deshalb in der [Abbildung 38](#) unterhalb der Diagonalen – welche die Situation einer unveränderten Nachfrage in beiden Zeitperioden darstellt – zu liegen kommen. Der Status einer repräsentativen Adresse ist für die neuen Wachstumsträger weniger geschäftsrelevant als bei Banken, Wirtschaftsprüfern oder Unternehmensberatern, die seit Ausbruch der Finanzkrise allesamt an Dynamik eingebüsst haben.

Abbildung 38

Nachfragestruktur nach Büroflächen gestern und heute

Jährliches absolutes Beschäftigungswachstum in zwei Perioden; Kreisgrösse = Anzahl Beschäftigte 2014



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Nachfrageimpulse 2015 hauptsächlich seitens der IT-Branche, des öffentlichen Sektors und der Spitzenindustrie

An diesem Bild wird sich 2015 nicht allzu viel ändern. Wir erwarten, dass der Bildungsbereich und das Gesundheitswesen die Beschäftigungsmotoren bleiben und einen grossen Flächenbedarf generieren werden. Die öffentliche Verwaltung, der Grosshandel und Architekturbüros dürften an Schwung verlieren, wogegen das Wachstum bei den IT-Dienstleistungen und im Bereich Forschung und Entwicklung hoch bleiben könnte. Das Beschäftigungswachstum in der Industrie wird dagegen in Anbetracht der Herausforderungen, der sich die Exportwirtschaft ausgesetzt sieht, negativ ausfallen (vgl. Abb. 36). Aufgrund der anhaltenden Tertiarisierung sowie des beschleunigten Strukturwandels innerhalb der Industrie entstehen dennoch neue Flächenbedürfnisse, während andere verschwinden. Die expandierenden Industrieunternehmen – zumeist solche der Spitzenindustrie – stellen dabei sehr spezifische Anforderungen an Gebäude, beispielsweise aufgrund von Forschungs- und Entwicklungstätigkeiten in Werkstätten und Laboren.

Beispiel Zug: Technologie- und Innovationscluster

Wie gross der Flächenbedarf wertschöpfungsstarker Unternehmen aus dem Industrie- und Dienstleistungssektor ist, zeigt sich seit geraumer Zeit musterhaft im Kanton Zug. Der Kanton ist heute nicht mehr nur ein wichtiger Standort für die Finanz- und Rohstoffbranche, sondern hat sich auch zu einem bedeutenden Medizintechnik-Cluster entwickelt. Unternehmen wie Roche Diagnostics International AG oder Johnson & Johnson haben in den letzten Jahren grosse Dienstleistungsflächen bezogen. V-Zug plant ein Technologie- und Innovationscenter, um den Industriestandort Zug langfristig zu stärken und um Platz für zusätzliche Industriefirmen, Start-ups sowie Forschungs- und Ausbildungseinrichtungen zu schaffen. Auch Siemens wird in den kommenden Jahren in einen Campus mitten in Zug investieren. Geplant sind Büroflächen neben einem Produktionsgebäude der Division Building Technologies. Bei Unternehmen, die trotz spezifischer Flächenansprüche auf Mietlösungen setzen, ist es entscheidend, dass sie als zukünftige Mieter schon früh in den Planungsprozess eingebunden werden. Dadurch wird das Leerstandrisiko für den Investor minimiert, auch wenn es im Aggregat infolge des Wegzugs aus anderen Liegenschaften steigt. Die erfolgreichsten Projekte der Gegenwart sind somit jene, bei denen Entwickler, Investor und zukünftiger Mieter von Beginn an Hand in Hand arbeiten.

Öffentliche Verwaltungen könnten kurzfristig Zusatznachfrage generieren

Verschiedene Bereiche der öffentlichen Verwaltung zählten in den letzten Jahren ebenfalls zu den Treibern der Nachfrage. Aufgrund verstärkter Sparbemühungen dürfte das Nachfragepotenzial künftig zwar etwas geringer ausfallen, wir rechnen aber weiterhin mit einem Beschäftigungsaufbau. Viele Verwaltungen würden sich grundsätzlich als Mieter für die derzeit ausgeschriebenen Liegenschaften anbieten. Funktionale Büros an zentralen und verkehrstechnisch gut erreichbaren Lagen, mit kurzen Wegen zu Nachbardepartementen und anderen Behörden, dürften den Präferenzen vieler Behörden entsprechen. Oftmals baut die öffentliche Hand aufgrund sehr günstiger Finanzierungsmöglichkeiten jedoch selbst. Pläne für eigene Verwaltungszentren spriessen schweizweit aus dem Boden, weil öffentliche Verwaltungen die Mietverhältnisse als zu teuer empfinden oder weil die Mitarbeitenden zu stark über heterogene Büros verteilt sind. Kurzfristig besteht indessen ein gewisses Vermietungspotenzial, da die Realisation eigener Verwaltungsliegenschaften einen aufwendigen politischen Prozess durchlaufen muss und die gewünschten Flächen daher erst mittelfristig bereitstehen dürften.

Angebot: Viele Projekte – unklare Realisierungschancen

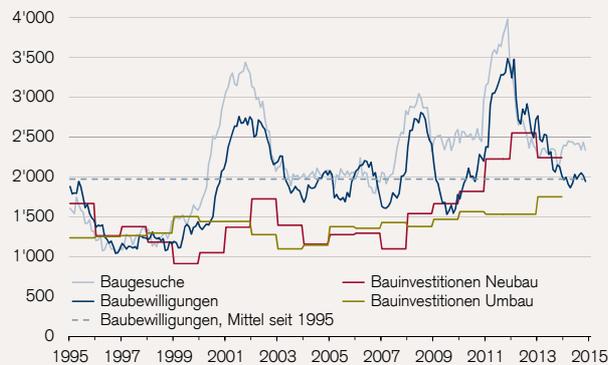
Höhepunkt der Produktion ist überschritten

Angesichts der anhaltenden Wachstumsschwäche und der Veränderung der Nachfragestruktur kommen zunehmend auch teure Neuflächen unter Druck, sofern sie schon fertiggestellt oder im Bau sind. Andere, sich noch in der Planung befindliche Objekte scheitern dagegen oft an der mangelnden Vorvermietung und kommen gar nicht oder erst viel später zur Ausführung. Die erhöhte Unsicherheit in der Planungsausführung hat das Volumen an baubewilligten Projekten auf das langfristige Mittel von knapp CHF 2 Mrd. reduziert. Die tiefen Zinsen wirken einer weiteren Abschwächung entgegen. Das Volumen der Baugesuche hält sich daher hartnäckig und deutlich über der Schwelle von CHF 2 Mrd. Produktionsmässig ist der Höhepunkt des Büroflächenbaus überschritten. Dieser Ausblick wird auch von der Entwicklung der Bauinvestitionen in Büroobjekte gestützt, die im Neubaubereich bereits 2013 um rund 12% gegenüber dem Vorjahr fielen (vgl. Abb. 39). Gemäss diesem Indikator wurden am Zenit des aktuellen Zyklus rund CHF 830 Mio. mehr verbaut als 2002, dem Höhepunkt des letzten Zyklus.

Abbildung 39

Büroflächenplanung und Produktion

Baubewilligungen und -gesuche: gleitende 12-Monats-Summe; alle Werte in CHF Mio.



Quelle: Baublatt, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abbildung 40

Planungssicherheit

Schätzung auf Basis der Homogenität von Gesuchs- und Bewilligungsentwicklung; rollende Korrelation (30 Monate) von Gesuchen und Bewilligungen



Quelle: Credit Suisse, Baublatt

Stark gestiegene Planungsunsicherheit

Angebotsseitig signalisiert die jüngere Entwicklung der Baugesuche und -bewilligungen wachsende Schwierigkeiten. Dies zeigt sich daran, dass die Korrelation von Baueingaben und Baubewilligungen vor Kurzem eingebrochen ist (vgl. Abb. 40). In der Vergangenheit standen Phasen mit positiver Korrelation für Perioden mit relativ reibungsloser Planungs- und Bautätigkeit. Im Jahr 2000 gab es zum Beispiel einen Boom an Baueingaben, denen mit regelmässiger und kurzer Verzögerung die Bewilligungen folgten. Diese hohe Korrelation, die einen homogenen Planungsprozess bis zur Bewilligung und weiter zur Ausführung signalisiert, hatte auch während des Abschwungs des Jahres 2002 und in den schwächeren Folgejahren Bestand. Erst der Ausbruch der Finanzkrise im Herbst 2008 brachte die Bewilligungen relativ zu den Gesuchen zum Einsturz. Die Investoren wurden in Anbetracht eines düsteren wirtschaftlichen Ausblicks vorsichtiger, zogen ihre Baugesuche zurück oder nahmen Projektanpassungen vor, die das Einreichen eines neuen Baugesuchs erforderlich machten. Die Volumen der insgesamt eingereichten Baugesuche und der Bewilligungen klappten in der Folge auseinander. Heute ist eine ähnliche Entwicklung zu beobachten: Die zurzeit hohe negative Korrelation verdeutlicht, dass sich Gesuche und Bewilligungen in den letzten 30 Monaten systematisch auseinanderentwickelt haben. Ausschlaggebend dürfte hierfür weniger die konjunkturelle Situation sein als vielmehr die schwierige Vermarktungssituation infolge des wachsenden Überangebots.

Starker Rückgang der Planungstätigkeit in den grössten Zentren, ...

Die Korrektur am Büroflächenmarkt ist somit insgesamt nicht mehr zu übersehen. Allerdings sind nicht alle Märkte und alle Segmente gleichermaßen betroffen (vgl. auch Seite 43), obwohl die von den tiefen Zinsen und dem Anlagenotstand beflügelte Angebotsausweitung der letzten Jahre ein viel breiter abgestütztes Phänomen ist als die umfassende Ausweitung nach der Jahrtausendwende (vgl. Abb. 41). Die starke Flächenausweitung in den Grosszentren dürfte demnächst abebben, da die Baubewilligungen jüngst auf Volumen gesunken sind, die zum Teil substantiell unter den langfristigen Mittelwerten liegen. Erstaunlich ist jedoch die anhaltend starke erwartete Ausweitung im urbanen Raum ausserhalb der Gross- und Mittelzentren sowie in der Peripherie, wo das Langfristmittel um rund ein Drittel übertroffen wird.

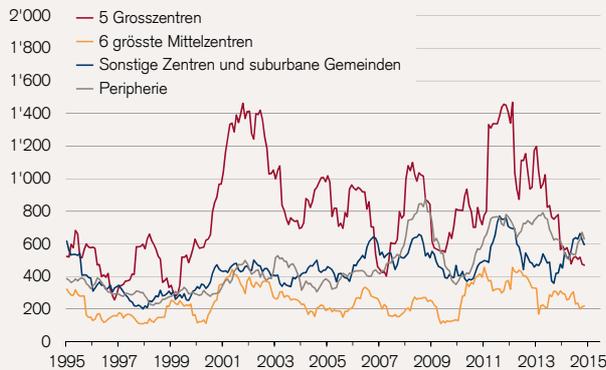
... dafür verstärkte Bautätigkeit in der Peripherie

Die hohe erwartete Flächenausweitung ausserhalb der Gross- und Mittelzentren erstaunt, zumal sie seit Jahren zu beobachten ist und bisher noch keine Ermüdungserscheinungen erkennen lässt. Hierfür bieten sich verschiedene Erklärungen an: Entweder läuft der Tertiarisierungsprozess im räumlich viel weniger konzentrierten Industriesektor dynamischer ab als erwartet und stellt die Absorption solcher Büroräumlichkeiten sicher, oder die Flächen entstehen in sehr kleinteiliger Form als Nebenprodukt des intensivierten Wohnungsbaus in der Peripherie. Planerische Vorgaben schreiben oftmals einen Mindestanteil an gewerblichen Flächen vor. Vertiefte Analysen haben ergeben, dass der intensivierte Wohnungsbau auf dem Land einen Teil der verstärkten Bautätigkeit erklärt. Effektiv ausschlaggebend dürfte jedoch die verstärkte Nachfrage seitens des Industriesektors sein.

Abbildung 41

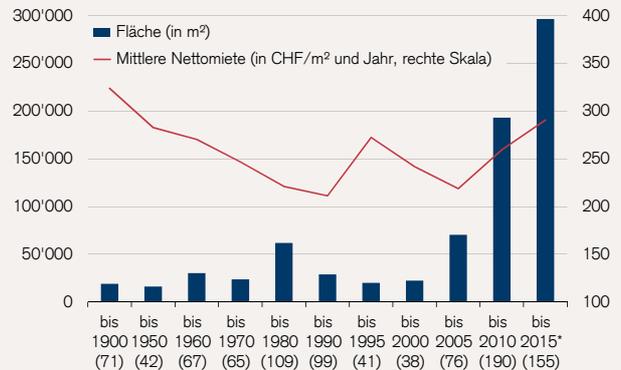
Räumliche Angebotsausweitung von Büroflächen

Gleitende Summe der Baubewilligungen über 12 Monate, in CHF Mio.



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abbildung 42

Flächenangebot und Nettomiete nach BauperiodeNur Angebote über 100 m² im 3. Quartal 2014; *oder Erstvermietung

Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Viele neuwertige Büroflächen im Angebot

Für Investoren gilt es mehr denn je, die richtigen Präferenzen am richtigen Standort zu antizipieren und Mieter zwecks Spezifikation ihrer Raumbedürfnisse frühestmöglich einzubinden. Anhand der inserierten Flächen zeigt sich klar, wo zurzeit Absatzprobleme bestehen. [Abbildung 42](#) zeigt die Flächenverteilungen von Onlineangeboten über verschiedene Bauperioden hinweg sowie deren mittlere Nettomietzinsniveaus. Es handelt sich dabei um eine Stichprobe, die alle Inserate für Liegenschaften mit mehr als 100 m² Bürofläche im 3. Quartal 2014 umfasst, für die Baujahrangaben verfügbar waren. 38% der Fläche, jedoch nur 16% der Inserate dieser Stichprobe entfallen auf die jüngste Bauperiode von 2010 bis 2015. Diese insgesamt 290'000 m², die als neuwertig gekennzeichnet waren, sind mit einer landesweiten mittleren Nettomiete von CHF 290/m² und Jahr vergleichsweise teuer, bieten jedoch moderne Technik und Raumstrukturen. Doch ihr Absatz stockt aufgrund von Sättigungstendenzen bei der Standort- und Flächenoptimierung durch grosse Unternehmen. Nicht alle dieser Flächen sind übrigens bereits realisiert. Die hohe Zahl als neuwertig ausgeschriebener Flächen ist auch ein Resultat verstärkter Marketingbemühungen seitens baureifer Projekte auf der Suche nach Mietern.

Hohes Angebot an Bestandesflächen jüngeren Datums

Schwieriger dürfte die Vermarktung der Flächen mit Baujahr 2005–2010 werden. Von diesen werden mit über 190'000 m² sehr viele zu relativ hohen Preisen von netto CHF 260/m² angeboten. Darunter dürften etliche Objekte sein, die im Zuge des neu entdeckten Kostenbewusstseins von den Erstmietern wieder verlassen wurden. Sehr alte Objekte machen flächenmässig nur einen kleinen Teil des Angebots aus. Sie bieten in der Regel kleinere Flächen und sind vergleichsweise teuer. Das rührt daher, dass es sich zumeist um sehr gute Lagen und qualitativ gute Liegenschaften handelt. Andernfalls hätten sie längstens einem Neubau weichen müssen.

Marktergebnis: Weiter steigende Leerstände und sinkende Mieten**Überkapazität im Büroflächenmarkt: 1 Mio. m²**

Die verminderte Planung und Produktion von Büroflächen werden den Anstieg der Leerstände auch 2015 noch nicht stoppen können. Gegenüber 2013 ist der Leerstand innerhalb der Teilerhebung, die 43% des landesweiten Büroflächenmarktes abdeckt, um 9% auf 520'000 m² gestiegen (vgl. [Abb. 43](#)). Die Leerstände nehmen damit nicht dramatisch, aber doch kontinuierlich zu. Bis zur Erreichung der Höchststände der letzten beiden Zyklen fehlt indessen noch einiges. Allerdings ist nicht zu vergessen, dass der jüngste Aufbau der Leerstände vor dem Hintergrund einer relativ robusten Konjunkturentwicklung erfolgt ist. Die gesamten Überkapazitäten an Büroflächen dürften sich mittlerweile auf rund 1 Mio. m² belaufen – Tendenz weiter steigend. Das auf 1.9 Mio. m² angestiegene Flächenangebot im Bestand und die seit 2013 flächendeckend stagnierenden bzw. mehrheitlich korrigierenden Mieten (hedonischer Mietpreisindex) bestätigen dieses Bild und lassen erahnen, dass mit weiter steigenden Leerständen und mit anhaltend sinkenden Mieten zu rechnen ist (vgl. [Abb. 44](#)).

Trendwende noch nicht in Sicht

Obwohl aufgrund mangelnder Vorvermietung weniger Mietobjekte geplant werden, bleibt die Flächenproduktion insgesamt zu hoch. Denn auch Unternehmen, die neue Flächen im direkten Auftrag entwickeln lassen, setzen beim Umzug andernorts Kapazitäten frei. Der Markt wird deshalb dieses Jahr weiter korrigieren und erst mit dem Einsetzen eines stärkeren Nachfragewachstums durch klassische Dienstleistungsunternehmen oder mit einem markanteren Rückgang der Bauprojekte wieder Boden finden. Vor allem in Zürich und im Glattal dürfte sich erneut ein Sockelleerstand im Ausmass des Jahres 2005 aufbauen.

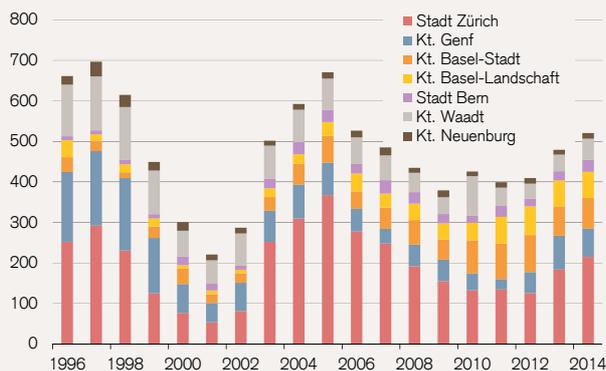
Mietpreise unter Druck

Weil sich die derzeitigen Wachstumsbranchen des öffentlichen Sektors sehr viel weniger auf die Ballungsräume konzentrieren, dürften die wachsenden Leerstände in erster Linie in den Gross- und Mittelzentren anfallen und unter diesen überproportional die grossen Vermietermärkte Zürich und Genf tangieren. In Letzteren sind die Mieten bereits stärker unter Druck geraten. Seit Anfang 2013 sind die Mieten auf allen Märkten rückläufig. In Zürich sind sie bis Mitte 2014 um 8% gesunken, in Basel um 6%. Weniger deutlich war der Rückgang am Genfersee, wo insbesondere die bis vor kurzem robuste Situation in Lausanne stabilisierend wirkte. Gering war der Rückgang auch in der Stadt Bern, die trotz grosser Flächenausweitung auf eine hohe Nachfrage seitens des öffentlichen Sektors zählen kann.

Abbildung 43

Leerstehende Büroflächen

In 1000 m²; Teilerhebung: ca. 43% des Schweizer Büroflächenmarktes

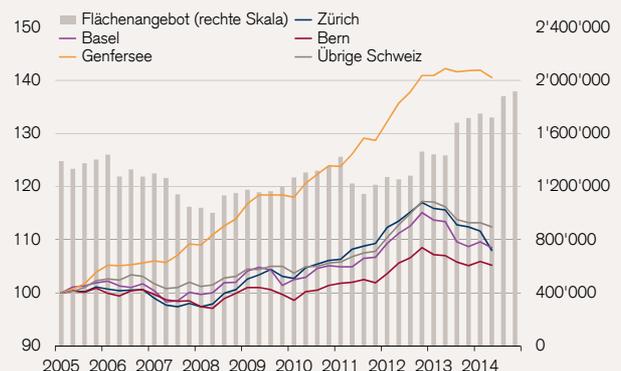


Quelle: Kantonale statistische Ämter, Credit Suisse

Abbildung 44

Flächenangebot und Preisentwicklung

Inserierte Bestandsflächen in m²; hedonischer Mietpreisindex: 2005 = 100



Quelle: Wüest & Partner, Meta-System, Credit Suisse

Neuflächen ohne sichere Vorvermietung kommen unter Druck

Damit erfährt die Entwicklung des Schweizer Büroflächenmarktes eine neue, wenn auch keine überraschende Wendung. Die Leidtragenden der Büroflächenausweitung bei gleichzeitig schwacher Nachfrage sind nicht mehr nur alte Bestandesliegenschaften. Die Problematik trifft vermehrt auch Neuflächen, die ohne eine sichere Vorvermietung in Angriff genommen wurden. Diese Entwicklung spiegelt letztlich die Nachfragesituation exakt wider: Ein hohes Kostenbewusstsein binnenorientierter Branchen und eine Sättigung der Standort- und Flächenoptimierung seitens grosser Unternehmen verschlechtern die Marktsituation für teure Neubauten.

Vermarktung an den Rändern der Büroflächenmärkte wird schwieriger

Zahlreiche Neubauten in den Agglomerationen der Grosszentren vermochten in den letzten Jahren viele Unternehmen anzulocken, doch diese Phase neigt sich ihrem Ende zu. Die zurzeit geplanten Grossprojekte konkurrieren untereinander stark um preisbewusste Mieter mit hoher Verhandlungsmacht. Unternehmen, die funktionale Liegenschaften mit solidem Preis-/Leistungs-Verhältnis suchen – was derzeit auf den Löwenanteil der Zusatznachfrage zutreffen dürfte –, bieten sich verstärkt gut erhaltene und zentral gelegene Bestandesliegenschaften als Alternative an, zumal eine wachsende Konzessionsbereitschaft der Vermieter solcher Objekte zu beobachten ist. Der erwartete Anstieg der Leerstände dürfte sich somit schwergewichtig an den qualitativen und preislichen Rändern des Büroflächenmarktes einstellen.

Die 15 grössten Büroflächenmärkte im Überblick

Abbildung 45 fasst die Entwicklungen der 15 grössten Schweizer Büroflächenmärkte zusammen. Im 4. Quartal 2014 waren gut 1.9 Mio. m² Büroflächen im Bestand ausgeschrieben, 14% mehr als im Vorjahr. Das Total der Bürofläche in der Schweiz lag 2012 gemäss unseren Schätzungen bei 52 Mio. m². Die Angebotsquote im Bestand liegt mit 3.7% deutlich über dem Vorjahr. Die regionalen Unterschiede sind dabei gross. Von einem weiter steigenden Angebot bei sinkenden Mieten ist vor allem im Markt Zürich und dort insbesondere auf dem Stadtgebiet und im Glattal auszugehen. In Genf dürfte das Angebot dagegen nicht mehr weit vom zyklischen Höhepunkt entfernt sein. Die Mieten bleiben jedoch auch in der Rhonestadt unter Druck. In vielen grösseren Mittelzentren sind die Märkte dagegen vergleichsweise stabil. Dazu gehören St. Gallen/Rorschach, Aarau, Zug (Lorzenebene/Ennetsee), Winterthur, Baden und Neuchâtel. Insgesamt wird das Angebot im laufenden Jahr mit grosser Wahrscheinlichkeit weiter wachsen. Aufgrund des hohen Anteils grosser und teurer Flächen, die vermehrt auf den Onlineportalen ausgeschrieben werden, dürfte das Mietniveau in der Stichprobe zurzeit überschätzt sein.

Abbildung 45

Die 15 grössten Büroflächenmärkte im Überblick

Bestandesflächen (ohne Erstvermietungen) in m², per 4. Quartal 2014; Durchschnittspreise (brutto) 2014, flächengewichtet in CHF/m² und Jahr; Trends 2015

Büroflächenmarkt	Bürofläche Bestand	Angebotene Fläche*	Angebotsziffer*	Angebots-trend	Durchschnittsmiete*	Preis-trend
Zürich	7'659'000	497'000	6.5%	↗	353	↘
Genf	4'022'000	339'000	8.4%	→	461	↘
Bern	3'455'000	83'000	2.4%	↗	238	→
Basel	3'153'000	76'000	2.4%	↗	279	→
Lausanne	2'481'000	164'000	6.6%	↗	291	↘
Wirtschaftsregion						
Luzern	1'546'000	38'000	2.5%	↗	213	
St.Gallen/Rorschach	1'385'000	17'000	1.2%	→	217	
Aarau	1'318'000	22'000	1.6%	↗	167	
Lorzenebene/Ennetsee	1'206'000	44'000	3.6%	→	258	
Lugano	1'226'000	64'000	5.2%	↗	258	
Winterthur-Stadt	729'000	28'000	3.9%	↘	206	
Baden	699'000	13'000	1.9%	↗	217	
Neuchâtel	613'000	11'000	1.8%	↘	273	
La Sarine	704'000	30'000	4.2%	→	217	
Olten/Gösigen/Gäu	574'000	17'000	3.0%	↘	169	
Schweiz	51'907'000	1'916'000	3.7%	↗	324	↘

* Nur Bestand

Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Die fünf grössten Schweizer Büroflächenmärkte im Detail

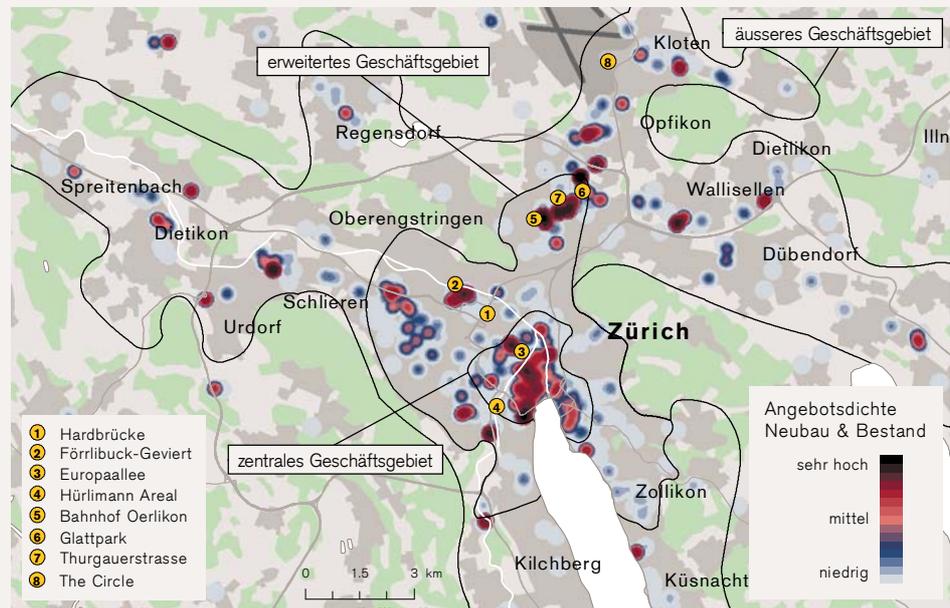
Die Büroflächenmärkte von Zürich, Genf, Bern, Basel und Lausanne vereinen über 40% der gesamten Büroflächen in der Schweiz auf sich. Nicht nur deren Entwicklungen insgesamt, sondern insbesondere auch die Verschiebungen innerhalb dieser einzelnen Büroflächenmärkte bzw. zwischen ihren unterschiedlich ausgeprägten Geschäftsvierteln sind daher von Interesse. Aus solchen Veränderungen lassen sich Erkenntnisse über schweizweite Trends und Entwicklungen ableiten.

Zürich

Abbildung 46

Angebotsdichte von Büroflächen

Angebote Büroflächen in m² pro Hektare, per 3. Quartal 2014



Quelle: Meta-Sys AG, Bundesamt für Landestopografie, Credit Suisse

Aussergewöhnlich hohes Flächenangebot

Zürich wird mit einem heterogenen Angebot an Büroflächen überschwemmt. Im ganzen Marktgebiet Zürichs sind knapp 500'000 m² Bestandesfläche im Angebot. Hinzu kommen rund 200'000 m², die als Erstvermietung gekennzeichnet aber noch nicht alle realisiert sind. Damit entfallen 32% aller schweizweit als neu deklarierten Büroflächeninserate und 28% aller Inserate auf den Markt Zürich – bei einem Bestandsanteil von knapp 15%. Die Angebotsquote auf Stadtgebiet schätzen wir inklusive Erstvermietungen auf 7.2% und bei einer Beschränkung auf Bestandesliegenschaften auf 5.1%. Von den 144'000 m² an inserierten Flächen im Central Business District (CBD) meldete Statistik Stadt Zürich per Juni 2014 96'000 m² als Leerstände. Das Flächenangebot im Bestand ist überwiegend alt. Im Durchschnitt sind die Inserate der Bestandesflächen mit dem Baujahr 1970 gekennzeichnet. Gemessen an der Angebotsdichte sind die Absatzprobleme im CBD südlich des Hauptbahnhofs zwischen Limmat und Sihl bis nach Zürich-Süd besonders gross. In diesem Perimeter ist das Flächenangebot zumeist kleinräumig strukturiert – mit Ausnahme der Angebote in der Grössenordnung bis 10'000 m² an zum Teil sehr repräsentativen Lagen, wie z.B. Bahnhofstrasse oder Bleicherweg.

Intakte Chancen für CBD-Flächen

Das Problem kleinstrukturierter Bestandesflächen in Altliegenschaften in der Innenstadt besteht darin, dass die erstklassigen Lagen nicht zur altersbedingt suboptimalen Raumqualität passen. Die hohen Mieten werden vom teuren Boden beeinflusst, doch das Flächenangebot spiegelt die hohen Preise nicht adäquat wieder. Bauliche Eingriffe könnten vielerorts Abhilfe schaffen, was jedoch den Mut zu Investitionen erfordert. Wird nicht investiert, dürfte die Wiedervermietung vielerorts nur durch Mietzinsreduktionen und entsprechende Abwertungen der Flächen möglich sein. Nach Korrekturen, einer Phase der Zurückhaltung und baulichen Eingriffen werden CBD-Flächen jedoch neue Mieter finden, weil deren Lagen in den meisten Fällen überzeugen. Ebenso gefragt sind Büroflächen in Zürich-West. Vor allem in Nähe zur Hardbrücke waren zuletzt kaum Flächen zur Vermietung inseriert. Auch weiter Richtung Westen hält sich das Angebot in Grenzen. Einzig im Geviert der Förlibuckstrasse konzentrieren sich verschiedene Angebote. Angesichts des starken Büroflächenwachstums der letzten Jahre ist das tiefe Angebot in Zürich-West beachtlich. Auch am Hauptbahnhof sind Flächen gefragt: Die Europaallee ist fünf Jahre vor Fertigstellung vollständig vermietet. Für die letzten freien und noch nicht realisierten 50'000 m² konnte Google als alleiniger Mieter gewonnen werden. Die Bedeutung dieses Entscheids eines der global am schnellsten wachsenden Unternehmen für den Standort Zürich kann kaum überschätzt werden. Google will den Platz für zukünftiges Wachstum nutzen; eine Aufgabe des Hürlimann-Areals ist laut Medienberichten nicht geplant.

Gewichtiges Überangebot zwischen Oerlikon und Flughafen

Anders gestaltet sich die Situation im Norden Zürichs. Zwischen Bahnhof Oerlikon und Flughafen sind zahlenmässig weniger Flächen inseriert als im CBD. Diese sind mit neun Inseraten für Flächen zwischen 4000 und 50'000 m² jedoch sehr viel grösser und in erster Linie für die Erstvermietung bestimmt, wie beispielsweise zwei neue Türme am Bahnhof Oerlikon, eine Grosssanierung an der Thurgauerstrasse und noch unrealisierte Flächen im wachsenden Glattpark. Aufgrund der grundsätzlich guten Lagen in der Innenstadt werden sich die Leerstände nach einer Phase der Korrektur mittelfristig an den Rändern des erweiterten Geschäftsgebiets und darüber hinaus konzentrieren; zudem dürften verstärkt auch Neufächen betroffen sein. Auch das Grossprojekt The Circle, dessen Realisierungsentscheid im Dezember 2014 definitiv gefallen ist, tut sich schwer, Mieter für die grossdimensionierten Büroflächen zu finden. Nun wird die Flughafen Zürich AG selbst zur Mieterin eines Teils der Flächen. Durch Rochaden dieser Art wird das Problem des wachsenden Überangebots in der Region aber nicht entschärft.

Überschätztes Beschäftigungswachstum

Das wachsende Überangebot ist – abgesehen vom Effekt der tiefen Zinsen – durch drei Hauptfaktoren bedingt: Erstens wurde das Jobwachstumspotenzial nach der Rezession 2009 überschätzt. Die 700'000 m² inserierte Büroflächen würden – bei unverändertem Wachstum – dem gesamten Beschäftigungszuwachs des Kantons der nächsten vier Jahre Platz bieten, wobei längst nicht alle Beschäftigten einen Büroarbeitsplatz benötigen. In den dynamischen Jahren 2004 bis 2008 wuchs die Beschäftigung im tertiären Sektor des Grossraums Zürich im Mittel um 2.1% pro Jahr. Wachstumstreiber waren vor allem in der Stadt die Finanzindustrie und affiliierte Branchen wie Rechts-, Steuer- und Unternehmensberatungen. Von 2009 bis 2014 verlangsamte sich dieses Wachstum auf 1.1%. Zweitens leisten seit der Finanzkrise binnenorientierte Branchen wie Gesundheit, Bildung, öffentliche Verwaltung, Bau, Immobilien und Planung die grössten Wachstumsbeiträge. Diese Branchen haben jedoch nicht mehr die gleichen Flächenbedürfnisse. Das abgeschwächte, aber unverändert positive Wachstum konnte immerhin ein noch grösseres Überangebot verhindern. Drittens dürften Standort- und Flächenoptimierungen für grössere Unternehmen zwar wichtige Umzugsgründe bleiben, viele der grossen Dienstleistungsunternehmen haben aber diesen Optimierungsprozess bereits abgeschlossen.

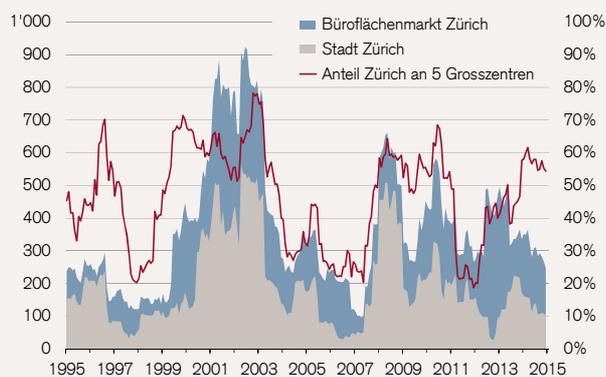
Leerstände werden in den nächsten zwei Jahren weiter steigen

Die Planung neuer Flächen bleibt angesichts dieser Entwicklungen zu hoch. Obwohl das baubewilligte Volumen neuer Büroflächen in Zürich auf absoluter Basis zurückgegangen ist, vereint Zürich noch immer 55% der Büroflächenplanung aller fünf Grosszentren auf seinem Marktgebiet (vgl. Abb. 47). Vor diesem Hintergrund wird sich insbesondere der Zürcher Norden weiter zu einem Brennpunkt für leerstehende Büroflächen entwickeln. Im Bestand ist die insgesamt zur Vermietung inserierte Fläche im Laufe des letzten Jahres steil auf knapp 500'000 m² gestiegen, mit einem Wachstum in allen Geschäftsgebieten (vgl. Abb. 48). Besonders stark war die Zunahme im erweiterten Geschäftsgebiet. Das erreichte Niveau übertrifft das Flächenangebot des Jahres 2006, in welchem die Leerstände im Markt Zürich den Höhepunkt des letzten Büroflächenzyklus gerade überschritten hatten. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass die Leerstände infolge des hohen Angebots weiter steigen und die Mieten unter Druck bleiben werden.

Abbildung 47

Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

In CHF Mio. (linke Skala); Anteil am Total der fünf Grosszentren (rechte Skala)

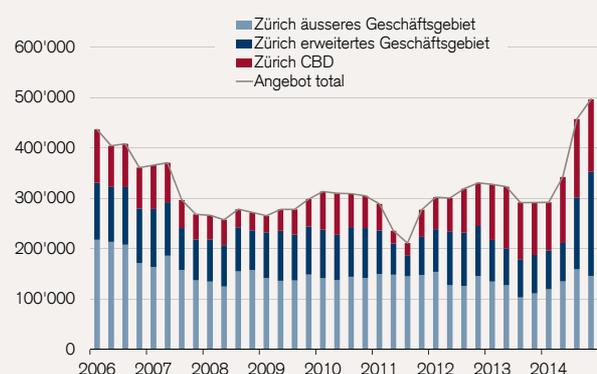


Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abbildung 48

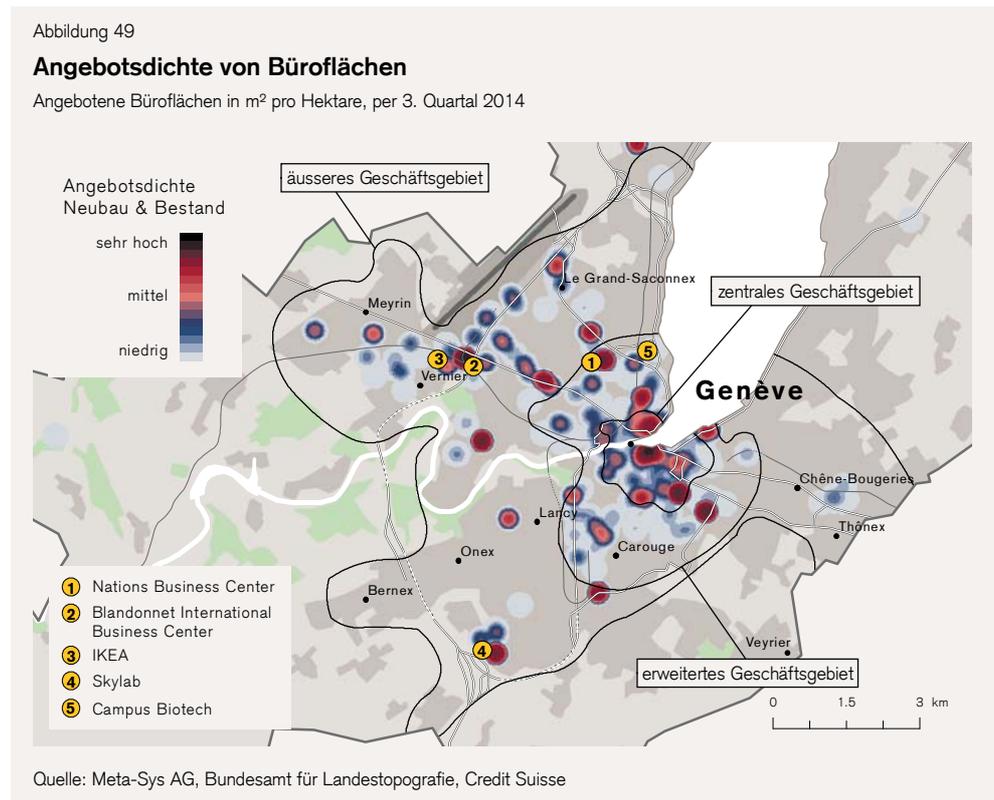
Entwicklung der angebotenen Bürofläche

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Bestandesflächen in m²



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Genf



Höchste Angebotsdichte auf dem Markt Genf – fast nur Bestandesflächen ausgeschrieben

Der Büroflächenmarkt Genf leidet wie Zürich unter einem hohen Flächenangebot. Nachdem das Volumen der ausgeschriebenen Flächen jahrelang auf relativ tiefem Niveau verharrt hatte, verdoppelte es sich im Verlauf des Jahres 2013 schlagartig. Im letzten Jahr ist das inserierte Flächenvolumen weiter gestiegen, aber nicht mehr so steil wie zuvor (vgl. Abb. 51). Die Angebotsquote im Kanton Genf liegt bei rund 8.4% des Flächenbestandes. In Genf konzentriert sich das ausgeschriebene Angebot stark auf den Central Business District (CBD). Hier ist das Flächenangebot so dicht wie in keinem anderen der grossen Büroflächenmärkte (vgl. Karte). Der Markt Genf ist zudem stärker durch die Verfügbarkeit kleiner Flächen gekennzeichnet als der Markt Zürich. Die kleinflächige Struktur betrifft vor allem den CBD und das erweiterte Geschäftsgebiet. Von 229 Inseraten im CBD ist die Hälfte der Flächen kleiner als 180 m², vergleichsweise alt und teuer. Die durchschnittliche Nettomiete der 115 kleinsten Flächen liegt bei CHF 544/m² und Jahr, jene der 114 grössten bei CHF 485/m² und Jahr. Die Spitzenmieten übertreffen Nettowerte von CHF 900/m² und Jahr bei sehr kleinen Grössen zwischen 70 und 110 m². Die geringe Neubauaktivität der letzten zwei Jahre macht sich zudem deutlich im Angebot bemerkbar. Insgesamt sind nur rund 25'000 m² Fläche zur Erstvermietung inseriert im Vergleich zu den 339'000 m² ausgeschriebenen Bestandesflächen.

Nachfrage in Genf derzeit geprägt von Life-Sciences- und Spitzenindustrie

Ausserhalb des CBD finden sich mit sechs inserierten Objekten zwischen 6000 bis 12'000 m² Ausnahmen von diesem umfassenden kleinflächigen Angebot. Nur eines davon entfällt auf das erweiterte Geschäftsgebiet. Es handelt sich um das 2013 komplett erneuerte Nations Business Center im Herzen des United-Nations-Quartiers von Genf. Ähnlich wie im CBD dominiert auch im erweiterten Geschäftsgebiet eine Vielzahl eher kleiner Flächen. Ausserhalb des CBD und des erweiterten Geschäftsgebiets konzentrieren sich die ausgeschriebenen Flächen stark auf das Flughafenengebiet, wo unter anderem im Blandonnet International Business Center wie auch im IKEA-Komplex grössere Flächen zu vermieten sind. Weitere grosse Flächenangebote liegen verstreut im übrigen Teil des äusseren Geschäftsgebiets. Unter diesen Standardflächen, denen auch in Genf seit geraumer Zeit die Nachfrage fehlt, versteckt sich das Nischenangebot für das neue Projekt Skylab, das als Hightech-Business-Drehscheibe inmitten der Uhrenindustrie von Plan-les-Ouates und am Autobahnknotenpunkt der A1 im Südwesten von Genf vermarktet wird. Diese Flächen sollen 2015 bezugsbereit sein. Mit Blick auf die veränderten Nachfragestrukturen (vgl. Seite 38f.) dürfte dieses Angebot aufgrund der Einbettung in ein erfolgreiches Unternehmenscluster der Spitzenindustrie auf Anklang stossen. Ein zweites aussergewöhnliches Projekt ist der Campus Biotech im ehemaligen Gebäude von Merck Serono in Genf Sécheron. Die

Labors und Büros mit Platz für 1200 Personen wurden in eine Forschungsstätte der Universität Genf und der EPFL umgewandelt. Ein Drittel der Kapazitäten ist bereits ausgelastet, und mit dem Einzug des EPFL-Teils des europäischen Forschungsflaggschiffes «Human Brain Project» wächst die Auslastung derzeit weiter. Dieses von einem öffentlich-privaten Konsortium getragene Projekt ist symbolisch für die Nachfragekomplexität bei Dienstleistungsflächen, die gleichzeitig optimale Bedingungen für die Bildung, die Forschung und Entwicklung sowie die Vermarktung medizinischer Produkte bieten müssen. Das Life-Sciences-Cluster, das von der Dachorganisation BioAlps vertreten wird und der Westschweiz zwischen Visp und Genf den Namen «Health Valley» eingebracht hat, wächst weiter. Demgegenüber bietet das kleinflächig strukturierte, veraltete und lagebedingt teure Büroflächenangebot der Stadt Genf derartigen Unternehmen kaum adäquate Flächen.

Ungünstige Kombination von Standortunsicherheiten limitiert klassische Büroflächennachfrage

Im Gegensatz zum wachsenden Flächenbedarf des Life-Sciences-Cluster leiden klassisch konzipierte Büroflächen für Konzernhauptquartiere, Banken, Versicherungen und Unternehmensdienstleister unter einer ungünstigen Kombination negativer Faktoren. Der internationale Druck auf das Bankgeheimnis und die Steuerprivilegien, welche die Schweiz internationalen Konzernen gewährt, hat nicht nur einen tiefgreifenden Strukturwandel im Bankensektor ausgelöst, sondern verunsichert auch internationale Holdings. Deshalb kam die Nachfrage nach prestigeträchtigen Büroflächen in Genf zum Erliegen. Die Frankenstärke, die Wohnungsknappheit und zusätzliche Unsicherheiten infolge der Flut von Initiativen haben dazu ebenfalls beigetragen. Die Unternehmenssteuerreform III (USR III) ist besonders für Genf als nachfragelimitierender Faktor ernst zu nehmen. Der Umbau des Steuersystems gestaltet sich für Genf besonders schwierig, weil ein grosser Teil der Einnahmen von der Unternehmensbesteuerung herrührt und sich die reguläre Unternehmensbesteuerung heute nicht auf einem international wettbewerbsfähigen Niveau befindet. Um Abwanderungen zu verhindern, plant der Kanton eine starke Senkung der ordentlichen Gewinnsteuersätze, die allerdings erhebliche Steuerausfälle zur Folge haben werden.

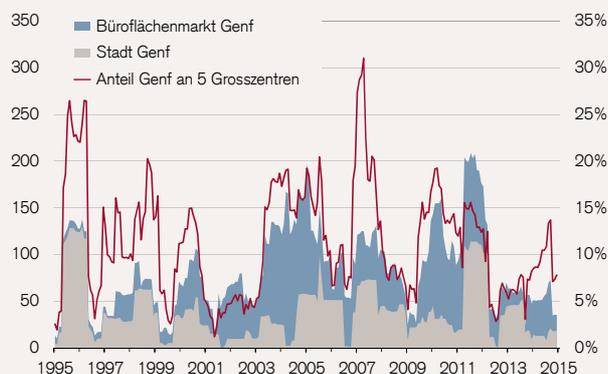
Genf dürfte Höhepunkt des Büroflächenangebots (bald) erreicht haben

Die Nachfrageschwäche und die Standortunsicherheiten in Genf sind kein neues Phänomen. Sie haben sich im Nachgang der Finanzkrise langsam aufgebaut und kommen spiegelbildlich im Anstieg des Angebots im Laufe der Zeit zum Ausdruck. Weil seit Längerem nur sehr wenige neue Flächen geplant werden, dürfte sich das ausgeschriebene Flächenangebot mittelfristig stabilisieren. Gegenwärtig liegt das Volumen der in den letzten zwölf Monaten bewilligten Büroflächen mit lediglich CHF 35 Mio. weit unter dem langfristigen mittleren Investitionsvolumen (vgl. Abb. 50). Ein erster Hoffnungsschimmer war zudem, dass die offiziellen Leerstände 2014 leicht von 1.9% auf 1.6% der Bestandesflächen zurückgingen. In Anbetracht des hohen Flächenangebots erwarten wir aber auf kurze Sicht einen Wiederanstieg der Leerstände, denn der Abbau des umfassenden Flächenangebots wird Zeit in Anspruch nehmen. Solange nicht klar ist, wie in Genf die USR III umgesetzt wird, werden internationale Holdings ihre Ansiedlungspläne weiterhin auf Eis legen.

Abbildung 50

Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

In CHF Mio. (linke Skala); Anteil am Total der fünf Grosszentren (rechte Skala)

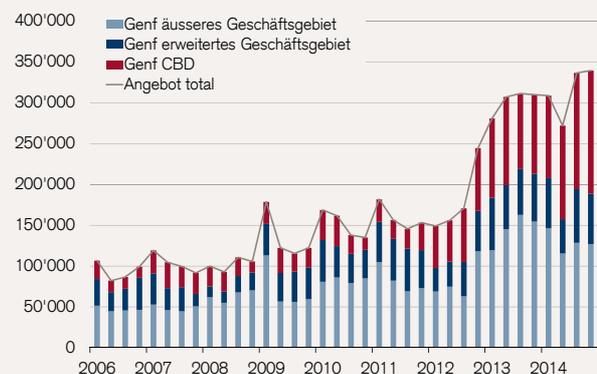


Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abbildung 51

Entwicklung der angebotenen Bürofläche

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Bestandesflächen in m²



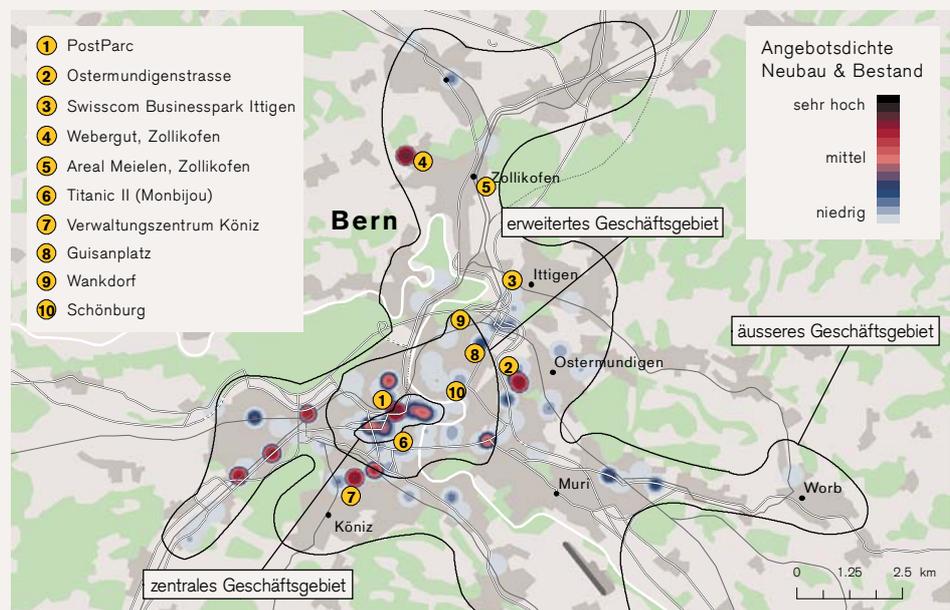
Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Bern

Abbildung 52

Angebotsdichte von Büroflächen

Angebote Büroflächen in m² pro Hektare, per 3. Quartal 2014



Quelle: Meta-Sys AG, Bundesamt für Landestopografie, Credit Suisse

Wenige Grossflächen im Angebot

Der Büroflächenmarkt Bern bleibt im Gleichgewicht, trotz grosser Angebotszunahme. Das aus-geschriebene Flächenangebot im Bestand von rund 83'000 m² ist geprägt von eher kleinen Büroflächen in der Innenstadt und entlang der Hauptverkehrsachsen im erweiterten und äusseren Geschäftsgebiet. Trotz der regen Bautätigkeit der letzten Jahre mit Grossprojekten, die sich über alle Geschäftsgebiete verteilen, sind neben den Kleinflächen mit natürlicher Fluktuation nur wenige Grossflächen im Angebot. Im PostParc, im Herzen von Bern direkt am Bahnhof gelegen, ist vor Fertigstellung zum Jahresende 2015 die Hälfte der Büroflächen an Mieter wie Ernst & Young und die Höhere Fachschule für Wirtschaft und Informatik (IFA) vermietet. Aufgrund der Grösse des Projekts sind trotzdem noch knapp 10'000 m² zur Vermietung ausgeschrieben. Ein weiterer Angebotsschwerpunkt liegt an der Ostermundigenstrasse knapp ausserhalb des erweiterten Geschäftsgebiets. Von hier hat die Swisscom ihre Mitarbeitenden 2014 in den neuen Businesspark in Ittigen verschoben. Die freien Flächen von rund 31'000 m² werden derzeit unter dem Label Businesspark Bern vermarktet, tauchen aber nicht auf den Online-marktplätzen auf, weshalb das Flächenangebot die Situation unterschätzt. Daneben sind im Westen von Bern im Raum Bümpliz sowie neuerdings in Zollikofen im Raum Webergut, wo früher das nach St. Gallen umgezogene Bundesverwaltungsgericht seinen Sitz hatte, seit Längerem grössere Flächen ausgeschrieben.

Starkes Wachstum der Verwaltung absorbiert viel Fläche

Da und dort machen sich frei werdende Flächen bemerkbar, was die Angebotsquote jüngst hat steigen lassen (vgl. Abb. 54). Vor allem bei Bestandesimmobilien im Zentrum ist in den kommenden Jahren mit einem weiter expandierenden Angebot zu rechnen. Nach Post, Postfinance, SBB und Swisscom setzt nämlich auch der Bund die langfristige Rochade der Bundesverwaltung Stück für Stück um. Die Liste der geplanten neuen Verwaltungsstandorte ist lang und wird immer konkreter. Viele der Liegenschaften werden auf der Basis von Wachstumsmotiven gebaut, weshalb nicht jeder Umzug andernorts zu Flächenausschreibungen und Leerständen führt. So entstanden beispielsweise Ende 2013 700 Arbeitsplätze des Bundesamtes für Informatik und Telekommunikation (BIT) auf dem Areal Meielen in Zollikofen. Hauptsitz des BIT bleibt jedoch das Titanic II genannte und entsprechend markante Bürogebäude im Berner Quartier Monbijou. Andere Arbeitsplatzverlagerungen werden dagegen mit höherer Wahrscheinlichkeit Angebote im CBD freisetzen. So dürfte es beispielsweise im Herbst zu Umzügen des Bundesamtes für Gesundheit aus dem Zentrum in das neue Verwaltungszentrum in Köniz kommen. Dort wird derzeit eine Fläche für 720 zusätzliche Arbeitsplätze fertiggestellt. Bis 2025 folgen weitere Verwaltungszentren in Köniz, in Ittigen und am Guisanplatz mit Platz für insgesamt 7000

bis 8000 Arbeitsplätze. Doch auch wenn das Flächenangebot zwischenzeitlich infolge grösserer Umzugsaktionen immer wieder etwas steigen dürfte, ist kein ernsthaftes Überangebot zu erwarten, sofern sich die Planung zusätzlicher Renditeflächen in Grenzen hält. Letztlich wird die in Bern ansässige Verwaltung den Platz benötigen, sollte sich das Beschäftigungswachstum auch nur annähernd so dynamisch fortsetzen wie in den letzten vier Jahren. Von 2008 bis 2012 nahm die Zahl der Verwaltungsangestellten in der Wirtschaftsregion Bern um 3.9% pro Jahr zu. Schreibt man dieses Wachstum fort, würden die ins Auge gefassten Zusatzflächen bis 2025 alleine durch das Beschäftigungswachstum gefüllt.

Bildungsinstitutionen ebenfalls auf dem Expansionspfad

Die SBB plant in Bern ähnlich langfristig. Im August 2014 wurde der neue Hauptsitz im Wankdorf-City mit Platz für 1800 Beschäftigte eingeweiht. Indessen hält sich die Flächenfreisetzung auch hier in Grenzen. Der Kanton hat der SBB zwei grosse Liegenschaften abgekauft, um sie für die universitäre Nutzung im Quartier Länggasse umzubauen. Denn auch die Universität wächst und braucht mehr Platz. Sie ist daher dankbare Abnehmerin für frei werdende Flächen im Quartier. Der ehemalige SBB-Sitz in der Mittelstrasse mit 17'000 m² soll als polyvalentes Institutsgebäude mehreren Fakultäten zur Verfügung gestellt werden. Wie in den anderen vier Grosszentren spielt somit auch im Markt Bern die Bildungsnachfrage eine entscheidende Rolle für die Büroflächenauslastung. Als nächster Schritt plant die SBB ebenfalls im Wankdorf (Baubereich 6) die Entwicklung eines konzentrierten IT-Standortes mit nochmals bis zu 1800 Beschäftigten. Die Fertigstellung dürfte in den Zeitraum 2018 bis 2020 fallen. Weitere Mieter im Wankdorf-City sind ab 2016 Losinger-Marazzi, die Krankenkasse KPT im Projekt Twist Again und die Schweizerische Post, die ab diesem Jahr ihren Hauptsitz auf 34'000 m² im Projekt Majowa beziehen wird. Auch hier werden Flächen aufgegeben, wobei die Zukunft des vorherigen Hauptsitzes, der Schönburg, noch ungewiss ist.

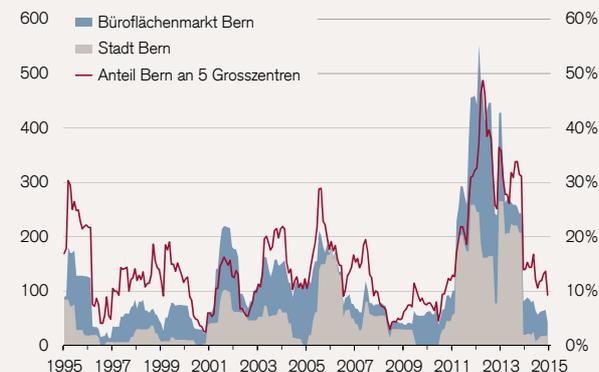
Wachsendes Flächenangebot vorerst kaum zu verhindern – Stabilisierung in mittlerer Frist

Insgesamt dürfte sich der Trend zu einem zunehmenden Flächenangebot auf dem Büroflächenmarkt Bern fortsetzen. Während bisher vor allem das Angebot im äusseren Geschäftsgebiet gestiegen ist – was vor allem dem Wegzug der Swisscom aus Ostermündigen zuzuschreiben ist –, werden die Verlagerungen der Bundesverwaltung auch im CBD für eine Zunahme sorgen. Drei Gründe sprechen jedoch gegen ein besorgniserregendes Überangebot in Bern: Erstens wird nach der Ausweitungswelle im Wankdorf sehr zaghaft geplant. Das in den letzten zwölf Monaten bewilligte Büroflächenvolumen entspricht mit CHF 66 Mio. weniger als der Hälfte des langfristigen Mittels (vgl. Abb. 53). Zweitens ist davon auszugehen, dass sich das beachtliche Wachstum der öffentlichen Verwaltung, der staatsnahen Betriebe und des Bildungssektors in Bern fortsetzen wird, wenn auch mit etwas geringerer Dynamik. Die Verwaltung wird daher bei der Aufgabe von guten, zentralen Standorte sehr zurückhaltend vorgehen. Und drittens: Auch wenn das ausgeschriebene Flächenangebot derzeit nicht alle auf dem Markt angebotenen Flächen umfasst und damit die Situation unterzeichnet, bewegt sich der Anteil der ausgeschriebenen Flächen dennoch deutlich unter dem schweizweiten Niveau von 3.7%.

Abbildung 53

Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

In CHF Mio. (linke Skala); Anteil am Total der fünf Grosszentren (rechte Skala)

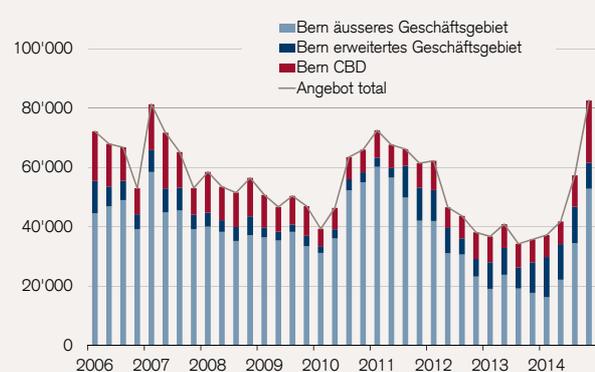


Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abbildung 54

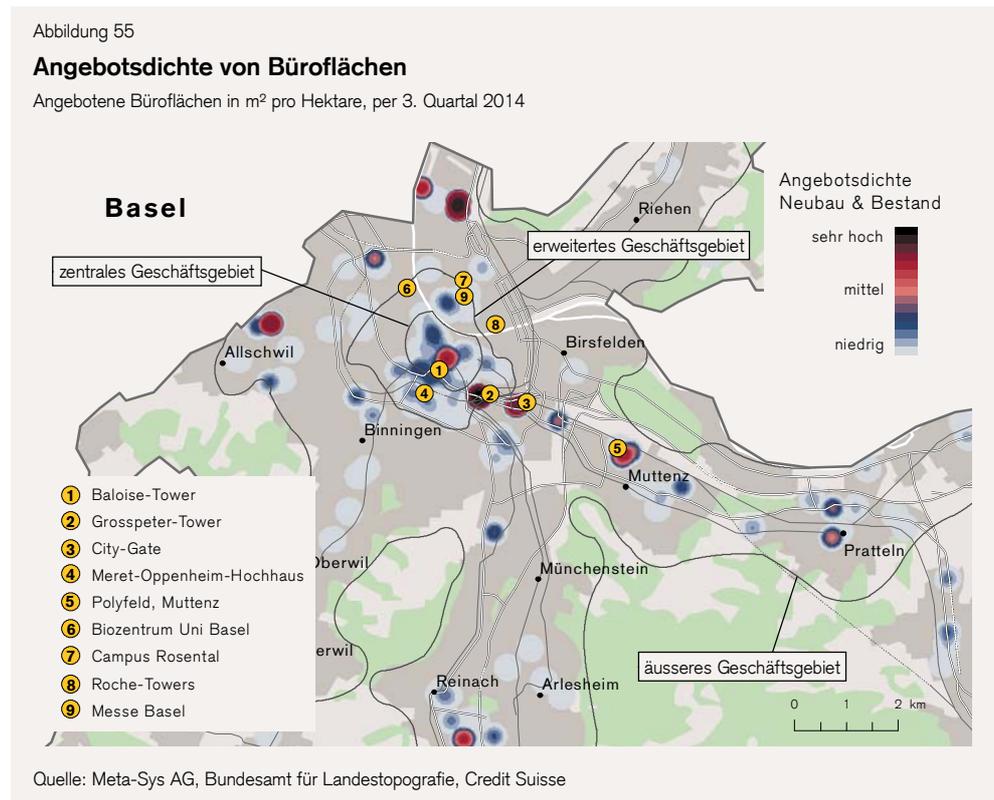
Entwicklung der angebotenen Bürofläche

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Bestandesflächen in m²



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Basel



Vergleichsweise geringes Flächenangebot im Bestand

In und um Basel buhlen verschiedene Bürohochhausprojekte um Mietinteressenten. Für einen Vermarktungserfolg bedarf es jedoch eines langen Atems auch wenn das ausgeschriebene Flächenangebot im Bestand mit 76'000 m² vergleichsweise klein ist und keinen eigentlichen Brennpunkt kennt (vgl. Karte). Nur 4.0% des landesweit ausgeschriebenen Büroflächenangebots im Bestand entfallen auf den Markt Basel, obwohl dieser rund 6% aller Büroflächen in der Schweiz umfasst. Das ausgeschriebene Angebot ist dabei sehr kleinflächig strukturiert. Die durchschnittliche Flächengrösse im Bestand über alle drei Geschäftsgebiete liegt zwischen 150 und 220 m². Grosse und neue Flächen sind die Ausnahme, vor allem im Central Business District (CBD). In Letzterem konkretisiert sich indessen das Bauvorhaben der Baloise, die dort, wo das heutige Hilton beim Bahnhof steht, drei Gebäude und einen Park errichten wird. Ab Ende 2019 wird die Baloise mit rund 700 Mitarbeitern ihren neuen Hauptsitz beziehen. Weitere Flächen für 1300 Arbeitsplätze werden an Dritte vermietet. Unweit davon ist derzeit mit 12'000 m² eines der wenigen grösseren Flächenangebote ausgeschrieben. Es handelt sich um den Grosspeter Tower, der ebenso wie das noch weiter westlich gelegene Büroflächenprojekt City-Gate starklar wäre und nur noch auf Mieter wartet. Mehr Erfolg hatte das Meret-Oppenheim-Hochhaus – kurz MOH genannt – auf der Südseite des Bahnhof SBB: Nach Fertigstellung Ende 2018 wird die SRF-Kulturabteilung, die ihren bisherigen Standort Bruderholz aufgibt, in den von Herzog & de Meuron gestalteten 81 Meter hohen Tower einziehen.

Bildung und Life Sciences auch zukünftig Haupt- nachfrager

Andere grössere Angebote mit Ausnahme einer älteren Fläche in Aesch richten sich vorwiegend an Nachfrager aus dem Bildungs- oder Life-Sciences-Bereich. So standen im 3. Quartal zum Beispiel Büroflächen im Rennbahncenter zum Angebot. Dies ist das erste realisierte Projekt innerhalb des Perimeters des Masterplans Polyfeld Muttenz, wo zukünftig bahnhofsnahe unter den Schlagwörtern «Wissen, Wohnen, Arbeiten und Begegnen» verschiedene Nutzungen entwickelt werden. Unter anderem entsteht der Campus Muttenz mit einem Neubau für die Fachhochschule Nordwestschweiz (FHNW). Für CHF 300 Mio. soll bis 2019 Platz für 3700 Studierende und 680 Mitarbeitende geschaffen werden. Der Life-Sciences-Bereich rangiert auch bei den baulichen Investitionen im Raum Basel unangefochten an der Spitze. Mit dem Neubau des Biozentrums der Universität und dem neuen Campus Rosental sowie vor allem mit der Ankündigung der Hoffmann La Roche AG, einen zweiten, noch höheren Turm bauen zu wollen, wird in den kommenden Jahren flächenmässig weiter stark in das Branchencluster investiert. Roche beabsichtigt, in den kommenden zehn Jahren CHF 3 Mrd. in den Bau eines neuen Forschungs- und Entwicklungszentrums, in ein neues Bürogebäude für bis zu 1700 Mitarbeitende, in die Er-

Roche investiert gewaltig in den Standort Basel

neuerung der Infrastruktur sowie in die Renovation des historischen Verwaltungsgebäudes zu investieren. Das Bürogebäude soll 205 Meter hoch werden und 2021 bezugsbereit sein.

Das klare Bekenntnis von Roche zum Standort Basel ist auch für den Büroflächenmarkt letztlich eine gute Nachricht. Trotz der Konzentration der Beschäftigten auf werkeigene Standorte zieht die langfristige Präsenz der beiden grossen Life-Sciences-Konzerne andere Firmen und Dienstleister an, die von diesem Cluster profitieren können. Befürchtungen, der Bau des ersten Roche Towers werde den Basler Büroflächenmarkt in ein Überangebot stürzen, werden sich daher nicht bewahrheiten. Der dieses Jahr fertig werdende Roche-Turm reicht nicht für eine Konzentration aller Mitarbeitenden aus. Das Wachstum des Unternehmens scheint die Flächenausweitung überholt zu haben. Daher werden auch nach Fertigstellung des «Bau 1» genannten Turms 3000 Mitarbeiter in über die ganze Stadt verteilten Mietobjekten weiterarbeiten. Beflügelt von diesen Aussichten hat die Messe Basel ihre Pläne eines neuen Hochhauses mit 16'000 m² Bürofläche am Standort ihres sanierungsbedürftigen Parkhauses vorgestellt, die sich wie eine Reminiszenz an die Gestalt der Roche Towers präsentieren.

Grosses Flächenpotenzial über Arealentwicklungen

Kennzeichnend für den Büroflächenmarkt Basel ist auch, dass die industrielle und logistische Vergangenheit der Region dem Markt eine konstant hohe Verfügbarkeit von Arealflächen beschert. Mit dem Erlenmatt-Areal, dem Dreispitz-Areal und nicht zuletzt dem Hafensareal stehen kurz- bis langfristig grössere Flächenpotenziale bereit. Pläne, um über die Entwicklung grosser Industrieareale Ansiedlungsflächen für neue Unternehmen zu schaffen, hegt auch der Kanton Basel-Landschaft. Ziel ist es, das Steuersubstrat im Rahmen einer «Wirtschaftsoffensive» mittels Ansiedlungen und Wachstum signifikant zu erhöhen. Ursprünglich wurden 37 Areale im Kanton identifiziert, von denen vier Gebiete als strategisch wichtig eingestuft wurden. Alleine auf dem Areal Salina Raurica zwischen Pratteln, Augst, A2 und Rhein dürften 50 Hektaren zur Verfügung stehen, wo neben Wohnungen Platz für 4000 bis 9000 Arbeitsplätze entstehen könnten. Das alleine entspräche 3.5% bis 8.0% der Beschäftigtenzahl im Kanton Basel-Landschaft. Hinzu kommen im Bezirk Liestal mehrere Areale auf der Ergolz-Achse zwischen Muttenz und Sissach, das ABB-Areal in Münchenstein und Arlesheim und das Dreispitz-Areal auf Münchensteiner Seite.

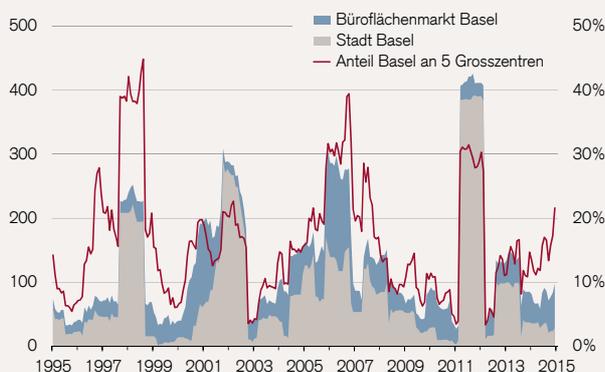
Überangebotsgefahr vorerst gebannt

Ausserhalb des Bildungs- und Life-Sciences-Clusters gestaltet sich die Flächenvermarktung steiniger. Ein Hoffnungsschimmer ist die Versicherungsbranche, hegt doch nicht nur die Baloise, sondern auch die Helvetia Neubaupläne. Die an den baubewilligten Investitionsvolumen gemessene Flächenausweitung in Basel hat im Mittel der letzten Jahre das langfristige Mittel trotz Roche Tower und Tiefzinsphase nicht überschritten und liegt mit derzeit CHF 83 Mio. sogar um mehr als ein Drittel darunter (vgl. Abb. 56). Dies hat den Markt stabilisiert und vor einem Überangebot bewahrt. Damit unterscheidet sich der Markt Basel markant von den meisten anderen Märkten.

Abbildung 56

Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

In CHF Mio. (linke Skala); Anteil am Total der fünf Grosszentren (rechte Skala)

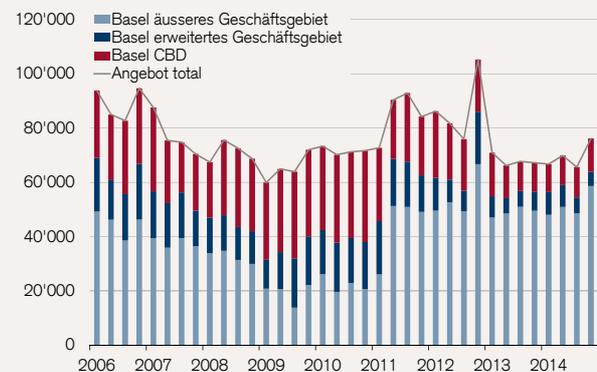


Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abbildung 57

Entwicklung der angebotenen Bürofläche

Summe der quartalsweise ausgeschrieben Bestandesflächen in m²



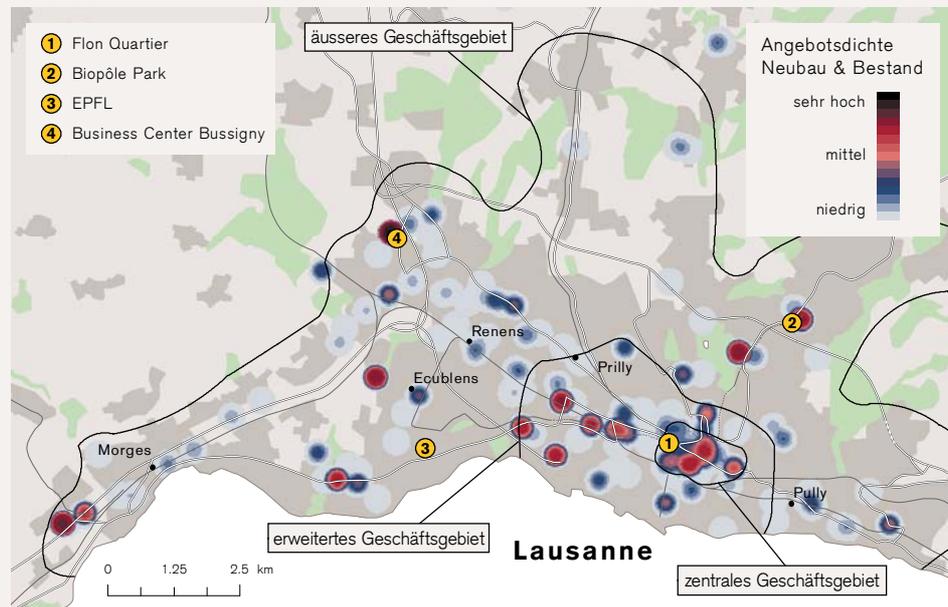
Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Lausanne

Abbildung 58

Angebotsdichte von Büroflächen

Angebotene Büroflächen in m² pro Hektare, per 3. Quartal 2014



Quelle: Meta-Sys AG, Bundesamt für Landestopografie, Credit Suisse

Kräftiger Anstieg des Flächenangebots

Im Vergleich zu den anderen grossen Büroflächenmärkten ist der Büroflächenmarkt Lausanne weniger ausgeprägt von nur einigen wenigen Wirtschaftszweigen abhängig und somit dem Wohlergehen dieser Branchen weniger stark ausgesetzt. Doch auch er spürt die abgeschwächte Konjunktorentwicklung, den Rückgang der Unternehmensansiedlungen aus dem Ausland und die Verunsicherung der ansässigen Unternehmen infolge der Unternehmenssteuerreform III. Die Nachfrage hat sich entsprechend abgekühlt. Das Angebot an ausgeschriebenen Bestandesflächen ist folglich in den letzten Quartalen in die Höhe geschossen. Im Bestand werden in Lausanne derzeit rund 164'000 m² Büroflächen angeboten, womit sich die Angebotsquote auf rund 6.6% erhöht hat (vgl. Abb. 60). Vor allem im Central Business District (CBD) sowie im Westen des erweiterten Geschäftsgebiets ist die Anzahl kleinflächiger Angebote zuletzt gestiegen (vgl. Karte). Innerhalb von zwei Jahren hat sich die durchschnittliche Grösse ausgeschriebener Flächen im CBD von 400 auf 180 m² reduziert. Es scheint immer schwieriger zu werden, genügend Kleinunternehmen für die Wiedervermietung im Herzen von Lausanne zu finden. Hohe Mieten und ein überlastetes Verkehrssystem dürften die Hauptgründe sein, weshalb sich immer mehr Unternehmen für peripherere Standorte entscheiden. Mit einer durchschnittlichen Nettomiete von CHF 377/m² und Jahr liegen die Flächenkosten im CBD deutlich über dem Niveau des erweiterten Geschäftsgebiets mit CHF 266/m² und Jahr. Letzteres bietet beispielsweise Flächen im Flon-Quartier westlich des CBD, das in den letzten zehn Jahren modernisiert wurde. Der Löwenanteil des ausgeschriebenen Büroflächenangebots in Lausanne entfällt mit 60% jedoch auf das äussere Geschäftsgebiet. Wenn in Lausanne von Überkapazitäten die Rede ist, dann in der Peripherie. Doch auch hier lohnt sich ein differenzierter Blick: Lausanne hat sich nämlich zu einem Markt mit drei lokalen Magneten entwickelt, wo die Nachfrage in den letzten Jahren dynamisch zugenommen hat.

Drei Nachfragemagnete: CBD, Biopôle und EPFL

Den ersten dieser Magnete bilden unverändert der CBD und die von diesem südlich und westlich gelegenen Gebiete Richtung See. Trotz verkehrsbedingten Einschränkungen ist das Zentrum gefragt, aufgrund des kleinflächigen Angebots haben es grössere Unternehmen jedoch schwer, Platz zu finden. Der zweite, stark Life-Sciences-lastige Büroflächenschwerpunkt entsteht im Biopôle Park in Epalinges nord-östlich des CBD. Er wächst kontinuierlich, hält aber noch Platzreserven für neue Unternehmen bereit. Der Dritte, bereits stärker etablierte Magnet ist der Campus der EPFL in Ecublens. Während in Zürich und andernorts noch über Standorte zukünftiger Innovationsparks diskutiert wird, wachsen in Ecublens die EPFL, die Universität und die Spitzenindustrie rasant zu einem grossen Hightech-Cluster zusammen. Letztes grosses Bin-

deglied zwischen diesen Welten ist das Swiss Tech Convention Center, das 2014 fertiggestellt wurde und Kongressen mit bis zu 3000 Personen Platz bietet. Dem Campus bleiben noch grosse Nutzungsreserven, weshalb das künftige Wachstum weiterhin garantiert ist.

Vereinzelte Vermietungsschwierigkeiten abseits der drei Nachfragepole

Damit hat sich Lausanne zu einem tripolaren Büroflächenmarkt entwickelt, der, ähnlich wie Genf, Zug und Basel, von Unternehmen mit hohem Forschungs- und Entwicklungsanteil und dem Wunsch des Wissenstransfers zwischen Theorie und Praxis geprägt ist. Das jüngst gestiegene Flächenangebot auf den Onlinemarktplätzen betrifft dagegen eher peripher gelegene, mit den öffentlichen Verkehrsmitteln schlechter erreichbare und abseits der bestehenden Nachfragepole geplante oder bereits realisierte Flächen. So führt beispielsweise eine seit Langem zwecks Vorvermietung inserierte Fläche von rund 30'000 m² in einem Business Center in Busigny immer wieder für sprunghaft erhöhte Angebotswerte im äusseren Geschäftsgebiet. In Zentrumsnähe oder nahe den anderen zwei Schwerpunktgebieten sind freie Grossflächen dagegen rar. Das einzige grössere Flächenangebot in CBD-Nähe war im 3. Quartal ein Neubauprojekt am westlichen Rande des erweiterten Geschäftsgebiets mit gut 4000 m², das ab Mitte 2015 verfügbar wäre.

Gestern Leerstände im Bezirk Lausanne, heute im Bezirk Ouest Lausannois

Die Leerstände sind auf dem Büroflächenmarkt Lausanne etwas gestiegen. Wenige, dafür grössere Ladenhüter vor allem im Bezirk Ouest Lausannois prägen den Markt und kommen in einer Zweiteilung der Leerstandsentwicklung zum Ausdruck. Die Leerstände bewegen sich in der Region Lausanne mit 41'000 m² insgesamt im Rahmen des langjährigen Mittels, verteilen sich aber heute zwischen den zwei relevanten Bezirken Lausanne und Ouest Lausannois grundsätzlich anders als noch 2005. Mit 27'000 m² leer stehenden Büroflächen übertrafen die Überkapazitäten im Bezirk Lausanne jene im Bezirk Ouest Lausannois im Mittel der Jahre 2005 bis 2009 um das Dreifache. Nach 2009 sanken die Leerstände im Kernbezirk Lausanne dagegen markant, und die Relation hat sich dauerhaft gewendet. Von 2010 bis 2014 standen im Bezirk Lausanne im Mittel nur noch halb so viele Flächen leer wie im Bezirk Ouest Lausannois.

Schwache künftige Angebotsausweitung wird den Markt stabilisieren

Ein weiterer Anstieg der Leerstände auf dem Büroflächenmarkt Lausanne ist nicht auszuschliessen, dürfte aber im engen Rahmen bleiben. Wie auch in Genf scheint der Höhepunkt im gegenwärtigen Zyklus schon erreicht oder nahe zu sein, zumal derzeit nicht viele neue Flächen geplant werden. Das in den letzten zwölf Monaten bewilligte Bauvolumen bewegt sich auf einem Niveau von lediglich CHF 30 Mio. und liegt damit weit unter dem langfristigen Investitionsvolumen (vgl. Abb. 59). Bereits im Verlauf des Jahres 2013 war das bewilligte Volumen ähnlich tief. In diesem Punkt unterscheidet sich der Büroflächenmarkt Lausanne markant etwa vom Markt Zürich. Kurz- bis mittelfristig wird die geringe Flächenausweitung den Büroflächenmarkt Lausanne stabilisieren, zumal dieser in seinem Kern ohnehin ein einigermaßen intaktes Bild abgibt.

Abbildung 59

Bewilligtes Bauvolumen Büroflächen

In CHF Mio. (linke Skala); Anteil am Total der fünf Grosszentren (rechte Skala)

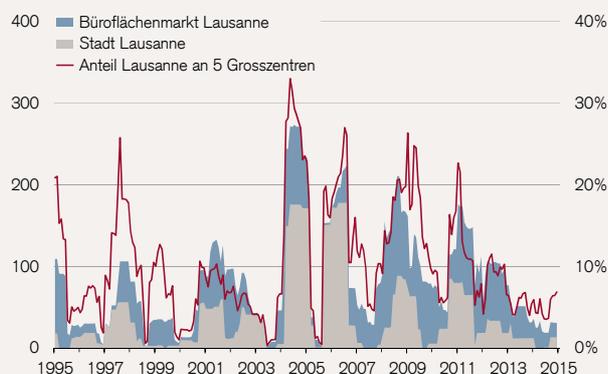
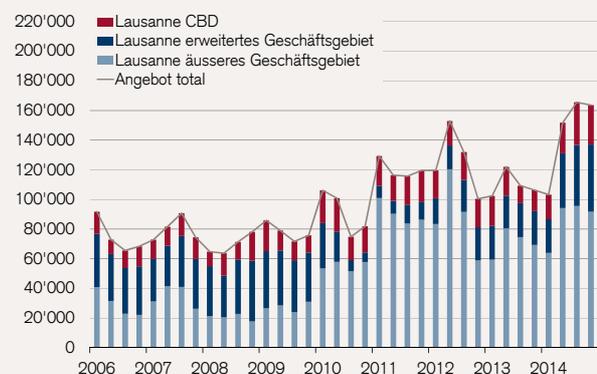


Abbildung 60

Entwicklung der angebotenen Bürofläche

Summe der quartalsweise ausgeschrieben Bestandesflächen in m²



Ausblick Büroflächen 2015

Erodierende Nachfrage trifft auf zu grosses Angebot

Trotz soliden fünfjährigen Wirtschaftswachstums in einer Bandbreite von 1% bis 2% hat sich in erster Linie in Zürich und in Genf ein Überangebot an Büroflächen aufgebaut. Hauptgrund ist, dass die Wirtschaftsentwicklung nach 2009 vom Binnenwirtschaftswachstum geprägt war. Die Dynamik klassischer Nutzer wie Banken, Versicherungen oder Unternehmensberatungen hat deutlich nachgelassen und sich stellenweise umgekehrt. Dagegen entwickelten auf die Binnenkonjunktur ausgerichtete Branchen einen erhöhten Flächenbedarf, jedoch bei tieferer Zahlungsbereitschaft und/oder anderen Flächenansprüchen. Deshalb überfordert nach wie vor auch eine reduzierte Projektierungstätigkeit den Markt. Dies dürfte sich mit der erwarteten Eintrübung der Konjunktur noch stärker akzentuieren. War die Nachfrage bis anhin flau, dürfte sie im laufenden Jahr unter den Reaktionen der Unternehmen auf den Wechselkursschock leiden. Eine effizientere Flächennutzung ist eine Möglichkeit, wie Firmen Kosten sparen können, um die Margen zu halten. Daraus entstehen Chancen für neue oder neusanierte Objekte, wenn sie den Unternehmen Flächeneffizienz anbieten. Insgesamt bedeutet diese Marktentwicklung allerdings weiter steigende Leerstände und Druck auf die Mieten. Wir rechnen insbesondere in den grossen Zentren Zürich und Genf mit ungebremst wachsenden Leerständen. Die Situation kann lokal jedoch sehr unterschiedlich ausfallen. Top-Lagen wie zum Beispiel Bahnhofstandorte in den Grosszentren können sich weiterhin sehr gut behaupten. Ebenfalls sind kleinere Büroflächenmärkte vom Angebotsüberhang deutlich weniger betroffen.

Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage

Entwicklung der Nachfrage: Industrie- und Dienstleistungssektor müssen versuchen, die Wirkung des Wechselkursschocks mit Rationalisierungsmassnahmen aufzufangen. Dazu zählt auch die Verbesserung der Flächeneffizienz. Volumenmässig dürfte die Flächen-nachfrage, welche bis anhin schon flau war, nun kaum noch Impulse geben. Quer durch alle Industrie-, Dienstleistungs- und Verwaltungsbereiche ist höchstens mit einer Zusatz-nachfrage von noch 200'000 m² zu rechnen.

Ausgangslage

Ausblick



Situation in den einzelnen Branchen: Die Finanzindustrie steht weiterhin unter enormem Kostendruck und dürfte kaum etwas zum Stellenaufbau in der Bürobranche beitragen. Mit einer moderaten Zusatznachfrage ist höchstens seitens Versicherungen und Unternehmensberatungen zu rechnen. Die Industrie wird vermutlich nur im Falle von dringenden Platzbedürfnissen zusätzliche Flächen anmieten oder dann, wenn dadurch die Flächeneffizienz erhöht werden kann. Die grössten Platzbedürfnisse sind auch in diesem Jahr von Binnenkonjunkturbranchen zu erwarten.

Angebot

Projektierungstätigkeit: Die erhöhte Unsicherheit hat die Planung, gemessen am baubewilligten Projektvolumen auf das langfristige Mittel von knapp CHF 2 Mrd. reduziert. Die tiefen Zinsen wirken einer weiteren Abschwächung entgegen. Auch wenn ein wesentlicher Teil der heute noch bewilligten Projekte dem Eigenbedarf von grossen Unternehmen dient und weniger auf reine Renditeobjekte ohne klare Vorvermietung entfällt, entsteht in der Summe immer noch zu viel Fläche.



Angebotsstruktur: Im Bestand ist das Angebot sehr kleinflächig strukturiert. Vor allem in den Zentren besteht ein erhöhtes Angebot an Flächen, die lagebedingt teuer sind, deren alte Bausubstanz und Raumqualität jedoch im Widerspruch zum Preis stehen. An peripheren Standorten mit mittelmässiger Mikrolage kommen zudem grosse Erstvermietungsprojekte immer stärker unter Druck.

Marktergebnis

Leerstände: 2014 ist der Leerstand gegenüber 2013 innerhalb der Teilerhebung, die 43% des landesweiten Büroflächenmarktes entspricht, um 9% auf 520'000 m² angestiegen. Die gesamthafte Überkapazität an Büroflächen dürfte sich damit auf rund 1 Mio. m² belaufen. In der Tendenz dürfte sich diese Entwicklung eher noch beschleunigen. Eine Trendwende ist für die nächsten 2–3 Jahre nicht zu erwarten.



Mietpreise: Die Büromieten schwankten in den letzten Jahren zwischen Stagnation und leichtem Anstieg. Qualitätsbereinigt ist erst seit 2013 eine deutliche Korrektur zu beobachten, die in diesem Jahr noch keinen Boden finden dürfte.



Performance (Total Return): Regionales Marktumfeld und Mikrolage entscheiden im anspruchsvollen Umfeld über die Renditemöglichkeiten. Kleine, zentrale und wachsende Märkte bieten bei optimaler Mikrolage noch Einstiegsmöglichkeiten. Dagegen begrenzt das Überangebot in Zürich und Genf Wert- und Ertragssteigerungen. Damit dürften die Gesamtergebnisse dort weiter fallen.



Quelle: Credit Suisse

Verkaufsflächen

Der Verkaufsflächenmarkt hat in den letzten Jahren eine erstaunlich hohe Stabilität an den Tag gelegt. Angebot und Nachfrage lagen nie weit auseinander. Nun mehren sich jedoch die Anzeichen, dass der Markt dem bis 2011 herrschenden Flächenrausch Tribut zollen muss. Auch wenn derzeit noch einige Projekte der Fertigstellung bzw. der Realisierung harren, sind praktisch keine neuen Vorhaben mehr in der Planungsphase auszumachen. Das spricht Bände. Die Verunsicherung auf Seiten von Investoren wie Mietern darüber, wie der Markt die anstehenden Herausforderungen durch den wachsenden Onlinehandel bewältigen kann, ist mit Händen zu greifen.

Nachfrage: Im Zeichen von Sättigung und Strukturwandel

Enttäuschende Umsatzentwicklung im Detailhandel

Die Detailhändler haben in den vergangenen Jahren unter der verhaltenen Entwicklung der nominalen Umsätze gelitten. Stagnierende Konsumausgaben, eine gedämpfte Konsumentenstimmung, Preiszugeständnisse an die Konsumenten sowie der Einkaufstourismus lagen dem hiesigen Detailhandel schwer auf dem Magen. Daran hat sich 2014 trotz hoffnungsvoller Erwartungen kaum etwas geändert (vgl. Abb. 61). Real stiegen die Umsätze 2014 um 1.0% nach 1.8% im Vorjahr. Weil wiederum Preisnachlässe auf dem Sortiment gewährt werden mussten, resultierte nominal ein kümmerliches Wachstum von 0.2%. Die Detailhandelspreise schwächten sich allerdings nur noch um 0.8% ab – deutlich weniger als in den Jahren zuvor. Analog zum Vorjahr trug 2014 einzig der Lebensmittelhandel zum Umsatzwachstum bei, während der Non-Food-Bereich nominal ein Negativwachstum hinnehmen musste.

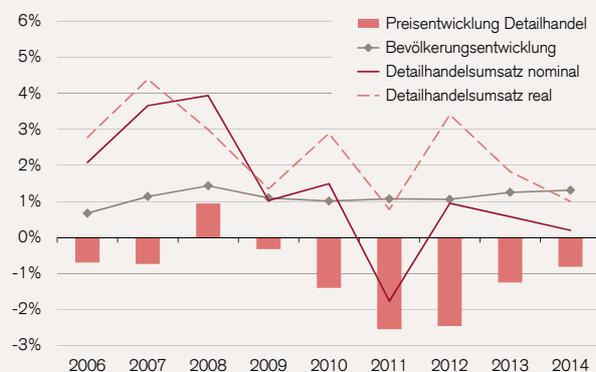
Bevölkerungswachstum als letzte Stütze der Detailhandelsumsätze

Weil die realen Konsumausgaben seit Jahren stagnieren, der Einkaufstourismus auf hohem Niveau verharrt und das verfügbare Einkommen nur leicht zunahm, beruhte das schwache Umsatzplus einmal mehr hauptsächlich auf dem Bevölkerungswachstum (vgl. Abb. 61). Von 2009–2014 wuchs die Bevölkerung im Mittel um jährlich 1.1%, während die Umsätze real um 1.9% und nominal um 0.4% p.a. zulegten. Die Bevölkerungsentwicklung ihrerseits ist stark von der internationalen Migration abhängig, welche sich 2014 gegenüber dem Vorjahr nur leicht abschwächte. Damit erwies sich die Zuwanderung im vergangenen Jahr einmal mehr als wichtige Konsumstütze. Sie sorgt praktisch im Alleingang dafür, dass die Umsätze nicht rückläufig sind.

Abbildung 61

Detailhandelsumsätze/-preise und Bevölkerungsentwicklung

Jahreswachstum in %; 2014: Schätzung

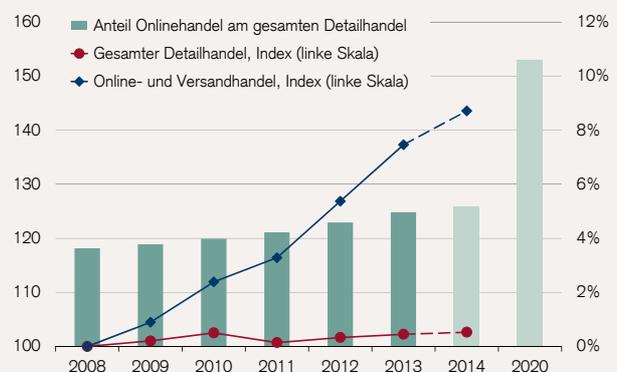


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abbildung 62

Umsatz gesamter Detailhandel versus Onlinehandel

Linke Skala: Index: 2008 = 100; rechte Skala: Anteil Onlinehandel am gesamten Detailhandel; 2014, 2020: Schätzungen



Quelle: Bundesamt für Statistik, GfK, VsV, Credit Suisse

2015: Hiobsbotschaft der SNB erzwingt nominalen Umsatzrückgang

Gleich zu Beginn des Jahres hat die Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses jegliche Hoffnung auf eine Besserung der Situation im Detailhandel zerstört. Ersten Prognosen zufolge wird das erwartete Wirtschaftswachstum 2015 durch den Wechselkurschok in etwa auf 0.8% hal-

biert. Ein geringeres Beschäftigungswachstum sowie eine steigende Arbeitslosigkeit dürften Spuren in der Konsumentenstimmung hinterlassen und die Konsumlust dämpfen. Die Kaufkraft der Konsumenten wird zwar aufgrund der erwarteten negativen Inflation von rund -1.3% merklich zunehmen. Der Franken wird jedoch verstärkt im Ausland ausgegeben werden, denn der Einkaufstourismus dürfte durch die Frankenaufwertung Aufwind erhalten. Da sich dieser bereits auf hohem Niveau befindet, dürfte sein erwarteter Anstieg nicht mit dem Wachstum im Jahr 2011 vergleichbar sein. Die Hoffnungen für 2015 ruhen demnach erneut auf dem Bevölkerungswachstum. Gemäss unseren Prognosen hat die Zuwanderung jedoch ihren Zenit überschritten und dürfte im laufenden Jahr mit noch rund 70'000 Nettozuwanderern mehr als 10% unter dem Vorjahreswert bleiben. Ausserdem dürfte der Preisdruck wieder deutlich zunehmen. Einige Händler haben schon kurz nach dem Entscheid der Nationalbank Preissenkungen angekündigt. Wie schon 2011 droht damit dem Einzelhandel 2015 nominal ein Umsatzrückgang.

Das Wachstum findet abseits des stationären Handels statt

Als ob die neue Ausgangslage nicht schon genug anforderungsreich wäre, sieht sich der Detailhandel seit einigen Jahren der grössten Herausforderung seit je ausgesetzt: dem Onlinehandel. Der elektronische Handel wächst seit Jahren deutlich stärker als der gesamte Detailhandel. 2013 legte der im Onlinehandel erzielte Umsatz um 8% zu, während der Gesamthandel nur ein leichtes Umsatzplus aufwies. Im Detailhandel ist in den letzten Jahren also nur noch der Umsatz abseits des stationären Handels gewachsen, während der stationäre Handel stagnierte. Berücksichtigt man zusätzlich das vergleichsweise hohe Bevölkerungswachstum, so verlor der stationäre Handel in den letzten fünf Jahren pro Kopf jedes Jahr etwas mehr als 1% Umsatz.

2020 wird jeder zehnte Franken abseits des stationären Handels verdient

Die Aussichten für den stationären Handel sind ernüchternd (vgl. Abb. 62). Gemäss einem im Retail Outlook 2015⁶ veröffentlichten, empirisch abgestützten Zukunftsszenario erwarten wir, dass sich der Umsatzanteil des Onlinekanals am Gesamthandel von heute rund 5% auf 11% im Jahr 2020 mehr als verdoppeln wird. Dies entspricht einem jährlichen Wachstum des Onlineumsatzes von rund 11–13%. Die segmentabhängigen Unterschiede, die bereits heute beträchtlich sind und aufgrund unterschiedlicher Produkteigenschaften zustande kommen, werden Bestand haben und letztlich auch den künftigen Flächenbedarf definieren. Beispielsweise wird der Onlineanteil im Lebensmittelhandel von 1.5% im Jahr 2013 auf knapp 3.4% im Jahr 2020 zulegen. Im Bereich der Heimelektronik erwarten wir eine Erhöhung von 23% auf 38%, und im Segment Bekleidung/Schuhe wird ein Anstieg von 12% auf stolze 27% prognostiziert. Die Auswirkungen auf den Verkaufsflächenmarkt dürften demnach bereits in fünf Jahren beträchtlich sein, wenn mehr als jeder zehnte Franken abseits des stationären Geschäfts verdient wird.

Onlinehandel senkt die Flächennachfrage direkt und indirekt

Der Onlinehandel krepelt die Detailhandelsstrukturen um und stellt insbesondere den Verkaufsflächenmarkt vor grosse Herausforderungen. Im Endeffekt werden aufgrund der Umsatz- und Frequenzverlagerung in den digitalen Kanal weniger Flächen nachgefragt. Dieser Prozess dauert mindestens so lange, bis der Sättigungsgrad von E-Commerce erreicht ist. Der Onlinehandel hemmt die Flächennachfrage aber auch indirekt. Weil er hohe Investitionen bedingt, bleiben letztlich weniger Mittel für Flächenexpansionsstrategien übrig. Ein Onlineauftritt wird für Detailhändler immer mehr zur Notwendigkeit. Gemäss einer Untersuchung des E-Commerce-Center Köln ging 2012 in der Schweiz umsatzmässig 25% der stationären Käufe eine Onlinerecherche voraus. In Deutschland waren es bereits 50%. Der stationäre Händler ohne Internetauftritt fällt durch das Evaluationsraster, sowohl bezüglich Produkt als auch Standort. Was sich über Suchmaschinen nicht finden lässt, existiert nicht, so die Wahrnehmung besonders der jungen Konsumenten. Die Einführung und das Betreiben eines Onlineshops verlangen allerdings Investitionen. Nicht nur das, auch die Anpassungskosten im Zuge neuer Unternehmensstrategien und -strukturen binden Mittel. Ergänzend sind Investitionen in die bestehenden Flächen erforderlich, denn um sich gegenüber dem wachsenden Onlineshopping behaupten zu können, muss sich der stationäre Handel auf seine komparativen Vorteile besinnen. Diese liegen im Einkaufserlebnis sowie einer guten und persönlichen Beratung. Beispiele hierfür sind Produkt- oder saisonale Inszenierungen sowie der Einsatz von geschultem Personal. Beides verursacht letztlich höhere Kosten.

6 Vgl. Credit Suisse (2015): Swiss Issues Branchen – Retail Outlook 2015, S. 18 ff.

Onlinehandel verändert die Rolle des stationären Handels

Weil sich die verschiedenen Verkaufskanäle zusehends gegenseitig bedingen, fragen Onlinehändler vermehrt Verkaufsflächen (bspw. Showrooms, Verkaufs- und Beratungslokale) nach. Mischformen von stationärem und Onlinehandel (Multi-/Crosschanneling) zählen zu den erfolgversprechendsten Konzepten. Allerdings ist davon auszugehen, dass die Flächennachfrage insgesamt rückläufig sein wird. Der Gang zum stationären Detailhändler mutiert zunehmend zum wohlüberlegten, gezielten Ansteuern eines Verkaufspunktes. Ein Grossteil der dem Kauf vorausgehenden Evaluationsphase geschieht im Internet – Spontankäufe einmal ausgenommen. Der gezieltere Einkauf äussert sich in geringeren Frequenzen. In den USA ist beispielsweise die Zahl der Frequenzen während der Haupteinkaufszeit im November und Dezember seit 2010 dramatisch gesunken. Gemäss ShopperTrack, die 60'000 Messstellen im Einsatz haben, sind die Einzelhandelsfrequenzen zwischen 2010 und 2013 um 49% gefallen. Dies ist nicht gleichzusetzen mit Umsatzeinbussen, denn der Umsatz pro Kopf liegt dafür deutlich höher. Im Endeffekt dürften geringere Frequenzen aber weniger Fläche erfordern. Der stationäre Handel muss seine neue Rolle in einer digitalisierten Omnichannel-Welt erst noch finden. Dabei gibt es nicht nur *ein* erfolgreiches Geschäftsmodell. Je nach Bedeutung des E-Commerce im jeweiligen Handelssegment oder in der jeweiligen Produktkategorie werden sich verschiedene Konzepte herausbilden.

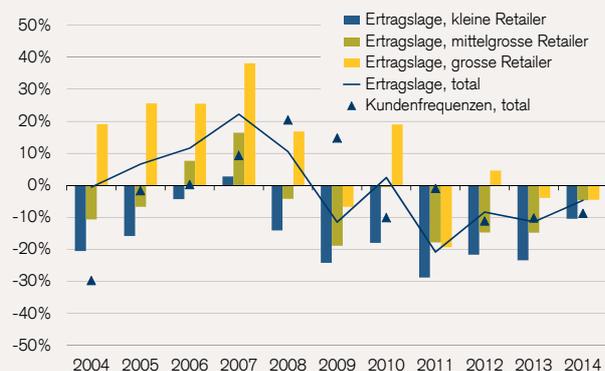
Anhaltend schwieriges Geschäftsumfeld für Detaillisten

Verhaltene Umsatzentwicklung, Einkaufstourismus, hoher Investitionsbedarf und wachsender Onlinehandel: Der Detailhandel sieht sich mit nicht wenigen Herausforderungen konfrontiert. Dies bestätigt die Detailhandelsbefragung der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (vgl. Abb. 63). Seit vier Jahren berichten die Detailhändler von einer sich verschlechternden Ertragslage. Dabei beklagen sich nicht nur die kleinen und mittelgrossen Retailer über eine zunehmend schwächere Ertragslage, sondern auch die grossen Anbieter. Im Zuge der Flächenexpansion im vergangenen Jahrzehnt gehörten Letztere noch zu den Gewinnern. Ähnlich verhält es sich mit den Kundenfrequenzen. Das fünfte Jahr in Folge berichten mehr Detailhändler über eine negative Entwicklung der Kundenfrequenzen als über eine positive – E-Commerce lässt grüssen.

Abbildung 63

Ertragslage und Kundenfrequenzen im Detailhandel

Saldo des Anteils der positiven (=verbessert) und negativen (=verschlechtert) Antworten zur Ertragslage, Entwicklung der Kundenfrequenzen (ggü. Vorjahr)

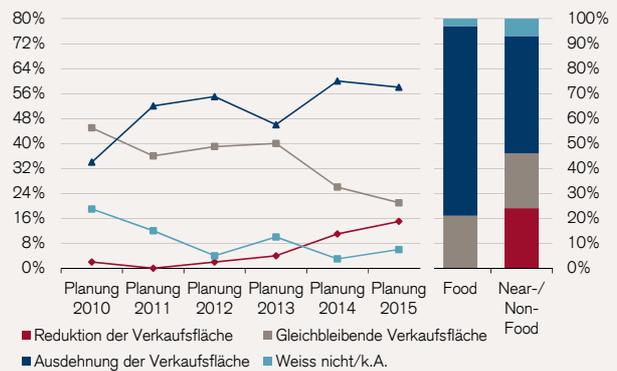


Quelle: KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich

Abbildung 64

Geplante Veränderung der Verkaufsfläche

Linke Skala: Handel total, n = 47 (2011) bis 90 (2014); rechte Skala: Planung 2015 nach Segment (Food: n = 33; Near-/Non-Food: n = 57)



Quelle: Furrer & Hotz

Schwache Nachfrage nach Verkaufsflächen

In Anbetracht der geschilderten Ausgangslage herrscht auf dem Verkaufsflächenmarkt insgesamt eine schwache Nachfrage. Sie resultiert aus dem Bevölkerungswachstum, den Expansionsplänen bereits ansässiger sowie ausländischer Retailketten und der Flächennachfrage von Onlineanbietern. Die markante Aufwertung der Schweizer Währung nach der Rückkehr des Frankens zu flexiblen Wechselkursen wird beispielsweise die Nachfrage ausländischer Retailketten nach Filialstandorten in der kaufkräftigen Schweiz ankurbeln. Dass das hiesige Geschäftsumfeld auch Chancen für einen Markteintritt bietet, zeigen die Zahlen zu den Handelsregistereinträgen von Teledata. Die Neugründungsrate bewegt sich trotz leicht sinkendem Trend seit 2002 weiterhin auf beachtlichem Niveau (2002: 6.5%; 2013: 5.9%), was Zeugnis vom heftigen Strukturwandel im hiesigen Retailgeschäft ablegt. Weil auch Gründungen von Onlineshops in die Daten einfließen, bewirken nicht alle Neugründungen eine zusätzliche Flächennachfrage.

Die Zahlen verdeutlichen dennoch, dass trotz schwierigem Geschäftsumfeld Händler den Markteintritt – sei es aus dem Ausland oder der Schweiz – wagen. Gewohnt optimistisch präsentiert sich die jährliche Befragung zur Verkaufsflächenplanung von Furrer & Hotz bei grossen Händlern. Der Anteil der Händler, die 2015 eine Ausdehnung der Verkaufsflächen planen, bewegt sich mit 58% auf ähnlich hohem Niveau wie im Jahr zuvor (vgl. Abb. 64). Dass insbesondere Händler im Food-Bereich eine Ausdehnung der Flächen beabsichtigen, erstaunt angesichts der merklich besseren Umsatzentwicklung im Lebensmittelsegment nicht und findet insbesondere dort statt, wo das Bevölkerungswachstum hoch ist und ganze Wohnquartiere neu entstehen.

Standortschliessungen rücken vermehrt in den Fokus

Das üblicherweise sehr optimistische Bild über die Verkaufsflächenplanung, das aktuell wenig mit der Geschäftslage korrespondiert, hat jedoch Risse bekommen. Seit fünf Jahren nimmt der Anteil der Retailer, die eine Flächenreduktion planen, stetig zu. Für das Jahr 2015 äussern sich bereits 15% der befragten Detailhändler dahingehend. Im Vordergrund steht dabei in neun von zehn Fällen die Schliessung bestehender Verkaufsstandorte. Dass praktisch ausschliesslich Händler aus dem Near-/Non-Food-Segment über eine Reduktion der Verkaufsflächen nachdenken (24%), untermauert, dass der Onlinehandel zunehmend seine Spuren hinterlässt. Dieser wächst insbesondere im Non-Food-Segment und weist dort bereits heute eine hohe Marktdurchdringung auf. Standortschliessungen dürften in Zukunft vermehrt zu beobachten sein. Solche sind im Rahmen des lang anhaltenden Strukturwandels schon seit längerem in Gang, betreffen aber bisher hauptsächlich Kleinstläden, weshalb sie medial kaum wahrgenommen wurden.

Angebot: Rekordtiefe Flächenausweitung

Investitionen auf Tiefststand

Eine ausgesprochen hohe Investitionstätigkeit prägte den Verkaufsflächenmarkt im letzten Jahrzehnt. Insbesondere in der Form von Einkaufs- und Fachmarktzentren weitete sich das Verkaufsflächenangebot merklich aus. Diese Phase hielt bis 2010 an, seither schwächen sich die Bauinvestitionen stetig ab (vgl. Abb. 65). 2013 kam das Bauvolumen auf CHF 600 Mio. zu liegen, was den Mittelwert seit 1995 von CHF 860 Mio. um beinahe ein Drittel (31%) unterbot. Im Jahr 2014 dürften die Verkaufsflächeninvestitionen in der Schweiz noch tiefer ausgefallen sein. Gemäss Bauvorhaben belief sich die Investitionssumme auf bloss CHF 360 Mio. Ein so tiefer Wert wurde seit Beginn der Datenerhebung noch nie ausgewiesen. Dies deckt sich mit der Entwicklung der Bewilligungstätigkeit, die mit Ausnahme eines Grossprojekts in der Zentralschweiz seit über drei Jahren eine deutlich rückläufige Flächenausweitung voraussagt.

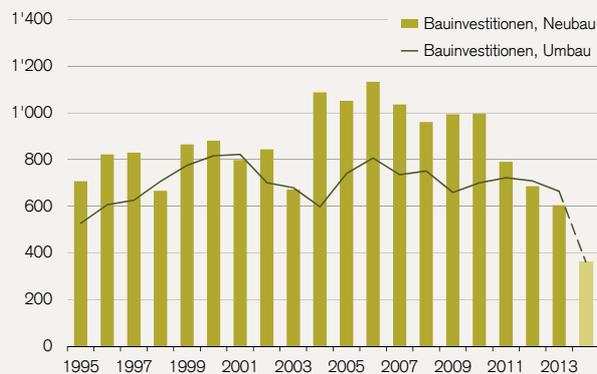
Künftige Flächenausweitung liegt noch tiefer

Der fortgesetzte Rückgang des Zinsniveaus im letzten Jahr hat die Renditedifferenzen und damit die Attraktivität von Immobilieninvestitionen zweifelsohne erhöht. Während auf dem Markt für Wohn- und Büroflächen die Investitionstätigkeit dadurch ungewohnt hoch bleibt, kennt die Planung neuer Verkaufsflächen seit zwei Jahren nur eine Richtung (vgl. Abb. 66). Im Jahr 2014 erreichten die baubewilligten Verkaufsflächen mit einer Summe von CHF 322 Mio. ein Rekordtief. Vor dem Hintergrund einer ebenfalls geringen Gesuchstätigkeit ist folglich 2015/2016 mit einer Flächenausweitung zu rechnen, die erneut weit unter dem langjährigen Mittel liegen dürfte. Die absolut und relativ gesehen sehr tiefen Werte – notabene in einem Umfeld, in dem sogar mittelfristige Swapsätze mit Negativzinsen aufwarten – lassen erahnen, wie schwach die nicht in Zahlen messbare Nachfrage in Tat und Wahrheit sein muss. Kommt hinzu, dass aus dem Bestand kontinuierlich Flächen, welche nicht mehr rentabel vermietet werden können und auf alternative Nutzungen ausweichen müssen, verschwinden. Mit Blick auf die Geschäftslage in [Abbildung 63](#) sind die kleinen Retailer am meisten unter Druck. Gemäss Furrer & Hotz wird ferner weniger in kleine Einkaufszentren unter 5000 m² und ausserhalb von Zentren und Agglomerationen investiert, sondern vielmehr in grosse Einkaufszentren ab 20'000 m² sowie in Innenstädten und deren Agglomerationen.

Abbildung 65

Bautätigkeit von Verkaufsflächen

In CHF Mio., Neu-/Umbau; 2014: Bauvorhaben (provisorischer Wert)

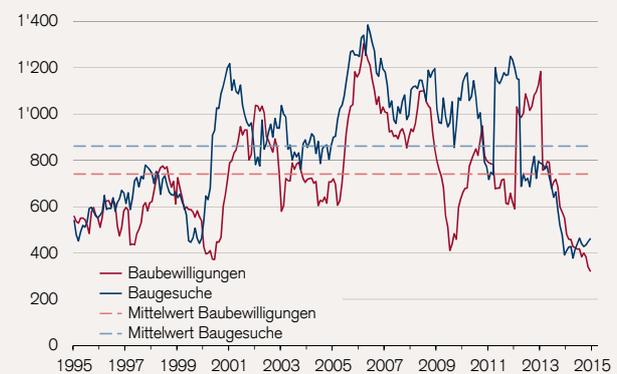


Quelle: Bundesamt für Statistik

Abbildung 66

Planung von Verkaufsflächen

In CHF Mio., Neubau



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Nur noch vereinzelt entstehen neue Einkaufszentren

Das Abebben der Flächenexpansion ist auch bei den Einkaufszentren zu beobachten und bestätigt die Einschätzungen aus der Bautätigkeit und der Flächenplanung. Nachdem jedes dritte der heute operativen Einkaufszentren erst im letzten Jahrzehnt die Tore öffnete, kommen nur noch vereinzelt Projekte auf den Markt. 2014 war es mit dem Esplanade in Pruntrut ein einziges Einkaufszentrum mit einer Mindestfläche von 7000 m², im laufenden Jahr sollen es mit dem Allmendcenter in Frauenfeld und den Stades de Bienne zwei sein. Weil sich noch einige Objekte in der Planungs-/Realisationsphase befinden, wird die Expansion der Einkaufszentren in den kommenden Jahren nicht ganz zum Erliegen kommen. Wir erwarten eine ähnliche Kadenz, wie wir sie 2014/2015 beobachten.

Trotz ansehnlicher Renditen zieren sich die Investoren

Nach der kühnen Flächenausweitung in den Nullerjahren, deren Ausläufer vereinzelt auch noch die Folgejahre bis heute prägten, war eine Konsolidierung überfällig. Schon damals galt der Detailhandelskonsum als weitgehend gesättigt. Die Finanzkrise sorgte in der Folge für eine von latenter Unsicherheit begleitete, verhaltene Konsumlust und einen Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken, der den Einkaufstourismus zum Blühen brachte. In einem solchen Umfeld war und ist es weiterhin schwer, Investoren von neuen Projekten zu überzeugen. Es herrscht mehr oder weniger ein Verdrängungswettkampf auf dem Verkaufsflächenmarkt. Einige Projekte, die sich derzeit im Bau befinden, mussten entsprechend lange um Mieter und Investoren kämpfen. Dazu mag beigetragen haben, dass der Onlinehandel mit dem Siegeszug des mobilen Internets erst recht zur Herausforderung für den stationären Detailhandel geworden ist.

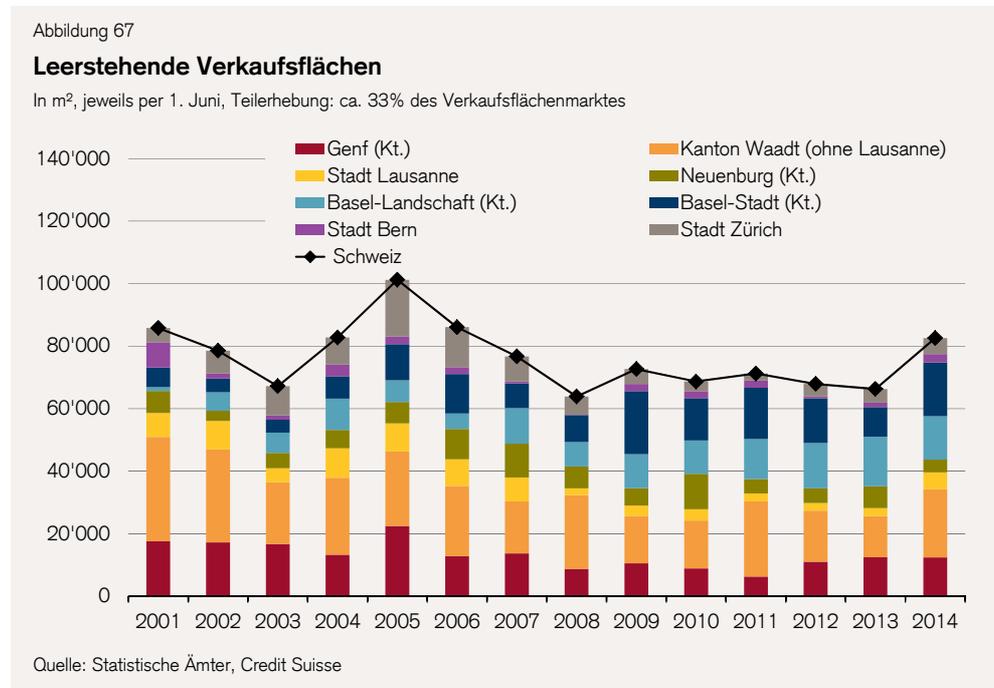
Marktergebnis: Sorglose Zeiten sind vorüber**Trendwende in der Leerstandsentwicklung**

Dem Verkaufsflächenmarkt kam die Drosselung der Flächenausweitung zugute. So mündete die verhaltene Flächennachfrage nicht in einen Angebotsüberhang. Dies geht aus den Leerstandszahlen hervor, die von einigen statistischen Ämtern erhoben werden. Es handelt sich hierbei um eine Teilerhebung, die rund ein Drittel des Marktes abdeckt. Von 2007–2013 widerspiegelte der Verkaufsflächenmarkt mit Leerstandsflächen von 64'000–73'000 m² recht stabile Verhältnisse (vgl. Abb. 67). Diese lange Phase einer stabilen Entwicklung scheint nun zu Ende zu sein: 2014 erhöhten sich die ausgewiesenen Leerstandsflächen auf rund 83'000 m². Angesichts der zurückhaltenden Flächenausweitung deutet dieser Anstieg um knapp 25% im Vorjahresvergleich auch auf eine wenig dynamische Nachfrage hin. Noch handelt es sich indes nicht um eine breit abgestützte Entwicklung. Die regionale Betrachtung der Zahlen verdeutlicht, dass der Anstieg hauptsächlich auf die Stadt Basel sowie die Gemeinde Villeneuve (VD) zurückgeht. In der Waadtländer Gemeinde befindet sich das 10'000 m² grosse Villeneuve Outlet Center, das wegen mangelnder Rentabilität mehrheitlich leer stand und mittlerweile geschlossen wurde.

Steigendes Flächenangebot

Dass die Leerstände die Entwicklung der Marktsituation richtig abbilden und die nachfrageseitigen Herausforderungen zunehmend sichtbar werden, verdeutlicht auch die Entwicklung des Flächenangebots (vgl. Abb. 68). Dieses erhöhte sich im Verlauf des vergangenen Jahres merk-

lich; eine Entwicklung, die bereits 2012 ihren Anfang nahm, aber erst mit dem markanten Anstieg im Jahr 2014 augenfällig wurde. Weil Inserate aus Vermarktungsgründen immer öfter mehrmals geschaltet werden und die Datenbereinigung nicht zu 100% möglich ist, dürfte die Entwicklung etwas überzeichnet sein. Dennoch weisen beide Signale, seien es Leerstände oder Flächenangebote, in dieselbe Richtung und machen unmissverständlich auf sich anbahnende Ungleichgewichte aufmerksam.



Trotz geringer Investitionen dürften die Leerstände weiter wachsen

In Anbetracht des stetig wachsenden Onlineanteils am gesamten Detailhandelsumsatz ist es unrealistisch, von einer baldigen Erholung der Nachfrage nach Verkaufsflächen auszugehen. Ladenschliessungen, Mieterwechsel sowie Leerstände dürften künftig verstärkt das Bild im Verkaufsflächenmarkt prägen. Verkaufsflächen haben in einer digitalisierten Welt allerdings nicht ausgedient. Der stationäre Handel bleibt erhalten, nur eben anders. Das Internet kann dem stationären Handel auch als riesiges Schaufenster dienen und diesen von den teuren Passantenfrequenzen unabhängiger machen. Das Spielfeld für mutige neue Konzepte ist derzeit sehr gross – ebenso jedoch die Unsicherheit. Die Auswirkungen der digitalen Revolution dürften für den Verkaufsflächenmarkt in jedem Fall beträchtlich sein.

Schwierige Erstvermietung an Erdgeschosslagen

Um eine grobe Einschätzung der Auswirkungen eines wachsenden E-Commerce-Anteils geben zu können, bietet sich der Vergleich mit Grossbritannien an. Grossbritannien hat eine ähnliche Nachfrage- und Angebotsstruktur im Detailhandel wie die Schweiz, mit 13.5% (2014) jedoch einen wesentlich höheren Onlineanteil, und gilt daher diesbezüglich als weiter entwickelt. Das Ergebnis ist ernüchternd: Im Zeitraum von 2008–2014, als der Onlineanteil am gesamten Detailhandelsumsatz in Grossbritannien von 8.3% auf 13.5% (Centre for Retail Research) zunahm, kletterten die leer stehenden Verkaufsflächen gemäss Local Data Company von 5.4% auf 13.4%. Da für die Schweiz keine Leerstandsquoten im Retailmarkt verfügbar sind und Grossbritannien in besagtem Zeitraum auch erhebliche konjunkturelle Schwierigkeiten hatte, darf kein direkter Vergleich gezogen werden. Dennoch verdeutlicht dieses Beispiel eindrücklich, wohin die Reise geht. Es ist davon auszugehen, dass sich die Leerstände in den nächsten Jahren weiter erhöhen werden. Grosse Herausforderungen sehen wir in einem solchen Umfeld vor allem für die Erstvermietung von Erdgeschossflächen in Mischnutzungen. Nicht nur auf Seiten der Investoren, sondern auch bei den Mietern ist die Angst vor einem potenziellen Missgriff beträchtlich gewachsen. Für die Eröffnung neuer Standorte an wenig erprobten Lagen fehlt im aktuellen Umfeld daher vielfach der Mut.

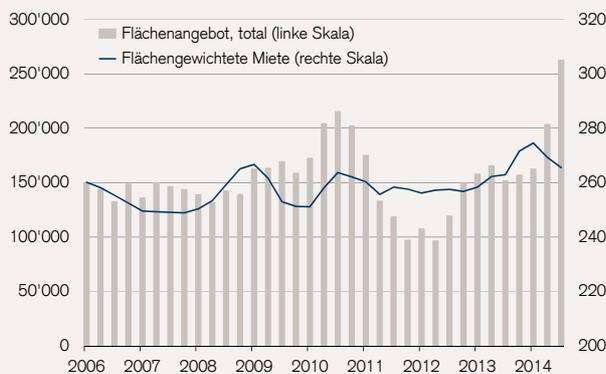
Nur geringes Mietwachstum seit 2002

Die aus den Vertragsabschlüssen institutioneller Anleger errechnete Medianmiete belief sich 2014 auf CHF 416 pro m² und Jahr (vgl. Abb. 69). Seit 2002 bedeutet dies mit einem jährlichen Plus von nur 1.5% ein geringes Wachstum. Noch weniger sind die Vertragsmieten im 10%- und 30%-Quantil gestiegen (0.1% bzw. 0.9% p.a.). Die hohe Volatilität der Vertragsmieten im oberen Segment (das 90%-Quantil bewegte sich von 2002–2014 zwischen CHF 740 und 1790 pro m² und Jahr) ist ein Ergebnis der langen Mietverhältnisse und der hohen Zahlungsbereitschaft an Toplagen. Fliessen Vertragsabschlüsse von Objekten an Toplagen verstärkt in ein Jahr ein, schlagen die Mietpreise der oberen Quantile aus. Weil institutionelle Anleger vornehmlich in Immobilien mit überdurchschnittlich hoher Lagegüte investiert sind, bewegen sich die Vertragsmieten auf höherem Niveau als die Angebotsmieten, welche einen viel breiteren Markt abdecken. Die flächengewichtete Bruttomiete aus den Angebotsdaten ordnete sich im 3. Quartal 2014 bei CHF 265 pro m² und Jahr ein und zeigt wie die Vertragsmieten über die lange Frist ebenfalls nur wenig Veränderung (vgl. Abb. 68).

Abbildung 68

Inserierte Verkaufsflächen und Angebotsmieten

Linke Skala: Ausgeschriebenes Flächenangebot im Bestand, in m²; rechte Skala: Bruttomiete (geglättet), in CHF pro m² und Jahr

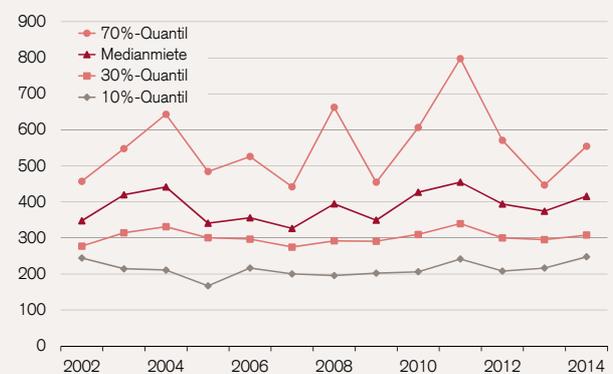


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Abbildung 69

Vertragsmieten Verkaufsflächen

Bruttomiete (Median) in CHF pro m² und Jahr, nach Jahr des Vertragsabschlusses; n= 42 (2002) bis 203 (2010)



Quelle: REIDA, Credit Suisse

Kaum Aufwärtspotenzial der Mieten – mit Ausnahme der Toplagen

Über alle Verkaufsflächen- und Preiskategorien betrachtet, sehen wir kaum Aufwärtspotenzial für die Mietpreise, denn die verhaltene Umsatzentwicklung und der wachsende Onlinehandel belasten den Flächenumsatz. Nicht einmal die nach Flächenumsatz erfolgreichsten Einkaufszentren sind davon ausgenommen: Zwischen 2010 und 2013 wiesen sie im Durchschnitt ein Umsatzminus von –2.7% pro Jahr aus. Insbesondere Flächen an Standorten mit tiefer Lagegüte, sogenannte C-Lagen, werden sich vermehrt mit Mieterkündigungen und Umnutzungen beschäftigen müssen. Der Spielraum für Mieterhöhungen dürfte entsprechend klein sein. Auch für Standorte mit etwas höherer Lagegüte sehen wir wenig Potenzial für höhere Mieten. Einzig an Toplagen dürften auch weiterhin sehr hohe – und teilweise sogar noch höhere – Mieten zu erzielen sein, weil die Zahlungsbereitschaft für Visibilität und Prestige gestiegen ist. Entsprechend erwarten wir, dass sich die Scherenbewegung der Mieten zwischen den Toplagen und den B- und C-Lagen weiter verstärken wird.

Ausblick Verkaufsflächen 2015

Kein Ende der Herausforderungen

Der Detailhandel zählt zweifellos zu den Hauptbetroffenen der Aufhebung des Euro-Mindestkurses. Das Geschäftsumfeld im Detailhandel, um das es ohnehin schon besser bestellt war, wird sich infolge des Aufwertungsschocks weiter eintrüben. Der Einkaufstourismus wird Aufwind erhalten und die Konsumlust verhalten bleiben, während die Preise wieder deutlich schneller fallen werden. Hinzu kommt der Onlinehandel, der auch 2015 ein weitaus dynamischeres Umsatzwachstum als der Gesamtmarkt aufweisen wird. Die Konkurrenz durch den Onlinehandel dürfte sich verstärkt in Form von Filialschliessungen und fehlenden finanziellen Mitteln für Flächenexpansionen im stationären Handel bemerkbar machen. Folglich wird die Flächennachfrage sinken. Mit einem rasant steigenden Überangebot muss 2015 allerdings nicht gerechnet werden, weil einerseits die Flächenproduktion tief bleibt und andererseits das Bevölkerungswachstum sowie Expansionsstrategien seitens in- und ausländischer Retail-Ketten die Nachfrage einigermassen stützen. Bei Letzteren dürfte das Interesse aufgrund der sprunghaft höheren Kaufkraft des Frankens gestiegen sein. Dennoch werden die Leerstände weiter steigen, und das Flächenangebot wird zumindest auf hohem Niveau verharren. Die sich anbahnenden Ungleichgewichte dürften insbesondere Lagen betreffen, an denen zentrale Faktoren wie Erreichbarkeit, Visibilität oder hohe Passantenfrequenzen fehlen und Umnutzungen kostspielig oder nur schwierig umzusetzen sind.

Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage	Ausgangslage	Ausblick
<p>Detailhandel: Die Aufhebung des Euro-Mindestkurses wird den Detailhandel schwer belasten. Die Konsumentenstimmung wird angesichts des geringeren Wirtschafts- und Beschäftigungswachstums sowie steigender Arbeitslosigkeit verhalten bleiben. Der Einkaufstourismus dürfte Aufwind erhalten und der Preisdruck wieder deutlich zunehmen. Aufgrund tieferer Zuwanderungszahlen werden 2015 zudem die Impulse seitens des Bevölkerungswachstums weniger stark als im Vorjahr ausfallen. Wir rechnen demzufolge für 2015 mit einem nominalen Umsatzrückgang im Detailhandel.</p>	→	↘
<p>Strukturwandel: Der Onlinehandel verändert die Detailhandelsstrukturen und die Verkaufsflächennachfrage wie kaum ein Strukturwandel zuvor. Während der Filialisierungstrend – der Trend zu Grossformaten sowie zu Convenience-Läden – grundsätzlich die Flächennachfrage fördert, wird der Onlinehandel im Endeffekt die Flächennachfrage schmälern. Der Onlineanteil am Gesamtumsatz dürfte sich Ende 2015 auf nahezu 6% belaufen. Bereits 2020 ist gemäss Schätzungen mit einem Onlineanteil von 11% zu rechnen.</p>	↘	↘
<p>Angebot</p> <p>Projektionstätigkeit: Trotz des Tiefzinsumfelds halten sich Investoren im Verkaufsflächenmarkt zurück: Die Risiken aufgrund der Marktsättigung und des Strukturwandels werden als zu gross eingeschätzt. Im Jahr 2014 belief sich die Summe baubewilligter Verkaufsflächen auf rekordtiefe CHF 322 Mio. Entsprechend ist mit einer schwachen Flächenausweitung zu rechnen.</p> <p>Ausweitung Einkaufszentren: Aufgrund der Marktsättigung harzt die Investoren- und Mietersuche für neue Einkaufszentren. Von den sich noch in Planung befindlichen Einkaufszentren werden 2015 zwei (mit Fläche > 7000 m² und Lebensmittelangebot) die Tore öffnen. Nach 2015 erwarten wir eine ähnliche moderate Ausweitungskadenz, wie wir sie 2014/2015 beobachtet haben.</p>	↘	→
<p>Marktergebnis</p> <p>Leerstände: Nach Jahren stabiler Entwicklung erhöhten sich die Leerstandsflächen 2014 um 25% auf 83'000 m². Weil die nachfrageseitigen Herausforderungen mit dem wachsenden Onlinehandel zunehmen werden, rechnen wir mit anhaltend steigenden Leerständen.</p> <p>Angebotsmieten: Im 3. Quartal 2014 belief sich die durchschnittliche Angebotsmiete (brutto) auf CHF 265 pro m² und Jahr, was einem Anstieg von 1% gegenüber dem Vorjahresquartal gleichkommt. Wir sehen 2015 kaum Aufwärtspotenzial bei den Mieten – mit Ausnahme der Toplagen, weil die Zahlungsbereitschaft für Visibilität und Prestige-standorte hoch ist. Entsprechend erwarten wir, dass sich die Scherenbewegung der Mieten zwischen den Toplagen und den B- und C-Lagen weiter öffnen wird.</p>	↗	↗
	→	→

Quelle: Credit Suisse

Student Housing: Rendite trotz tiefer Zahlungsbereitschaft

Bezahlbare Wohnungen für Studierende sind ein knappes Gut

Bezahlbarer Wohnraum für Studierende ist an vielen Hochschulstandorten ein knappes Gut. Einerseits weisen viele Studierende aufgrund fehlender oder sehr geringer Einkommen bloss eine tiefe Zahlungsbereitschaft auf, was die Auswahl an in Frage kommenden Wohnraum stark einschränkt. Andererseits haben die Reurbanisierung sowie die Zuwanderung Wohnraum in den Zentren, wo die Bildungsinstitute angesiedelt sind, rar gemacht und die Mieten stark nach oben getrieben. Insbesondere in den grossen Universitätsstädten ist das Angebot knapp. So warnen die Universitäten in Genf und Lausanne auf ihrer Homepage Studieninteressierte ausdrücklich vor der bestehenden Wohnungsknappheit und in Zürich mussten Studierende als Übergangslösung auch schon in Zivilschutzanlagen untergebracht werden. Die Nachfrage nach zusätzlichem Wohnraum für Studierende ist entsprechend gross. Auf der anderen Seite stellt sich für Investoren auf dem Immobilienmarkt in einem Umfeld kontinuierlich sinkender Renditen zunehmend die Frage nach alternativen Anlagemöglichkeiten. Nischenmärkte wie «Student Housing» sind eine dieser Alternativen, die sich zudem ausgezeichnet zur Diversifikation eignet.

Moderne Studentenwohnheime setzen vermehrt auf Privatsphäre

Studentisches Wohnen ist grundsätzlich in drei verschiedenen Formen möglich: Die Studierenden wohnen entweder zu Hause bei ihren Eltern, sie suchen sich eine Wohnung auf dem freien Markt oder aber sie bewohnen ein Studentenwohnheim oder eine Studentenwohnung, die ausdrücklich für Studierende gedacht ist. Diese Studentenwohnheime und -häuser entsprechen dem Student Housing im engeren Sinn.

Bildungsausländer, Austauschstudierende und Studierende aus der Peripherie als Zielgruppen

Zielgruppen von Studentenwohnheimen sind in erster Linie Studierende, die nicht die Möglichkeit haben, bei ihren Eltern zu leben. Dazu gehören Schweizer, deren Elternhaus nicht in Pendeldistanz zu einer Hochschule liegt, sowie Bildungsausländer und Austauschstudierende. Bildungsausländer sind Studierende, deren Wohnsitz vor Antritt des Studiums nicht in der Schweiz war. Sie kennen weder den lokalen Markt, noch haben sie im Vorfeld die Möglichkeit, den Markt vor Ort zu sondieren. Dasselbe gilt für Austauschstudierende, die überdies eine Bleibe nur für einen beschränkten Zeitraum suchen und deshalb noch mehr Mühe bekunden, eine Wohnung zu finden. Zu den Interessenten zählen aber auch Studierende, die eine hohe Wohnmobilität schätzen, das Zusammenleben mit Gleichgesinnten suchen oder vertraglich flexiblere Strukturen bevorzugen als bei einer klassischen Mietwohnung.

Zentral und günstig: Nachfragekriterien mit gewissem Spannungsverhältnis

Die Ansprüche der Studierenden an Wohnraum sind sehr spezifisch. Begrenzte studentische Budgets erfordern günstige Wohnungen. Andererseits soll das universitäre Angebot in möglichst kurzer Distanz liegen. So leben heute fünf von sechs Studierenden (83%) in einem Wohnheim nicht weiter als fünf Kilometer von der Hochschule entfernt. Der Unterhaltungsfaktor fällt manchmal auch ins Gewicht. Die Nähe zur Ausgehmeile oder zu Freizeitaktivitäten wird ebenfalls sehr geschätzt. Bevorzugt werden demnach gut erschlossene, urbane, nach Möglichkeit innerstädtische Lagen. Je attraktiver ein solcher Standort ist, desto unerschwinglicher ist dieser jedoch typischerweise für Studierende. Vielfach müssen daher Kompromisse in Kauf genommen werden: beispielsweise mit Abstrichen an der Mikrolage. Ein aktuelles Beispiel ist das geplante Studentenwohnheim an der Rosengartenstrasse in Zürich. Die Lage ist zentral, mit der Universität Irchel in knapp zwei Kilometern Entfernung, Busverbindungen auf den Hönggerberg um die Ecke und einer guten Anbindung an die Ausgehviertel Langstrasse und Escher-Wyss. Allerdings ist die Lärmbelastung durch den Verkehr überdurchschnittlich hoch. Die Realisation von Studentenwohnheimen scheitert oft an dieser anspruchsvollen Suche nach geeigneten Standorten. Dezentralere Lagen können auch in Frage kommen, müssen aber mit einer sehr guten Anbindung an den ÖV kompensiert werden.

Spagat zwischen Privatsphäre und Gemeinschaftsgefühl

Neben der Lage sind auch Wohnstruktur und Ausstattung ein wichtiger Faktor für die erfolgreiche Vermietung von Studentenwohnheimen. Hier spielt vor allem das Zusammenspiel zwischen Privatsphäre und Gemeinschaft eine wichtige Rolle. Klassische Studentenwohnheime mit grossen Flurgemeinschaften, die sich Nasszellen und Küche auf einem Stock teilen, sind nicht mehr zeitgemäss und unbeliebt unter den Studierenden. 75% der Studierenden bevorzugen eigene

Nasszellen in ihrem Zimmer und auch Einbauküchen und Balkons werden häufig gewünscht. Viele moderne Studentenwohnheime lösen dies, indem sie mehrere separate Zimmer mit eigenen Nasszellen ausstatten und diese mit einer Gemeinschaftsküche und Aufenthaltsräumen verbinden. Es werden also quasi kleinere Wohngemeinschaften (WG) innerhalb der Liegenschaft gebildet. Als Vorbild wird oft das «Tietgenkollegiet» in Kopenhagen herangezogen. Dieses Studentenwohnheim setzt sich aus 30 12er-WGs zusammen. Dabei teilen jeweils zwölf 1-Zimmer-Appartements mit eigenen Nasszellen einen Aufenthaltsraum, eine Küche und eine Terrasse miteinander. Diese modernen Konzepte werden auch vermehrt von Schweizer Studentenwohnheimen übernommen. Typischerweise werden die Wohnungen möbliert angeboten.

Trotz hoher Nachfrage nach Wohnraum für Studierende hinkt die Schweiz bezüglich Studentenwohnheimen hinterher

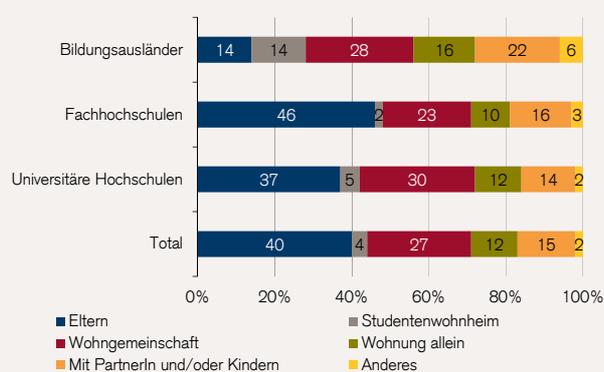
Studentenwohnheime nur mit geringem Marktanteil

In der Schweiz waren 2013 insgesamt 230'000 Personen für ein Studium eingeschrieben. 40% davon leben gemäss letzten verfügbaren Zahlen bei ihren Eltern (vgl. Abb. 70). Das heisst rund 138'000 Studierende benötigen eigenen Wohnraum. Lediglich 4% leben dabei in Studentenwohnheimen, was im internationalen Vergleich sehr wenig ist. In Schweden etwa leben beinahe ein Drittel der Studierenden in Studentenwohnheimen und auch in England (17.7%) oder Deutschland (11.3%) ist der Anteil bedeutend höher. Diese grossen Unterschiede sind zumindest teilweise auf länderspezifische Besonderheiten und Tradition, aber auch auf Subventionen, zurückzuführen.

Abbildung 70

Wohnformen von Studierenden 2009

Anteile nach Studierendengruppen, Bildungsausländer: Daten von 2005

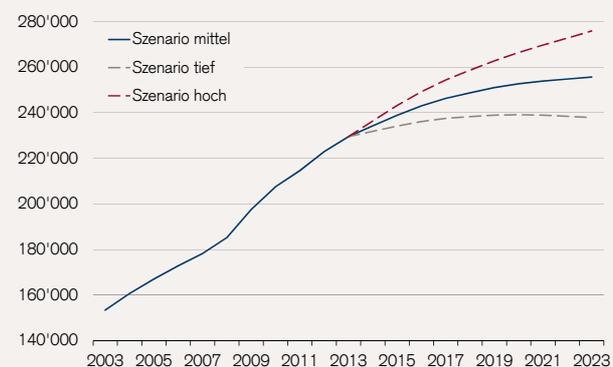


Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abbildung 71

Wachstum der Studierenden

Drei Szenarien



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Nachfragepotenzial ist höher, als es den Anschein macht

Die hohe Auslastung der Studentenwohnheime in der Schweiz zeigt, dass der geringe Anteil nicht auf eine fehlende Nachfrage, sondern auf das zu tiefe Angebot zurückzuführen ist und Potenzial für weitere Studentenwohnheime besteht. Eine Umfrage in Deutschland hat ergeben, dass 13% Prozent aller Studierenden am liebsten in einem Studentenwohnheim wohnen würden. Damit scheint ein mögliches Potenzial von rund 10% in der Schweiz alles andere als fehlgegriffen, wenn Miete, Lage und Ausstattung stimmen. Damit würde das theoretische Nachfragepotenzial an Plätzen in Studentenwohnheimen heute bei bis zu 23'000 Zimmern liegen.

Universitätsstudenten und Bildungsausländer häufiger in Studentenwohnheimen

In der Nachfrage nach spezifischen Wohnangeboten für Studierende gibt es grosse Unterschiede (vgl. Abb. 70). So liegt der Anteil Bewohner von Studentenwohnheimen bei Studierenden von Fachhochschulen nur halb so hoch wie bei Studierenden von Universitäten. Dies dürfte zum einen davon herrühren, dass Fachhochschulen regionaler gegliedert sind und Studierende deshalb vermehrt die Möglichkeit wahrnehmen, bei den Eltern zu leben. Zudem ist der Anteil an Bildungsausländern, die stärker auf Studentenwohnheime angewiesen sind, an Universitäten (16%) höher als an Fachhochschulen (12%) oder pädagogischen Hochschulen (5%). Dass Bildungsausländer stärker auf Plätze in Studentenwohnheimen angewiesen sind, zeigt sich auch daran, dass 14% aller Bildungsausländer in Studentenwohnheimen wohnen, was markant über dem Schweizer Mittel von 4% liegt.

Künftig weiter wachsende, aber weniger dynamische Nachfrage

In den letzten Jahren hat sich die Hochschullandschaft Schweiz stark verändert. Der Wunsch nach einer tertiären Ausbildung ist stark angestiegen. Die Aufwertung der Fachhochschulen hat diesen Schub nochmals verstärkt. So verzeichneten die Hochschulen zwischen 2003 und 2013 eine Zunahme der Studierenden um 76'000, was einer jährlichen Wachstumsrate von 4.1% entspricht. In den kommenden Jahren muss mit einer Abschwächung gerechnet werden. Gemäss mittlerem Szenario des Bundesamtes für Statistik ist bis 2023 ein Wachstum von etwa 1.1% p.a., das heisst von 2600 zusätzlichen Studierenden p.a., zu erwarten (vgl. Abb. 71). Bleibt der Anteil Studierenden, die bei ihren Eltern leben, konstant, kann in den kommenden Jahren mit einer zusätzlichen Nachfrage nach Wohnraum für Studierende für 1570 Personen pro Jahr gerechnet werden. Wird davon ausgegangen, dass rund 10% aller Studierenden als Nachfrager von Wohnraum in Studentenwohnheimen in Frage kommen, liegt das zusätzliche Potenzial damit bei 260 Personen pro Jahr. Hinzu kommt das oben beschriebene Potenzial, das daraus resultiert, dass heute zu wenige Plätze in Studentenwohnheimen angeboten werden.

Überproportional wachsende Nachfrage aus dem Ausland als zusätzlicher Treiber

Wie hoch die Nachfrage in den kommenden Jahren exakt ausfallen wird, ist stark von der Anzahl der Bildungsausländer sowie der Austauschstudierenden abhängig. Von 2003 bis 2013 stieg die Anzahl der Studierenden mit ausländischer Nationalität an den Universitäten mit 18'000 Personen überproportional. Allerdings machen Bildungsausländer, unter denen Plätze in Studentenwohnheimen speziell begehrt sind, nur einen Teil davon aus. Die markante Zunahme ist auch der verstärkten internationalen Zusammenarbeit der Universitäten, wie etwa dem Erasmus-Programm, geschuldet.

Nachfrage von der Situation auf dem Wohnungsmarkt abhängig

Ein weiterer wichtiger Faktor für die Nachfrage nach Studentenwohnheimen ist der jeweilige regionale Wohnungsmarkt. Bei sehr tiefen Leerständen und einem hohen Mietniveau bekunden Studierende Mühe, eine Wohnung auf dem freien Markt zu finden, denn einerseits können sie es sich nicht leisten und andererseits bevorzugen viele Vermieter Personen mit gesichertem Einkommen. In einem solchen Marktumfeld sind Studentenwohnheime klar gefragter als in Städten mit vergleichsweise hohen Leerständen und verhältnismässig tiefen Mieten.

Angebot wird vor allem in Zürich ausgeweitet

Angebot wächst in den nächsten 5 Jahren um schätzungsweise 15%

In der Schweiz bieten Studentenwohnheime derzeit Zimmer für etwa 16'000 Studierende an. Teilweise werden die Plätze allerdings auch an Lehrlinge und andere Jugendliche, die nicht studieren, vergeben. In Planung sind in den nächsten Jahren über 2400 weitere Plätze, wobei vor allem das Studentenwohnheim auf dem Höggerberg mit voraussichtlich rund 900 Plätzen heraussticht. Damit soll der Bestand in der Schweiz in den nächsten fünf Jahren um ca. 15% zunehmen. In Zürich, wo neben den Plänen am Höggerberg auch noch ein Studentenwohnheim an der Rosengartenstrasse mit rund 130 Zimmern, 200 Studentenzimmer im Freilager und 60 in der Manegg hinzukommen, wird das Angebot in den nächsten Jahren am stärksten ausgeweitet. Aber auch in Lausanne sind derzeit weitere 200 Plätze geplant.

Immer mehr private Träger für Studentenwohnheime

Studentenwohnheime in der Schweiz werden von privaten, gemeinnützigen und kirchlichen Trägern angeboten. Entscheidend für die Träger ist dabei die enge Zusammenarbeit mit den Universitäten oder den jeweiligen Studentenvertretungen. Auffallend ist die hohe Anzahl an kirchlichen Trägern, die Studentenwohnheime zur Verfügung stellen. Daneben sind Genossenschaften oder Vereine, die studentisches Wohnen fördern, sehr wichtig. Die Studentische Wohngemeinschaft (WOKO) beispielsweise vermietet in Zürich und Winterthur über 2500 Zimmer an Studierende. Ähnliche Organisationen gibt es in den meisten Universitätsstädten. Aber auch immer mehr Private investieren in Studentenwohnheime. Jüngstes Beispiel ist die Studentenresidenz Stöckacker in Bern, die im letzten Sommer eröffnet wurde.

Investitionen in Student Housing können durchaus attraktiv sein

Aufgrund der Nachfrage nach zusätzlichem Wohnraum für Studierende und der Suche von Investoren nach neuen Nischenmärkten dürfte der Markt für Studentenwohnheime auch in den kommenden Jahren für private Träger attraktiv bleiben. Entscheidend für den Erfolg dürfte jedoch sein, ob die Zahlungsbereitschaft der Studierenden und die von privaten Investoren erwarteten Renditen in Einklang gebracht werden können.

Etwa gleich hohe Mietpreise pro Fläche für Studenten- und Miethäuser

In modernen Studentenwohnheimen, die oft als Vorbilder in Sachen Student Housing bezeichnet werden, muss mit einem Flächenverbrauch von 31 m² pro Studierenden gerechnet werden. Mit eingerechnet sind dabei Zimmer, Küche, Aufenthaltsräume und Nasszellen. Die Preise, die in der Schweiz in einem Studentenwohnheim verlangt werden, variieren stark, dürften im Mittel aber bei etwa CHF 550–600 pro Studierenden und Monat liegen. Die mittlere Miete einer Wohnung auf dem freien Markt beträgt in Schweizer Städten mit Hochschulen netto CHF 234 pro m² und Jahr. Rechnen wir diese CHF 234 auf den durchschnittlichen Flächenverbrauch eines Studierenden in modernen Studentenwohnheimen um, kommen wir auf einen Mietpreis von CHF 605 pro Monat auf dem freien Markt. Die Zahlungsbereitschaft der Studierenden liegt demnach recht nahe an dem Ertrag, welcher auch auf dem freien Markt für dieselbe Fläche gelöst werden kann.

Mietpreise in grossen Universitätsstädten deutlich höher

Insbesondere in Genf oder Zürich sind die mittleren Preise für Mietwohnungen mit netto CHF 390 respektive CHF 341 pro m² und Jahr allerdings deutlich höher als im Schweizer Mittel. Dementsprechend müssten für Zimmer in Studentenwohnheimen in Genf CHF 1007 und in Zürich CHF 881 pro Monat verlangt werden, um auf ähnliche Mieteinnahmen pro Quadratmeter zu kommen wie auf dem freien Markt. Da die Wohnsituation in diesen Städten mit enorm tiefen Leerständen und hohen Mieten auf dem freien Markt insbesondere für Studierende sehr angespannt ist, dürften die Zimmer in Studentenwohnheimen allerdings auch zu diesen Preisen begehrt sein, insofern als das Studentenwohnheim modern und ansprechend konstruiert ist.

Studentenresidenz als Beispiel für moderne Studentenwohnheime in der Schweiz

Dies zeigt auch das Beispiel der neu eröffneten Studentenresidenz Stöckacker in Bern. Die privaten Träger bieten hier Studios bis 4er-WGs an und verlangen für die Zimmer netto CHF 750–1140. Die alle mit Balkon ausgestatteten, komfortablen Zimmer sind schon im ersten Semester nach der Eröffnung beinahe ausgebucht (Auslastung von 91–94%), und dies obwohl in Bern die Leerstände höher und die mittleren Mieten am freien Markt mit netto CHF 253 pro m² und Jahr klar tiefer sind als in Genf oder Zürich. Hinzu kommt, dass sich die Residenz im Stöckacker zwar direkt an einem S-Bahnhof befindet und mit ÖV sehr gut erschlossen ist, ansonsten aber alles andere als zentral gelegen ist. Durch die unmittelbare Nähe zu den Bahngleisen sind die Bewohner zudem einer erhöhten Lärmbelastung ausgesetzt. Der Flächenverbrauch pro Studierenden entspricht in der Studentenresidenz mit 31.4 m² ziemlich genau dem Wert, den wir für moderne Studentenwohnheime kalkuliert haben. Rechnet man die CHF 253 pro m² und Jahr für eine Mietwohnung in Bern auf den Flächenverbrauch pro Studierenden in der Residenz um, erhält man einen Betrag von CHF 653 und Monat. Dies liegt sogar noch unter dem billigsten Preis von CHF 750 pro Person in der Studentenresidenz. Solche Unterschiede dürften zu einem grossen Teil daraus resultieren, dass die Wohnungen in Studentenwohnheimen oft möbliert sind, während sich die mittleren Mietpreise auf dem freien Markt auf unmöblierte Objekte beziehen. Hinzu kommt, dass in Studentenwohnheimen, je nach Konzeption, mehr Nasszellen erstellt werden, was den Bau teurer macht. Auch die Verwaltungskosten dürften bei einem Studentenwohnheim aufgrund der stärkeren Fluktuation höher ausfallen.

Student Housing – eine interessante Nische

Student Housing ist in der Schweiz populärer, als es zunächst den Anschein macht. Die Nachfrage ist grösser als das Angebot, womit bereits heute ein grosses Aufholpotenzial besteht. Zudem wird die Anzahl der Studierenden auch in den kommenden Jahren wachsen und somit noch mehr Plätze in Studentenwohnheimen nachgefragt werden. Als Standorte für weitere Projekte eignen sich insbesondere die grossen Hochschulstandorte, wo wenig Wohnungen leer stehen und die Ausweichmöglichkeiten gering sind. Mit Ausnahme von Zürich und Luzern wird das Angebot derzeit kaum nennenswert ausgeweitet. Unter der Voraussetzung, dass die Studentenwohnheime den heutigen Bedürfnissen und Präferenzen der Studierenden Rechnung tragen, können für die Zimmer durchaus Preise verlangt werden, die sowohl für Studierende als auch für Investoren attraktiv sind. Neu erstellte Studentenwohnhäuser lassen sich zudem ohne grosse Risiken langfristig an spezialisierte Betreiber vermieten, die den Markt in- und auswendig kennen.

Immobilienanlagen

Im letzten Jahr standen Schweizer Immobilienanlagen auf der Einkaufsliste der Investoren einmal mehr weit oben. Die Renditedifferenzen gegenüber risikolosen Anlagen nahmen erneut zu, sodass sowohl direkte als auch indirekte Immobilienanlagen (Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften) nochmals attraktiver wurden. Die Nachfrage nach Immobilienanlagen überstieg das Angebot und beflügelte folglich die Preise. Dementsprechend gaben die Anfangsrenditen von Direktanlagen weiter nach, während die Gesamtrenditen indirekter Immobilienanlagen an der Börse im langjährigen Vergleich klar überdurchschnittlich ausfielen. Aus fundamentaler Perspektive haben sich die latenten Risiken innert Jahresfrist generell leicht erhöht. Bei den Renditeliegenschaften ist insbesondere das Leerstandsrisiko gestiegen. Dies ist jedoch nicht flächendeckend der Fall, und die kotierten Immobilienfonds sind geografisch vorteilhaft positioniert.

Direkte Immobilienanlagen

Kein Ende des Preiswachstums bei Wohnrenditeliegenschaften in Sicht

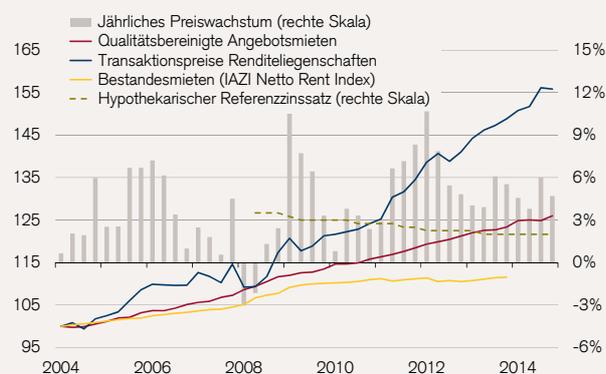
Preise entkoppeln sich von fundamentalen Werten

Anders als beim Wohneigentum ist bei den Wohn- und gemischten Renditeliegenschaften noch wenig von einem Rückgang der Preisdynamik zu spüren (vgl. Abb. 72). Die hohe Nachfrage nach Renditeliegenschaften entwickelte sich während langer Zeit parallel zur Nachfrage am Nutzermarkt, doch nun zeichnet sich immer mehr eine Entkoppelung ab. Mit einem Preiswachstum von 4.7% auf Jahresbasis per 4. Quartal 2014 öffnet sich die Schere zwischen den Transaktionspreisen und den Mieten immer stärker. Seit 2004 sind die Preise der Wohnrenditeliegenschaften nunmehr um 55.8% gestiegen. Die Angebotsmieten legten im selben Zeitraum nur um 26.0% zu, die stark von der Entwicklung des Referenzzinssatzes abhängigen Bestandesmieten gar bloss um 11.6% (bis Ende 2013). Da der Referenzzinssatz im 1. Halbjahr nochmals auf 1.75% sinken wird, ist mit einer weiteren Öffnung der Schwere zu rechnen.

Abbildung 72

Preisentwicklung von Renditeliegenschaften

Wohn- und gemischte Liegenschaften, Jahreswachstumsrate in %, Indizes der Preisentwicklung: 1. Quartal 2004 = 100

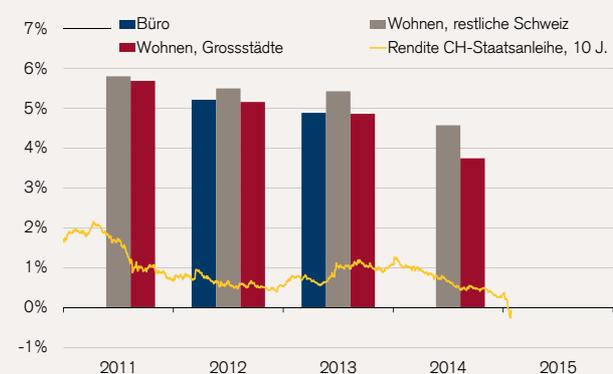


Quelle: IAZI, Homegate, Bundesamt für Statistik, BWO, Credit Suisse

Abbildung 73

Anfangsrenditen

Bruttoanfangsrenditen (Mediane) = Bruttomiettrug/Transaktionspreis in %, Stichproben 2011 und 2014 für Büroliegenschaften zu klein



Quelle: Credit Suisse, REIDA, Bloomberg

Anlagedruck hat Renditen weiter reduziert

Die divergierende Entwicklung von Preisen und Mieten führt dazu, dass die Bruttoanfangsrenditen weiterhin rückläufig sind (vgl. Abb. 73). Gemäss einer Auswertung der Datenbank REIDA, die Kennzahlen für Liegenschaften von institutionellen Investoren bereitstellt, sanken die mittleren Anfangsrenditen von Wohnliegenschaften in den Grossstädten auf 3.7% im 2014 (Vorjahr:

4.9%). In der restlichen Schweiz war ein Rückgang auf 4.6% (Vorjahr: 5.4%) zu beobachten. Der markante Rückgang widerspiegelt nicht nur die Preisentwicklung, sondern auch die Tatsache, dass verstärkt erstklassige Objekte gesucht waren, die durch tiefe Renditen gekennzeichnet sind. Da grosse institutionelle Investoren, die schwergewichtig in Core-Objekte mit überdurchschnittlicher Standortqualität investieren, hinter der Mehrheit der Beobachtungen stehen, dürften die Renditen in der Tendenz unter denjenigen des Gesamtmarktes liegen. Bei den Büroflächen haben 2014 zu wenige Transaktionen stattgefunden, um eine aussagekräftige Rendite berechnen zu können. Die geringe Zahl von Beobachtungen lässt darauf schliessen, dass erstens zwischen Verkäufer- und Käuferseite unterschiedliche Preisvorstellungen herrschen, die sich noch nicht einander angenähert haben, und zweitens die Qualität der angebotenen Objekte nicht dem entspricht, was auf Käuferseite gesucht ist. Entsprechend wenige Objekte haben die Hand gewechselt.

Anfangsrenditen direkter Immobilienanlagen dürften weiter fallen

Mit der Aufgabe der EUR/CHF-Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank am 15. Januar 2015 und der gleichzeitig kommunizierten erneuten Senkung des LIBOR-Zielbands werden Direktinvestitionen in Immobilien trotz bereits tiefer Renditen nochmals attraktiver, zumal die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen erstmals in der Geschichte in den negativen Bereich gefallen sind (vgl. Abb. 73). Obwohl sich auf dem Markt für Büroflächen in einigen Städten das Überangebot verschärft und der Mietwohnungsmarkt künftig mit einer tieferen Nachfrage konfrontiert sein wird, stossen Renditeigenschaften dennoch unverändert auf die Gunst der Investoren. Weil höhere Zinsen in weiter Ferne bleiben, dürfte der hohe Anlagedruck, der durch die Erosion der Kapitalverzinsung am Staatsanleihenmarkt bedingt ist, Bestand haben. Die Preise von Wohnrenditeigenschaften werden im 2015 demnach weiter steigen. Gleichzeitig erwarten wir für 2015 eine Abschwächung des Mietpreiswachstums, sodass der Abwärtsdruck auf die Anfangsrenditen bestehen bleibt. Bei den im Zyklus bereits weiter fortgeschrittenen Büroliegenschaften dürften sich die Anfangsrenditen tendenziell auf dem bestehenden Niveau stabilisieren, wobei hier beträchtliche regionale Unterschiede bestehen.

Veränderungen auf Anlegerseite

Pensionskassen werden bei Neuinvestitionen zurückhaltender

Ein wichtiger Akteur am Markt für Renditeigenschaften sind institutionelle Investoren wie Pensionskassen, Immobilienfonds und Versicherungen. Gemäss der Pensionskassenstatistik des Bundesamtes für Statistik betrug der Bilanzwert von Schweizer Immobilien und Grundstücken bei sämtlichen Schweizer Vorsorgeeinrichtungen im Jahr 2013 rund CHF 113 Mrd. Seit 2004 ist dieser Betrag im Durchschnitt um jährlich 5.9% gewachsen. In den Jahren 2009–2011 wurden gar Wachstumsraten von rund 7% erzielt; seither nimmt der Bilanzwert von Immobilien nicht mehr derart stark zu (2013: 4.6%). Die Immobilienquote, d.h. der Anteil der Schweizer Immobilien an den gesamten Aktiven der Vorsorgeeinrichtungen (ohne Versicherungsverträge), ist seit 2011 gar leicht rückläufig (2013: 15.8%). Da die Wertentwicklung direkter Immobilienanlagen zwischen 2011 und 2013 eine sehr hohe Dynamik zeigte (vgl. Abb. 72), kann aus diesen Zahlen geschlossen werden, dass die Pensionskassen bei Neuinvestitionen in Immobilien etwas zurückhaltender geworden sind. Die hohen Preise in Kombination mit der beschränkten Verfügbarkeit attraktiver Core-Objekte führen dazu, dass trotz rekordtiefer Zinsen nicht mehr um jeden Preis in Immobilien investiert wird.

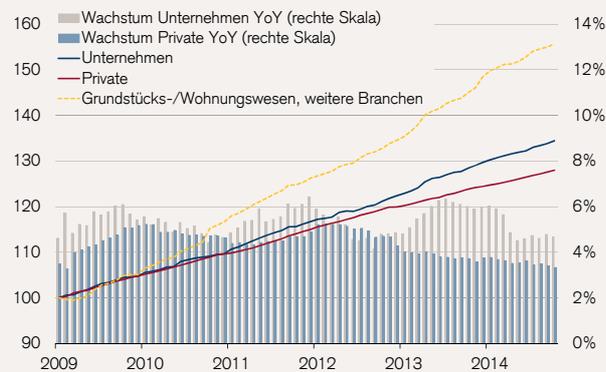
Zunehmende Bedeutung von Kleinstfirmen als Akteure auf dem Immobilienmarkt

Im Unterschied zu den Investitionen der Pensionskassen sind jene der Immobilienaktiengesellschaften und Immobilienentwickler zu einem wesentlichen Teil durch Hypothekarkredite finanziert. Solange die Produktionstätigkeit im Wohnungsbau hoch bleibt, dürften solche fremdkapitalfinanzierten Investitionen weiterhin Konjunktur haben. Dies zeigt ein Blick auf die Entwicklung der Hypothekarkreditvolumina (vgl. Abb. 74): Während sich das Jahreswachstum der an Privatpersonen vergebenen Kredite – bedingt durch die verschärfte Regulierung und das hohe Preisniveau – auf 3.3% zurückbildete, wuchs das an Unternehmen vergebene Hypothekarkreditvolumen noch mit 4.7%. Auch hier war jedoch ab Mitte 2013 ein markanter Rückgang der Wachstumsraten zu beobachten.

Abbildung 74

Entwicklung des Hypothekarkreditvolumens

Index: 2009 = 100 (linke Skala), Wachstumsrate auf Jahresbasis in %

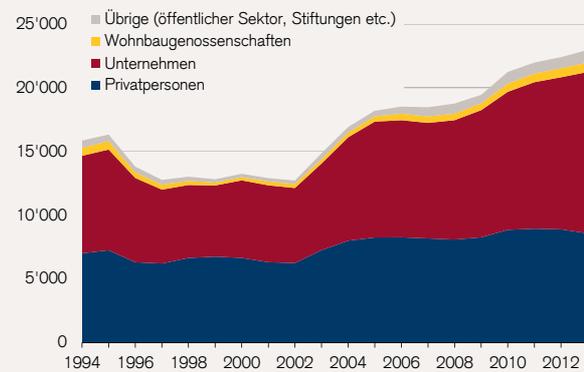


Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

Abbildung 75

Bauinvestitionen Wohnen nach Auftraggeber

Neubauten, in CHF Mio.



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Unklare Rolle der Kleinfirmen: Entwickler oder Besitzer?

Besonders stark zugenommen haben in den vergangenen Jahren Kredite an denjenigen Wirtschaftszweig, der unter anderem auch das Grundstücks- und Wohnungswesen umfasst. Seit 2009 ist das an solche Unternehmen vergebene Kreditvolumen um 56% gewachsen. Mehr als zwei Drittel der Kredite gehen an Klein- und Kleinstfirmen mit weniger als zehn Mitarbeitern. Die erhöhte Aufmerksamkeit, die private Investoren dem Immobilienmarkt seit der Finanzkrise schenken, sowie die während langer Zeit anhaltend positive Wertentwicklung locken vermehrt Privatanleger und kleine Akteure in diesen Markt. Gemäss Zahlen des Bundesamts für Statistik hat sich die jährliche Anzahl Gründungen von Kleinunternehmen mit weniger als einer Vollzeitstelle im Bereich Grundstücks- und Wohnungswesen zwischen 2001 und 2012 nahezu vervierfacht. Hinter diesen Unternehmen dürften zu einem wesentlichen Teil vermögende Privatpersonen stehen, welche – hauptsächlich aus steuerrechtlichen Gründen – ihre Immobilienportfolios nicht im Privatvermögen halten wollen.

Die Statistik der Bauinvestitionen liefert ebenfalls Hinweise auf ein zunehmendes Engagement von Unternehmen in Immobilien (vgl. Abb. 75). Der kräftige Anstieg der Bauinvestitionen um 80% zwischen 2002 und 2013 geht zu 66% auf das Konto der Unternehmen. Unklar ist dabei, welche Rolle diese Unternehmen spielen. Handelt es sich um die Entwickler der Liegenschaften, die diese zu einem späteren Zeitpunkt weiterverkaufen, oder bleiben die Immobilien im Besitz der Unternehmen? Aus Risikoüberlegungen wären hier zusätzliche Daten nützlich, denn Unternehmen, die kreditfinanzierte Immobilien entwickeln, um sie zu verkaufen oder zu vermieten, dürften bei künftigen Zinsanstiegen stärkeren Risiken ausgesetzt sein, weil steigende Zinsen gleichzeitig zu Druck auf die Liegenschaftswerte und zu erhöhten Finanzierungskosten führen. Institutionelle Investoren, die ihre Immobilien nur in geringem Ausmass über Hypothekarkredite finanzieren, wären davon weniger stark betroffen.

Gefahr von Überangeboten wächst auch auf dem Mietwohnungsmarkt**Leerstände werden bei tiefen Zinsen eher in Kauf genommen**

Die steigenden Leerstände, die auf dem Büro- und dem Verkaufsflächenmarkt schon seit längerem die Regel sind, haben nun auch den Mietwohnungsmarkt erreicht: 2014 nahmen die Leerstände bei den Mietwohnungen markant zu. Gleichzeitig scheint nachfrageseitig der Zenit überschritten zu sein. Bei Investitionen in Segmente und Regionen mit hohen Leerständen müssen sich Investoren der damit verbundenen Risiken – namentlich Mietzinsausfällen und Marktwertverlusten – bewusst sein, auch wenn diese angesichts der gegenwärtig tiefen Zinsen moderat erscheinen. Wir gehen davon aus, dass die Bautätigkeit im Mietwohnungssegment noch für eine Weile hoch bleiben wird. Untersuchungen belegen nämlich, dass die Investoren Leerstände in Tiefzinsphasen eher in Kauf nehmen, weil brachliegendes Kapital in solchen Perioden geringere Opportunitätskosten nach sich zieht.

Wo ist künftig Vorsicht angebracht?

Ein Vergleich von Nachfrage und Angebot auf mittlere Sicht (vgl. Abb. 76)⁷ zeigt, dass sich Ungleichgewichte zurzeit ausschliesslich ausserhalb der Grosszentren abzeichnen. Überdurchschnittlich gefährdet sind einige Regionen der Nordwestschweiz (vom Jurabogen bis zur Region Aarau), der Nordostschweiz (Glarner Hinterland, Toggenburg, St. Galler Rheintal, Appenzell) und der zentralen und westlichen Voralpen (Einsiedeln, Entlebuch, Oberes Emmental, Schwarzwasser) sowie zahlreiche alpine Regionen, vor allem in den Kantonen Wallis und Graubünden. In letzteren Regionen ist hauptsächlich die schwache Nachfrage für das erhöhte Überangebotsrisiko verantwortlich, weil die Bevölkerung in zahlreichen Alpentälern stagniert oder schrumpft. Andere Regionen (z.B. Aarau, Einsiedeln) haben eine anhaltend starke Bautätigkeit zu verzeichnen, welche die Nachfrage auf mittlere Frist übertreffen dürfte. Einige der überdurchschnittlich risikoanfälligen Regionen weisen ausserdem bereits erhöhte Leerstände oder eine erhöhte Insertionsdauer auf (z.B. Olten/Gösgen/Gäu, Thal). Im Gegensatz dazu zeigen nicht nur die Grosszentren und ihr Umland, sondern auch die Regionen von Mittelzentren wie Lugano, Luzern, Zug, Winterthur und St. Gallen ein unterdurchschnittliches Überangebotsrisiko.

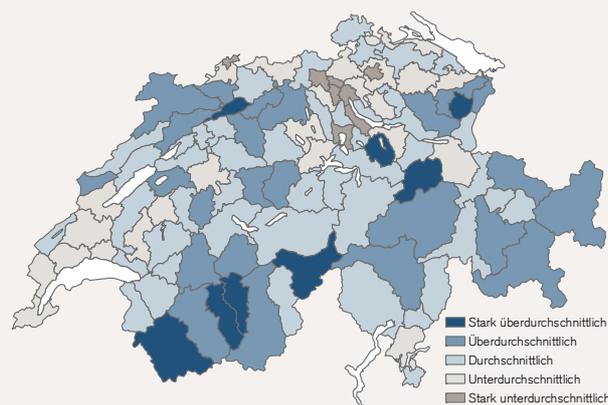
Standortwahl entscheidend für die Vermeidung von hohen Leerständen

In Abbildung 77 können wir diesbezüglich einen interessanten Zusammenhang darstellen. Wir haben bereits mehrfach auf die Bedeutung der verkehrstechnischen Erreichbarkeit für die Standortqualität hingewiesen. Wie der Grafik entnommen werden kann, sinkt das Leerstandsrisiko mit zunehmendem Erreichbarkeitsgrad relativ deutlich. Aus Investorensicht lassen sich die Leerstandsrisiken also mittels entsprechender Standortwahl reduzieren bzw. sogar steuern. Selbstverständlich spielen weitere Aspekte der Standortqualität ebenfalls eine Rolle. Diese erklären neben anderem die noch verbleibenden erheblichen interregionalen Unterschiede. Neben der Makrolage senkt auch eine gute Mikrolage innerhalb einer Gemeinde das Leerstandsrisiko massgeblich. Trotzdem können im Rahmen eines gut diversifizierten Immobilienportfolios auch Investitionen an unterdurchschnittlichen Lagen sinnvoll sein, zumal mit dem Risiko auch die erwartete Rendite steigt. An dezentralen Lagen mit unterdurchschnittlicher Standortqualität sollten Investoren jedoch den Markt besonders detailliert analysieren, um Wohnungsgrössen, Ausstattung usw. auf die Bedürfnisse der Mieter abzustimmen.

Abbildung 76

Überangebotsrisiko Mietwohnungen (mittlere Frist)

Auf Basis verschiedener Angebots- und Nachfrageindikatoren

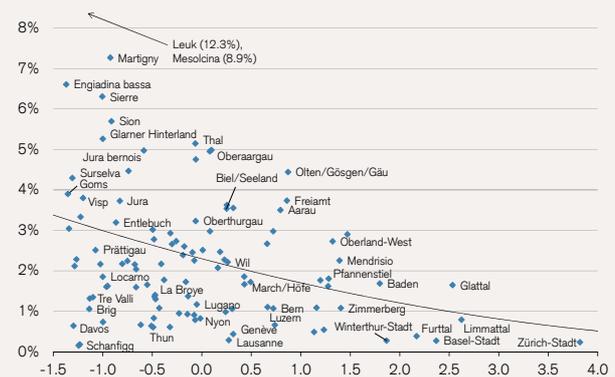


Quelle: Credit Suisse, Geostat

Abbildung 77

Leerstandsnummer und Standortqualität

Leerstandsnummer in % des Mietwohnungsbestandes (vertikale Achse) und verkehrstechnische Erreichbarkeit der Bevölkerung (>0 = überdurchschnittlich)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Navteq, search.ch, Credit Suisse

⁷ Berücksichtigt wurden nachfragebezogene Faktoren wie Standortqualität, demografische Entwicklung und touristische Attraktivität sowie angebotsbezogene Faktoren wie aktuelle Projektierungstätigkeit und zukünftiges Ausweitungspotenzial. Um die aktuelle Marktsituation miteinzubeziehen, enthält der Index ausserdem Indikatoren für die aktuelle Leerstandssituation und die Insertionsdauer.

Mietrecht und demografischer Wandel begrenzen Mobilität auf dem Mietmarkt

Mietrecht untergräbt die Wohnraummobilität

Wie in *Abbildung 72* gezeigt, hat sich die Schere zwischen Angebots- und Bestandesmieten in den vergangenen Jahren stark geöffnet. Grund dafür ist die mietrechtliche Bindung der Mieten laufender Mietverhältnisse an den Referenzzinssatz, der aufgrund der tiefen Zinsen in den vergangenen Jahren wiederholt nach unten angepasst wurde. Dieser administrierte Mietpreis repräsentiert die Knappheit von Wohnflächen nicht mehr adäquat. Die divergierende Entwicklung von Markt- und Bestandesmieten führt dazu, dass es für langjährige Mieter unattraktiv ist, die Wohnung zu wechseln. In diesem Zusammenhang wird von einem «Lock-in»-Effekt gesprochen: Haushalte bleiben aufgrund des bei einem Umzug zu erwartenden hohen Mietpreisaufschlags in ihrer Wohnung, obwohl diese ihre Bedürfnisse aufgrund sich ändernder Lebensumstände (z.B. neuer Arbeitsort, Auszug der Kinder usw.) nicht mehr ideal abdeckt. Dies führt zu einem gesellschaftlichen Wohlfahrtsverlust, weil die administrierten Mietpreise die Entscheidungen hinsichtlich der Qualität und Quantität von Wohnraum verzerren.

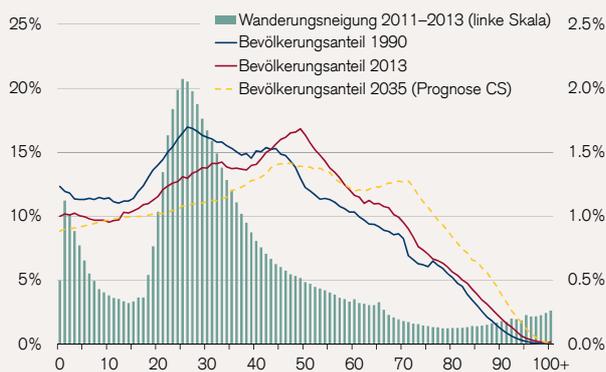
Demografische Alterung senkt Umzugsneigung und Immobilienerträge

Der negative Effekt des bestehenden Mietrechts auf die Mietermobilität wird durch einen zweiten, langfristigen Effekt verstärkt: die Alterung der Bevölkerung (vgl. *Abb. 78*). Das Durchschnittsalter der Bevölkerung steigt zusehends. Gleichzeitig sinkt mit steigendem Alter die Umzugsneigung und damit auch die Wahrscheinlichkeit eines Wechsels der Wohngemeinde, die wir hier als Wanderungsneigung messen können. Diese Wahrscheinlichkeit erreicht bei der Altersgruppe um Mitte 20 das Maximum, weil dann viele junge Menschen ihre Ausbildung abschliessen oder mit der Partnerin oder dem Partner einen gemeinsamen Haushalt gründen. Anschliessend sinkt die Wanderungsneigung mit steigendem Alter kontinuierlich. Zwischen 60 und 65 ist die Wanderungsneigung schliesslich stabil, weil sich einige Haushalte anlässlich der Pensionierung nochmals neu orientieren und ihre Wohnung in Hinblick auf die Bedürfnisse im höheren Alter optimieren. Ein erneuter, wenn auch nur leichter Anstieg der Wanderungsneigung ist zudem ab einem Alter von 80 Jahren zu beobachten. Hier dürfte der Wechsel in Alterswohnungen oder Pflegeeinrichtungen ausschlaggebend sein.

Abbildung 78

Wanderungsneigung und Bevölkerung nach Alter

Wanderungsneigung: Jährlicher Anteil Bevölkerung mit Wechsel der Wohngemeinde

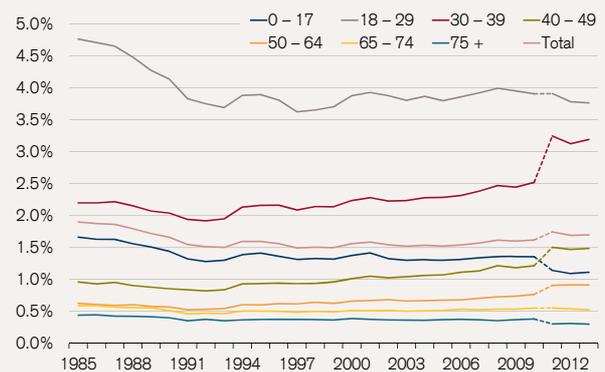


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abbildung 79

Veränderung der Wanderungsneigung nach Alter

Anteil Bevölkerung mit Wechsel des Wohnkantons nach Altersgruppe, 2010–2011: Strukturbruch durch Umstellung von ESPOP auf STATPOP



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Langfristig orientierte Investoren sollten Mietermobilität in ihren Entscheidungen berücksichtigen

Die Alterung der Bevölkerung sorgt folglich dafür, dass die Mietermobilität sinkt. Aus Investoren­sicht bedeutet eine tiefe Mietermobilität einen Verlust von Mieteinnahmen, da durch die weniger Mieterwechsel auch weniger Gelegenheiten für Anpassungen an die Marktmieten entstehen. Am tiefsten ist die Mietermobilität typischerweise in peripheren Regionen der Alpen und des Juras sowie in den Grossstadregionen. Eine höhere Mobilität ist in vielen sub- und periurbanen sowie in touristischen Regionen zu beobachten. Unter der Annahme gleichbleibender Mobilität innerhalb jeder Altersklasse über die Zeit dürfte die Umzugswahrscheinlichkeit bis 2035 insgesamt um etwa 10% abnehmen. Bis anhin hat sich dieser Effekt indessen noch nicht gross bemerkbar gemacht. Zahlen zu den interkantonalen Wanderungen deuten nämlich darauf

hin, dass die Wanderungsneigung der Generation der 30–64-Jährigen in den letzten zehn Jahren leicht angestiegen ist (vgl. Abb. 79). Dieser gegenläufige Effekt hat bisher den Mobilitätsverlust durch den Alterungsprozess mehr oder weniger zu kompensieren vermocht. Langfristig orientierte Investoren sollten die regionale Mietermobilität in ihren Entscheidungen jedoch berücksichtigen, weil nicht davon ausgegangen werden kann, dass die Mobilität älterer Haushalte beständig zunimmt. Im Gegensatz dazu schreitet die demografische Alterung unaufhaltsam voran.

Indirekte Immobilienanlagen

Immobilienanlagen aus Investorenperspektive eine attraktive Wahl

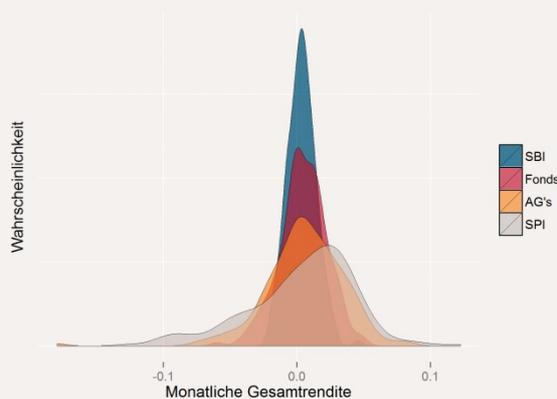
2014: Glanzresultat der indirekten Immobilienanlagen

Die Performance der indirekten Immobilienanlagen hat die Anfang des letzten Jahres gehegten Erwartungen bezüglich des Aufwertungspotenzials weit übertroffen. Ausschlaggebend waren weniger Änderungen bei der Einschätzung des zugrundeliegenden Immobilienmarktes als vielmehr der abermalige und in seinem Ausmass überraschend starke Rückgang der langfristigen Zinssätze. Die Renditen der 10-jährigen Eidgenossen schwächten sich im Verlauf des vergangenen Jahres kontinuierlich ab, brachen im Dezember regelrecht ein und notierten kurz nach Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses erstmals überhaupt im negativen Bereich. Kein Wunder, belief sich die durchschnittliche Gesamrendite der an der SIX kotierten Immobilienfonds im Jahr 2014 auf 15.0% und diejenige der Immobilienaktiengesellschaften auf 13.6%. Zum Vergleich: der Swiss Performance Index (SPI) rentierte mit 13.0%. Zeugnis des ungebrochenen Interesses an Immobilienanlagen sind diverse Neulancierungen und Kapitalerhöhungen bei den Immobilienfonds. 2014 betrug der Umfang der Kapitalerhöhungen bei insgesamt zehn Immobilienfonds CHF 1.18 Mrd.; das Volumen der drei Neulancierungen belief sich derweil auf CHF 345 Mio.

Abbildung 80

Renditeprofil von Immobilienanlagen

Geschätzte Häufigkeitsverteilung (y-Achse) der monatlichen Gesamrenditen von 01/2000 bis 12/2014 (x-Achse)



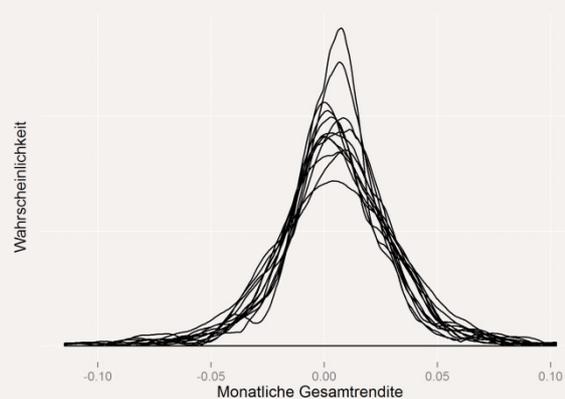
Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Credit Suisse, Datastream

Abbildung 81

Renditeprofil der kotierten Immobilienfonds einzeln

Geschätzte Häufigkeitsverteilung (y-Achse) der monatlichen Gesamrenditen von 01/2000 bis 12/2014 (x-Achse)



Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Credit Suisse, Datastream

Schmale Renditestreuung bei indirekten Immobilienanlagen

Blenden wir für einen Moment aus, dass der Performance der börsenkotierten Titel Immobilien zugrunde liegen, und betrachten wir die Gesamtrendite als reine Bewegung an der Börse. Neben der Korrelation mit anderen Anlageklassen, die wir bereits früher analysiert haben⁸, und der Gesamtrendite interessiert den Investor besonders die Verteilung der Renditen. Zu diesem Zweck betrachten wir die Monatsrenditen im Zeitraum von 2000 bis 2014 und vergleichen indirekte Immobilienanlagen mit Anleihen und Aktien. **Abbildung 80** veranschaulicht, dass die Volatilität der Monatsrenditen bei den Immobiliengefässen deutlich geringer war als beim breiten Aktienindex SPI, was Investoren bevorzugt. Dies lässt sich an der viel schmaleren Häufigkeitsverteilung der monatlichen Renditen ablesen, wobei der Swiss Bond Index (SBI) hier am besten abschneidet.

In geringem Ausmass zeigen auch Immobilienanlagen eine schiefe Renditeverteilung

Von blossen Auge ist in **Abbildung 80** erkennbar, dass die Monatsrenditen des Aktienindex SPI nicht nur breiter gestreut sind, sondern auch asymmetrisch ungünstiger ausfallen und relativ dicke Enden haben, sogenannte «Fat Tails». Dies bedeutet, dass grössere Monatsgewinne und -verluste bei Aktien häufiger auftreten als bei Immobilienanlagen. Berechnet man hierzu die entsprechenden statistischen Masse Schiefe und Kurtosis, so zeigt sich, dass die Renditeverteilungen der kotierten Immobilienfonds und -gesellschaften selbst ebenfalls ungünstige Eigenschaften aufweisen. Aussergewöhnliche Ereignisse sind insbesondere im negativen Bereich häufiger anzutreffen als im positiven, wenn auch weniger ausgeprägt als beim Aktienindex SPI.

Monatsverlust von mehr als 2.8% bei Immobilienfonds in nur 5% der Fälle möglich

Die weniger risikoreiche Streuung der Renditen von Immobilienanlagen ist auch daraus zu ersehen, dass der Verlust, der mit einer Wahrscheinlichkeit von 5% bzw. in den schlechtesten 5% aller Monate nicht überschritten wurde, beim SPI bei 8.2%, bei den Immobilienaktien bei nur 4.6% und bei den Immobilienfonds bei bloss 2.8% lag. Grössere monatliche Verluste sind demnach bei Letzteren sehr selten. Dieses Risikomass ist auch unter der Bezeichnung «Value at Risk» bekannt und kann für beliebige Wahrscheinlichkeiten berechnet werden. Unter den verschiedenen Immobilienfonds, die über den ganzen Zeitraum von Januar 2000 bis Dezember 2014 kotiert waren, gibt es ebenfalls Unterschiede hinsichtlich der geschätzten Renditeverteilung (vgl. **Abb. 81**). Diese Differenzen sind aber weniger ausgeprägt als zwischen den Anlageklassen in **Abbildung 80** und deshalb für Investoren von geringerer Bedeutung.

Wie entwickeln sich künftig die Agios?

Langfristzinsen dürften für längere Zeit auf historisch tiefen Niveaus verbleiben

Für Investoren, die auf stabile Ausschüttungen Wert legen, sind indirekte Immobilienanlagen ein Substitut für Unternehmens- und Staatsanleihen, weshalb ein negativer Zusammenhang zwischen den langfristigen Zinssätzen und den an der Börse bezahlten Aufpreisen (Agios bzw. Prämien) auf den Nettoinventarwerten besteht. Von der Zinsfront droht den Aufpreisen indirekter Immobilienanlagen derzeit keine unmittelbare Gefahr, da wir davon ausgehen, dass die Renditen 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen in den nächsten fünf Jahren nur sehr graduell steigen werden. In unserem wahrscheinlichsten Szenario verbleiben sie im Mittel über diesen Zeitraum unter 1%.

Tiefe Zinsen haben hohe, aber nicht übermässige Aufpreise bewirkt

Im Zuge des markanten Rückgangs der langfristigen Zinssätze während des letzten und zu Beginn des laufenden Jahres sind die Agios der kotierten und ausserbörslich gehandelten Immobilienfonds von einem mittleren Niveau von 13.6% per Ende 2013 auf 29.1% per Ende Januar 2015 hochgeschneit. Parallel dazu verwandelte sich der durchschnittliche Abschlag von 1.8% bei den Immobilienaktiengesellschaften in eine Prämie von 8.2%. Interessant ist, dass die Agios bis anfangs Jahr modelltechnisch durchaus noch höher hätten liegen können. Die markante Differenz zwischen dem beobachteten Agio und dem auf Basis von früheren Zusammenhängen geschätzten Agio, die seit Mitte 2012 Bestand hatte, ist im Januar 2015 plötzlich geschlossen worden (vgl. **Abb. 82**). Für die Differenz gab es im Wesentlichen zwei Gründe: Erstens war unklar, ob an den Rändern des Modells, an denen sich die Agios derzeit tiefzinsbedingt befinden, dieselben Zusammenhänge gelten. Die Investoren reizten den Spielraum deshalb nicht aus und blieben eher vorsichtig. Und zweitens dürften die absehbaren Herausforderungen auf den Vermietungsmärkten die Investoren in ihrer Vorsicht bestärkt haben. Die neue Situation mit Negativzinsen hat die Ausgangslage für die Investoren verändert. Die Furcht vor Negativzinsen scheint grösser zu sein und hat die Investoren dazu bewogen, ihre Vorsicht abzulegen.

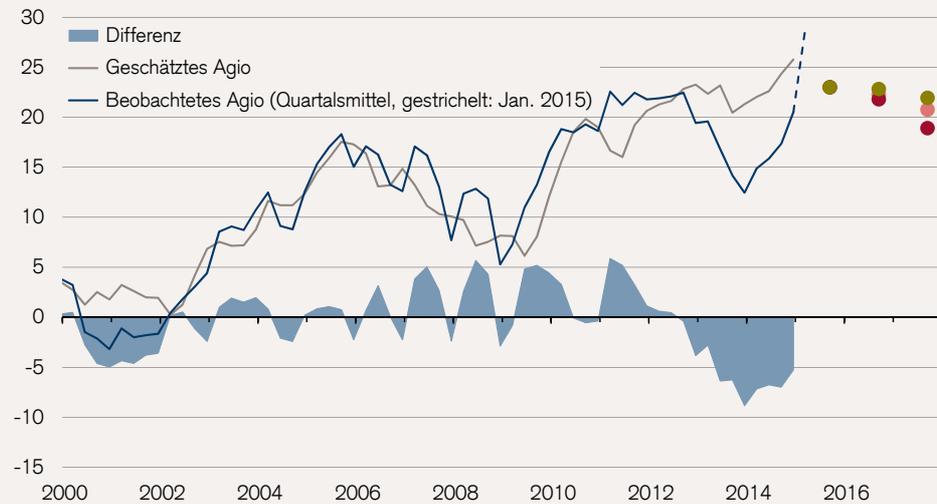
8 Vgl. Credit Suisse (2009): Swiss Issues Immobilien – Immobilienmarkt 2009, Seite 59 f.

Abbildung 82

Agio der Immobilienfonds inklusive Prognose

Geschätztes und beobachtetes Agio, in % des Nettoinventarwertes (gewichtet, kotierte und nicht-kotierte Immobilienfonds);

Punkte: Prognosewerte für drei Szenarien (grün: schwache Wirtschaft, rosa: Hauptszenario, rot: starke Wirtschaft)



Quelle: Credit Suisse, Jahres- und Halbjahresberichte der Fonds

Keines unserer Szenarien lässt Einbruch der Agios erwarten

Wir gehen gestützt auf unser Modell davon aus, dass die Agios der Immobilienfonds in allen unterstellten Wirtschaftsszenarien nur langsam sinken werden, wobei wir drei Langfristszenarien betreffend Wirtschaftswachstum sowie Leerstands- und Zinsentwicklung zugrunde legen. Gegenläufige Effekte sorgen dafür, dass die einzelnen Szenarien recht nahe beieinanderliegen. In einem schwachen Wirtschaftsszenario wäre das Agio gemäss Prognose gar am höchsten, da in diesem Fall extrem tiefe Langfristzinsen die negativen Effekte der Wirtschaftsentwicklung und der Leerstände mehr als aufwiegen würden. Umgekehrt dürften sich bei einer starken Wirtschaft die Zinsen am raschesten normalisieren, was die Agios trotz tieferer Leerstände und positiver Ertragsaussichten drücken würde.

Indirekte Immobilienanlagen aus fundamentaler Perspektive**Positive und negative Effekte halten sich in den Büchern ungefähr die Waage**

Die Immobilienanlagegefässe profitieren gleich doppelt von den abnormal tiefen Zinsen. Einerseits können die Finanzverbindlichkeiten nochmals tiefer und mit längeren Laufzeiten abgeschlossen werden. Im Mittel beträgt der Zinssatz für Fremdkapital bei den vier grossen Immobilienaktiengesellschaften gemäss letztem Zwischenbericht gerade noch 2.1%. Andererseits eröffnen die tieferen Zinsen nochmals Spielraum für eine Senkung der Kapitalisierungssätze, was ceteris paribus die Bewertungen der Liegenschaften erhöht. Aus diesem Grund machen sich eingetrübte Ertragserwartungen auf dem zugrundeliegenden Immobilienmarkt nur langsam in den Geschäftsberichten bemerkbar. In der Erfolgsrechnung werden tiefere Mieterträge in bestehenden Objekten durch tiefere Fremdkapitalkosten kompensiert, und in der Bilanz schlagen tiefere Mieterträge wegen der reduzierten Diskontierungssätze noch nicht auf die Liegenschaftsbewertungen durch bzw. werden sogar überkompensiert. Nicht nur die Agios, sondern auch die Gesamtergebnisse dürften in den als realistisch erachteten Szenarien daher relativ nahe beieinanderliegen, zumal die tendenziell rückläufigen Kapitalisierungssätze im eher negativen Szenario Bestand haben und die Liegenschaftsbewertungen trotz schlechterer Mietaussichten anheben oder zumindest stabil halten. Somit dürfte die Inventarwertentwicklung weniger als erwartet von der Konjunktur abhängen. Einzig im Szenario einer Stagflation – hohe Inflation bei schwachem Wachstum – müsste mit einem Einbruch der Gesamtergebnisse gerechnet werden. Ein solches Szenario wird für die nächsten fünf Jahre aber als sehr unwahrscheinlich eingestuft.

Zumeist gute räumliche Diversifikation der Immobilienfonds

Die indirekten Schweizer Immobilienanlagen können aufgrund ihrer Finanzkennzahlen aber genauso gut auch «bottom-up», d.h. auf Basis der einzelnen Liegenschaften, beurteilt werden. Die räumliche Diversifikation ist ein Hauptargument zugunsten indirekter Immobilienanlagen im Vergleich zu einem kleinen Portfolio aus Direktanlagen, weshalb wir sie genauer unter die Lupe

nehmen. Insbesondere bezüglich des Leerstandsrisikos unterscheiden sich die Schweizer Regionen beträchtlich (vgl. vorstehende Abb. 76 und 77), weshalb eine Diversifikation dementsprechend sinnvoll ist. Wir haben deshalb die regionale Diversifikation der kotierten Schweizer Immobilienfonds anhand des Herfindahl-Index – eines Konzentrationsmasses – untersucht. Die meisten Fonds haben ihre Liegenschaften recht gut über die 110 Schweizer Wirtschaftsregionen gestreut (vgl. Abb. 83). Im Maximum sind die Wohnliegenschaften eines Immobilienfonds über 47 Regionen verteilt; bei den Geschäftliegenschaften sind es maximal 28 Regionen. Aufgrund der grösseren Zahl an Einheiten ist die Diversifikation bei den Wohnliegenschaften noch etwas ausgeprägter als bei den gemischten und den Geschäftliegenschaften. Eine gute Verteilung der Liegenschaften sollte jedoch nicht nur über die Wirtschaftsregionen, sondern auch über die Grossregionen hinweg erfolgen, was bei den meisten Fonds auch der Fall ist.

Abbildung 83

Regionale Diversifikation der Immobilienfonds

1: Perfekte Diversifikation (gleichverteilt), 0: keine Diversifikation

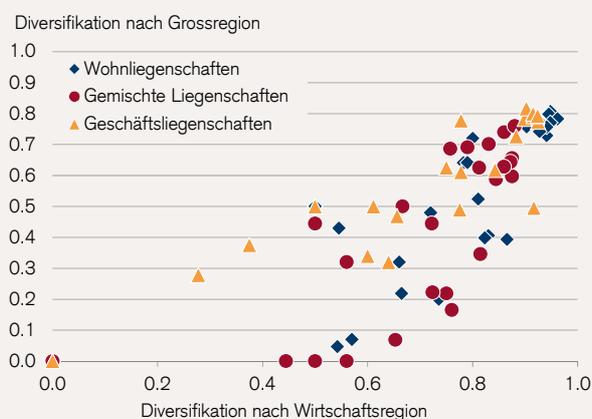
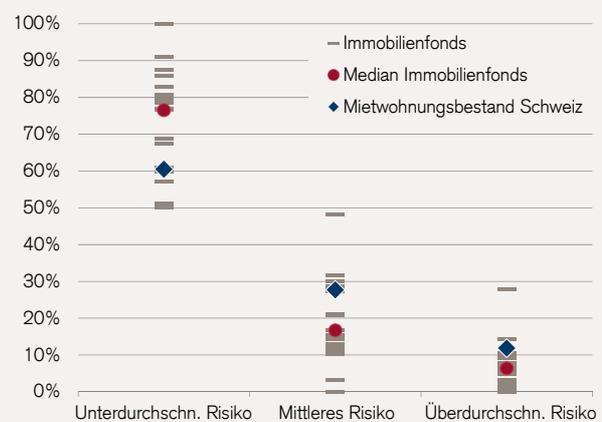


Abbildung 84

Regionale Verteilung der Liegenschaften

Anteil der Liegenschaften nach Region gemäss Absorptionsrisiko



Überschaubares Absorptionsrisiko bei den Wohnliegenschaften der Fonds

Konkretisiert man die Diversifikation, indem die Verteilung der Wohnliegenschaften dem mittelfristigen Absorptionsrisiko aus dem Abschnitt Direktanlagen gegenübergestellt wird, so zeigt sich, dass die Liegenschaften der Immobilienfonds im Mittel zu 77% in Regionen mit unterdurchschnittlichem Absorptionsrisiko angesiedelt sind (vgl. Abb. 84). 17% befinden sich in Regionen mit mittlerem Risiko, und lediglich 6% der Liegenschaften stehen in Regionen mit überdurchschnittlichem Absorptionsrisiko. Die Streuung der einzelnen Fonds ist aus Abbildung 84 ebenfalls ersichtlich. Im Schnitt ist die Standortqualität der Fonds besser als diejenige des gesamten Mietwohnungsbestandes. Sie sind damit gegenüber dem Absorptionsrisiko unterdurchschnittlich exponiert. Abbildung 85 illustriert die geografische Streuung der Liegenschaften der Immobilienfonds gemäss letzten Geschäftsberichten.

Immobilienaktien- gesellschaften stark auf die fünf Grosszentren konzentriert

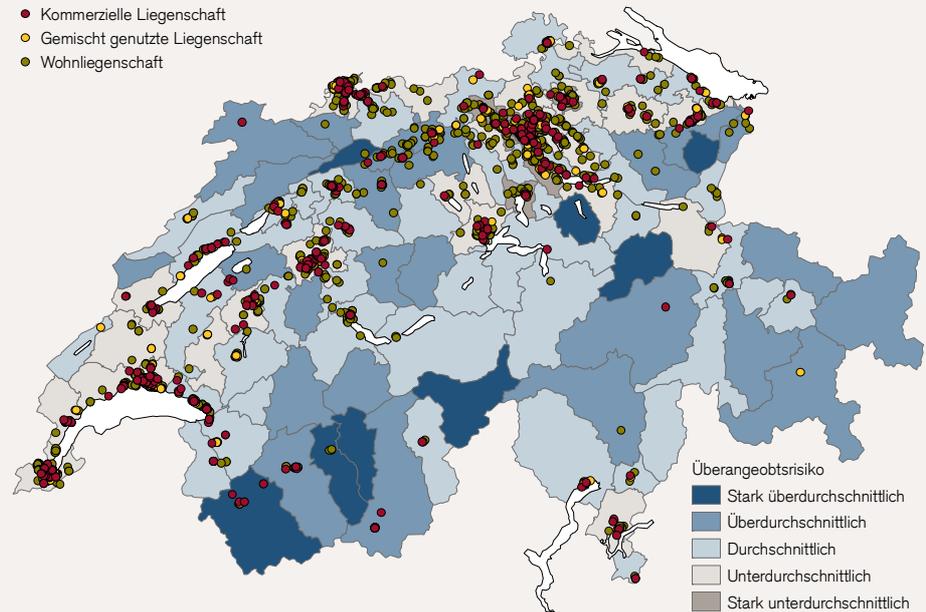
Obige regionale Analyse haben wir auch für die Liegenschaften der vier grössten Schweizer Immobilienaktiengesellschaften (Swiss Prime Site, PSP, Allreal und Mobimo) durchgeführt. Aufgrund der stärkeren Ausrichtung dieser Gesellschaften auf Geschäftliegenschaften haben wir die räumliche Analyse nicht auf Stufe Region, sondern auf Stufe Geschäftsgebiet erstellt und uns auf Geschäftliegenschaften beschränkt. Die Gesellschaften konzentrierten sich verstärkt auf die fünf Grosszentren Zürich, Genf, Basel, Bern und Lausanne. Jeweils 36% des totalen Liegenschaftsbestandes der Gesellschaften entfallen auf die Central Business Districts (CBD) sowie auf die erweiterten/äusseren Geschäftsgebiete dieser Zentren. Die Marktwerte dieser Objekte summieren sich gar auf 84% des Totals. Die Immobiliengesellschaften sind wesentlich weniger stark in den sechs nächstgrössten Schweizer Mittelzentren vertreten (Winterthur, St. Gallen, Aarau, Lugano, Luzern und Zug). Auf diese verteilen sich nur 9% der Liegenschaften oder 7% des Gebäudewerts, wobei in den Mittelzentren die zentralen Lagen deutlich mehr Gewicht bekommen als in den Grosszentren. Zuletzt verbleiben 19% der Liegenschaften oder 9% des Marktwertes in der übrigen Schweiz.

Abbildung 85

Geografische Verteilung der Liegenschaften der Immobilienfonds

Farbe: Liegenschaftstyp. Hintergrund: Mittelfristiges Überangebotsrisiko für Wohnrenditeliegenschaften

- Kommerzielle Liegenschaft
- Gemischt genutzte Liegenschaft
- Wohnliegenschaft



Quelle: Credit Suisse, Geschäftsberichte der Immobilienfonds, Geostat

Internationale indirekte Immobilienanlagen**Historische Bewertungen lassen sich international vergleichen**

Angesichts der relativ hohen Aufpreise für indirekte Schweizer Immobilienanlagen sowie der Tatsache, dass sich die Schweizer Immobilienmärkte aus fundamentaler Sicht im Herbst ihres Zyklus befinden, lohnt sich ein Blick auf ausländische Märkte. Bei kommerziellen Immobilienanlagen liegt der internationale Fokus meist auf Büro- und Verkaufsliegenschaften. Der Markt der Wohnrenditeliegenschaften ist dagegen vergleichsweise unbedeutend. Hierfür ausschlaggebend sind höhere Wohneigentumsquoten und – damit zusammenhängend – teilweise unterentwickelte oder überregulierte Mietwohnungsmärkte. Ein länderübergreifender Vergleich des Zyklus der Immobilienindizes gestaltet sich schwierig, weil Immobilienaktiengesellschaften je nach Land in verschiedenen Segmenten investiert sind. Relativ einfach zu vergleichen sind die indirekten Immobilienanlagen dagegen anhand ihrer historischen Bewertungen. Hierzu vergleichen wir die Indizes für jedes einzelne Land gemessen an ihren historischen Bewertungen. **Abbildung 86** zeigt, wo die FTSE EPRA/NAREIT-Immobilienaktienindizes einiger europäischer Länder im langfristigen Vergleich stehen – einerseits bezüglich der auf die Nettoinventarwerte bezahlten Prämien und andererseits bezüglich ihrer Renditedifferenzen (Yield Spreads) gegenüber den nationalen 10-jährigen Staatsanleihen.

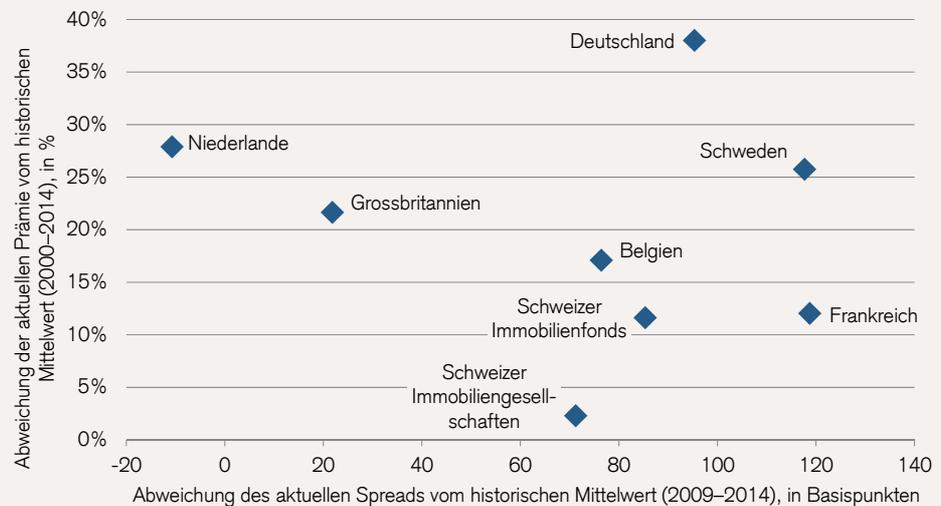
Bewertungen sind hoch, aber im europäischen Vergleich nicht aussergewöhnlich

Die aktuellen Bewertungen der Schweizer Immobilienfonds und -aktiengesellschaften liegen über dem langjährigen Mittelwert, was aufgrund der ultratiefen Zinsen nicht erstaunt. Der Yield Spread belief sich beispielsweise bei den Fonds per Ende 2014 auf 273 Basispunkte und lag damit um 85 Basispunkte über dem Mittelwert seit März 2009. Bei den Schweizer Aktiengesellschaften betrug der Unterschied Ende 2014 71 Basispunkte. Auch die Aufpreise lagen Ende 2014 mit 11.6% (Fonds) und 2.3% (Aktien) über den historischen Mittelwerten. **Abbildung 86** verdeutlicht, dass dies im internationalen Vergleich jedoch keine aussergewöhnlichen Werte sind. Die Agios/Prämien der Schweizer Gefässe liegen im Vergleich zum Ausland relativ nahe an den historischen Mittelwerten. Bei den Yield Spreads sind die Schweizer Immobilienanlagen trotz enorm tiefer Staatsanleihenrenditen nur im Mittelfeld. Dies untermauert unsere Einschätzung, wonach im gegenwärtigen Umfeld nicht von überhöhten Agios bei Schweizer Immobilienfonds gesprochen werden kann.

Abbildung 86

Bewertung indirekter Immobilienanlagen im europäischen Vergleich

Prämie zum NAV sowie Yield Spread zu 10-jähriger Staatsanleihe; jeweils Abweichung ggü. historischem Mittelwert



Quelle: Credit Suisse, EPRA, Bloomberg, Datastream

Ausblick Immobilienanlagen 2015**2015: Ein weiteres Jahr mit sinkenden Renditen von Immobilienanlagen**

Die Schweizer Immobilienanlagen haben im letzten Jahr von ausserordentlichen Umständen auf den Kapitalmärkten profitiert. Dieser Trend dürfte sich in diesem Jahr fortsetzen, wenn auch vermutlich nicht mit denselben Glanzsergebnissen. An den bewertungsfreundlichen Rahmenbedingungen wird sich voraussichtlich wenig ändern. Wir gehen davon aus, dass die kurz- und langfristigen Zinsen im laufenden Jahr auf niedrigen Niveaus verharren werden. Die Anziehungskraft von Immobilienanlagen bleibt für Investoren damit ungebrochen. Die Differenz zwischen den Ausschüttungsrenditen von Immobilienanlagen und den Renditen von Anleihen wird enorm bleiben, sodass kaum ein Weg an Immobilienanlagen vorbeiführt. Entsprechend dürften insbesondere die Anfangsrenditen direkter Schweizer Immobilienanlagen abermals sinken.

Immobilienanlagen bleiben eine äusserst attraktive Anlagemöglichkeit

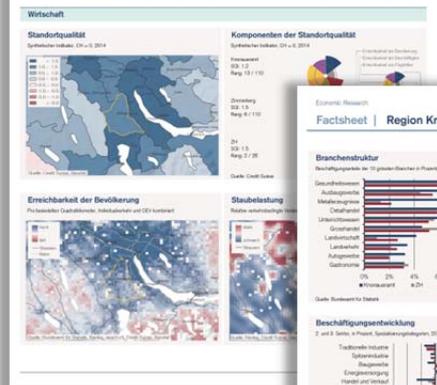
Indirekte Immobilienanlagen dürften bezüglich Agioentwicklung weitgehend, aber nicht vollständig ausgereizt sein. Der Fokus liegt daher auf der vergleichsweise hohen Ausschüttungsrendite und den grossen Yield Spreads. Solange die Marktentwicklung diese nicht beschneidet, bleiben Immobilien eine äusserst attraktive Anlagemöglichkeit. Wie wir gezeigt haben, sind die Fonds zudem dem wachsenden Absorptionsrisiko weniger stark ausgesetzt. Interessante Anlagemöglichkeiten bieten sich zudem neuerdings im nahen Ausland. Die Aufwertung des Schweizer Frankens hat in der Vergangenheit die leicht höheren Immobilienrenditen im Ausland oftmals neutralisiert oder gar ins Gegenteil verkehrt. Mit der Aufgabe des Euro-Mindestwechelkurses hat der Schweizer Franken nun derart stark aufgewertet, dass von einem günstigen Zeitfenster für Investitionen im Euroraum gesprochen werden kann. Tendenziell ist eine weitere Aufwertung des Schweizer Frankens wenig wahrscheinlich – im Gegenteil. Damit können Anleger derzeit nicht nur von den Diversifikationsvorteilen, sondern auch von den zumeist höheren Ausschüttungsrenditen ausländischer Immobilienanlagen profitieren.

Factsheets: Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick



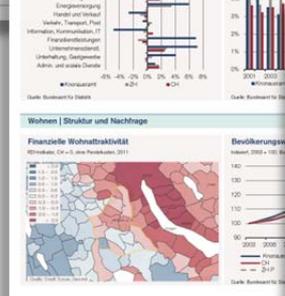
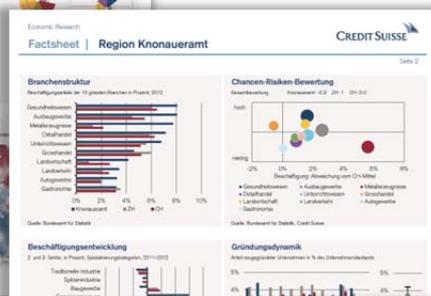
Regelmässig aktualisierte Indikatoren zu den 110 Wirtschaftsregionen

Welches sind die Standortqualitäten der Wirtschaftsregion Knonaeramt? Welche Branchen sind für die Region besonders bedeutend? Wie hoch sind die Wohnungspreise in den Gemeinden der Region? Die Credit Suisse Factsheets beantworten diese und viele weitere Fragen zur regionalen Wirtschaft, Demografie und den Wohnungsmärkten. Regelmässig aktualisierte Zahlen werden dabei in Form von aussagekräftigen Grafiken, Tabellen und Karten dargestellt.



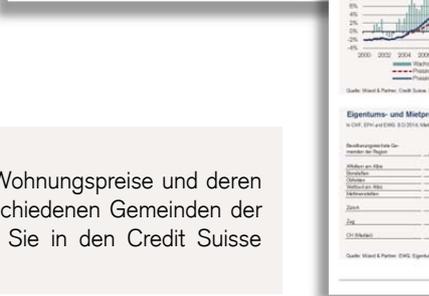
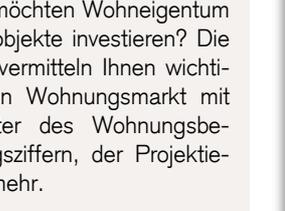
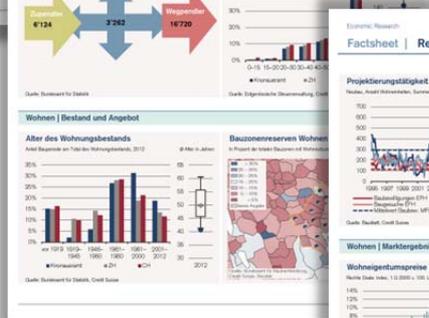
Regionale Wirtschaft und Demografie

Sie planen mit Ihrem Unternehmen neue Standorte zu erschliessen oder möchten sich ein Bild von einer Wirtschaftsregion machen? Die Credit Suisse Factsheets bieten Ihnen dazu aktuelle Zahlen zu Themen wie Standortqualität, Erreichbarkeit und Bevölkerungsentwicklung.



Regionale Wohnungsmärkte

Sie planen einen Umzug, möchten Wohneigentum erwerben oder in Renditeobjekte investieren? Die Credit Suisse Factsheets vermitteln Ihnen wichtige Fakten zum regionalen Wohnungsmarkt mit Indikatoren wie dem Alter des Wohnungsbestands, den Leerwohnungsziffern, der Projektierungstätigkeit und vielem mehr.



Wohnungspreise und Mieten

Sie möchten sich einen Überblick über die regionalen Wohnungspreise und deren Entwicklung verschaffen oder die Preise zwischen verschiedenen Gemeinden der Region vergleichen? Auch diese Informationen finden Sie in den Credit Suisse Factsheets.

So können Sie einzelne Credit Suisse Factsheets bestellen:

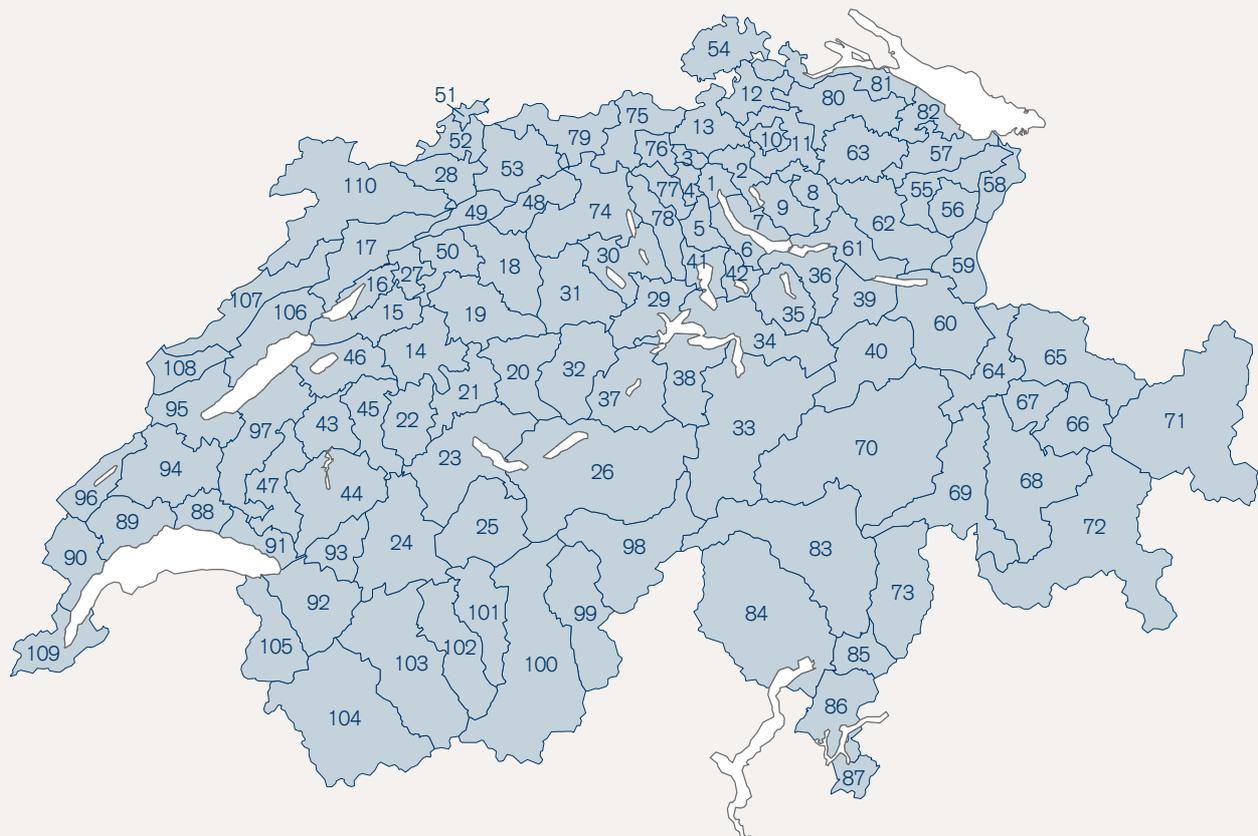
Kunden der Credit Suisse können Factsheets zu einzelnen Wirtschaftsregionen in der gewünschten Sprache (Deutsch, Französisch, Italienisch oder Englisch) unter folgendem Link bestellen: www.credit-suisse.com/immobilienstudie

Eine Auflistung der 110 Wirtschaftsregionen der Schweiz finden Sie auf S. 79.

Anhang: Wirtschaftsregionen der Schweiz

Die Wirtschaftsregionen sind durch Credit Suisse Economic Research in Anlehnung an die MS-Regionen (Mobilité Spatiale) des Bundesamtes für Statistik definiert worden. Grundlage für diese Abgrenzung bilden weniger politische Grenzen als vielmehr wirtschaftliche Phänomene, räumliche Strukturen und Mobilitätsmuster. Entsprechend können diese Wirtschaftsregionen auch kantonsübergreifend sein.

Wirtschaftsregionen in der Schweiz



1 Zürich-Stadt	23 Thun	45 Sense	67 Schanfigg	89 Morges/Rolle
2 Glatttal	24 Saanen/Obersimmental	46 Murten	68 Mittellanden	90 Nyon
3 Furttal	25 Kandertal	47 Glâne/Veveyse	69 Domleschg/Hinterrhein	91 Vevey/Lavaux
4 Limmattal	26 Berner Oberland-Ost	48 Olten/Gösgen/Gäu	70 Surselva	92 Aigle
5 Knonaeramt	27 Grenchen	49 Thal	71 Engiadina bassa	93 Pays d'Enhaut
6 Zimmerberg	28 Laufental	50 Solothurn	72 Oberengadin	94 Gros-de-Vaud
7 Pfannenstiel	29 Luzern	51 Basel-Stadt	73 Mesolcina	95 Yverdon
8 Oberland-Ost	30 Sursee/Seetal	52 Unteres Baselbiet	74 Aarau	96 La Vallée
9 Oberland-West	31 Willisau	53 Oberes Baselbiet	75 Brugg/Zurzach	97 La Broye
10 Winterthur-Stadt	32 Entlebuch	54 Schaffhausen	76 Baden	98 Goms
11 Winterthur-Land	33 Uri	55 Appenzell A.Rh.	77 Mutschellen	99 Brig
12 Weinland	34 Innerschwyz	56 Appenzell I.Rh.	78 Freiamt	100 Visp
13 Unterland	35 Einsiedeln	57 St. Gallen/Rorschach	79 Fricktal	101 Leuk
14 Bern	36 March/Höfe	58 St. Galler Rheintal	80 Thurtal	102 Sierre
15 Erlach/Seeland	37 Sarneraatal	59 Werdenberg	81 Untersee/Rhein	103 Sion
16 Biel/Seeland	38 Nidwalden/Engelberg	60 Sarganserland	82 Oberthurgau	104 Martigny
17 Jura bernois	39 Glarner Mittel- und Unterland	61 Linthgebiet	83 Tre Valli	105 Monthey/St-Maurice
18 Oberaargau	40 Glarner Hinterland	62 Toggenburg	84 Locarno	106 Neuchâtel
19 Burgdorf	41 Lorzenebene/Ennetsee	63 Wil	85 Bellinzona	107 La Chaux-de-Fonds
20 Oberes Emmental	42 Zuger Berggemeinden	64 Bündner Rheintal	86 Lugano	108 Val-de-Travers
21 Aaretal	43 La Sarine	65 Prättigau	87 Mendrisio	109 Genève
22 Schwarzwasser	44 La Gruyère	66 Davos	88 Lausanne	110 Jura

Quelle: Credit Suisse, Geostat

Risikohinweise

Jede Anlage ist mit Risiken verbunden, insbesondere in Bezug auf Wert- und Renditeschwankungen. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen.

Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse:
<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Dieser Bericht kann Informationen über Anlagen, die mit besonderen Risiken verbunden sind, enthalten. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Zusätzliche Informationen erhalten Sie ausserdem in der Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel», die Sie bei der Schweizerischen Bankvereinigung erhalten.

Kurs, Wert und Ertrag der in diesem Bericht beschriebenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente können sowohl steigen als auch fallen. Der Wert von Wertpapieren und Finanzinstrumenten unterliegt Schwankungen von Kassa- bzw. Termin- und Wechselkursen sowie der Entwicklung von wirtschaftlichen Indikatoren, der Bonität von Emittenten oder Referenz-Emittenten usw. Diese Schwankungen und Entwicklungen können sich sowohl vorteilhaft als auch nachteilig auf den Ertrag bzw. den Kurs der betreffenden Papiere oder Instrumente auswirken. Beim Kauf von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten können Sie aufgrund von Schwankungen der Börsenkurse oder anderer finanzieller Indizes usw. einen Verlust oder einen den investierten Betrag übersteigenden Verlust erleiden. Dieses Risiko betrifft insbesondere Anleger in Wertpapiere wie beispielsweise ADRs, deren Wert von Wechselkursschwankungen beeinflusst wird.

Provisionssätze für Maklergeschäfte entsprechen den zwischen der CS und dem Anleger vereinbarten Sätzen. Bei Transaktionen, die als Abkommen zwischen selbstständigen Händlern/Kommittenten (Principal-to-principal-Basis) zwischen der Credit Suisse und dem Anleger abgeschlossen werden, entspricht der Kauf- bzw. Verkaufspreis der Gesamtvergütung. Auf Principal-to-principal-Basis durchgeführte Transaktionen, einschliesslich ausserbörslicher (OTC) Transaktionen mit Derivaten, werden als Kauf-/Geldkurs oder Verkaufs-/Briefkurs angegeben, wobei zwischen diesen Kursangaben eine Differenz (Spread) bestehen kann. Gebühren für Transaktionen werden vor dem Handel gemäss den geltenden Gesetzen und Bestimmungen vereinbart. Bitte konsultieren Sie vor einem Kauf die handelsvorbereitende Dokumentation, in der Sie eine Erläuterung der Risiken und Provisionen usw. der jeweiligen Wertpapiere oder Finanzinstrumente finden.

Bei strukturierten Wertpapieren handelt es sich um komplexe Anlageinstrumente, die typischerweise ein erhöhtes Risiko aufweisen. Diese Produkte richten sich ausschliesslich an erfahrene und informierte Anleger, die alle mit der entsprechenden Anlage verbundenen Risiken verstehen und akzeptieren. Der Marktwert von strukturierten Wertpapieren wird durch wirtschaftliche, finanzielle und politische Faktoren beeinflusst (insbesondere Spot- und Forward-Zinsen sowie Wechselkurse), ebenso durch Faktoren wie Laufzeit, Marktbedingungen, Volatilität oder Bonität des Emittenten bzw. von Referenzemittenten. Anleger, die den Erwerb strukturierter Produkte erwägen, sollten das betreffende Produkt eigenständig prüfen und analysieren und ihre eigenen Berater zu den mit dem geplanten Erwerb verbundenen Risiken konsultieren.

Einige der in diesem Bericht behandelten Produkte weisen ein erhöhtes Mass an Volatilität auf. Anlagen mit erhöhter Volatilität können starken Wertschwankungen unterliegen, die zu Verlusten bei einer Realisierung der betreffenden Anlage führen können. Derartige Verluste können dem Wert der ursprünglichen Anlage entsprechen. Bei bestimmten Investments können die erlittenen Verluste den Wert der ursprünglichen Anlage sogar übersteigen. In einem solchen Fall müssen Sie die erlittenen Verluste durch zusätzliche Zahlungen decken. Die Rendite auf ein Investment kann fluktuieren, und gegebenenfalls wird ein Teil des für die ursprüngliche Anlage gezahlten Betrags für die Zahlung der Rendite verwendet. Bestimmte Investments können gegebenenfalls nicht ohne weiteres realisiert werden, und der Verkauf bzw. die Realisierung der betreffenden Instrumente kann sich als schwierig erweisen. Ebenso kann es sich als schwierig erweisen, zuverlässige Informationen zum Wert eines Investments oder den damit verbundenen Risiken zu erlangen. Bitte wenden Sie sich bei Fragen an Ihren Relationship Manager.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Die Wertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren oder andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst werden.

Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Preis und der Wert der hierin erwähnten Anlagen und alle daraus resultierenden Erträge können sinken, steigen oder schwanken. Die Performance

in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen.

Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

Schwellenmärkte

In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und Schuldnern, die in Schwellenländern gegründet, stationiert oder hauptsächlich geschäftlich tätig sind, Unsicherheiten und Risiken verbunden sind. Anlagen im Zusammenhang mit Schwellenländern können als spekulativ betrachtet werden; ihre Kurse neigen zu einer weit höheren Volatilität als die der stärker entwickelten Länder der Welt. Anlagen in Schwellenmärkten sollten nur von versierten Anlegern oder von erfahrenen Fachleuten getätigt werden, die über eigenständiges Wissen über die betreffenden Märkte sowie die Kompetenz verfügen, die verschiedenen Risiken, die solche Anlagen bergen, zu berücksichtigen und abzuwägen und ausreichende finanzielle Ressourcen zur Verfügung haben, um die erheblichen Risiken des Anlageausfalls solcher Anlagen zu tragen. Es liegt in Ihrer Verantwortung, die Risiken, die sich aus Anlagen in Schwellenmärkten ergeben, und Ihre Portfolio-Strukturierung zu steuern. Bezüglich der unterschiedlichen Risiken und Faktoren, die es bei Anlagen in Schwellenmärkten zu berücksichtigen gilt, sollten Sie sich von Ihren eigenen Beratern beraten lassen.

Alternative Anlagen

Hedge-Fonds unterliegen nicht den zahlreichen Bestimmungen zum Schutz von Anlegern, die für regulierte und zugelassene gemeinsame Anlagen gelten; Hedge-Fonds-Manager sind weitgehend unreguliert. Hedge-Fonds sind nicht auf eine bestimmte Zurückhaltung bei Anlagen oder Handelsstrategie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinne zu erzielen, indem sie auf Fremdfinanzierung, Derivate und komplexe, spekulative Anlagestrategien setzen, die das Risiko eines Anlageausfalls erhöhen können.

Rohstofftransaktionen bergen ein hohes Mass an Risiko und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Marktbewegungen können zu erheblichen Verlusten oder sogar zu einem Totalverlust führen.

Anleger in Immobilien sind Liquiditäts-, Fremdwährungs- und anderen Risiken ausgesetzt, einschliesslich konjunktureller Risiken, Vermietungsrisiken und solcher, die sich aus den Gegebenheiten des lokalen Marktes, der Umwelt und Änderungen der Gesetzeslage ergeben.

Zins- und Ausfallrisiken

Die Werthaltigkeit einer Anleihe hängt von der Bonität des Emittenten bzw. des Garanten ab. Sie kann sich während der Laufzeit der Anleihe ändern. Bei Insolvenz des Emittenten und/oder Garanten der Anleihe ist die Anleihe oder der aus der Anleihe resultierende Ertrag nicht garantiert und Sie erhalten die ursprüngliche Anlage möglicherweise nicht oder nur teilweise zurück.

Offenlegungen

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von der Abteilung Research der Division Private Banking & Wealth Management der CS am gegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Aufgrund unterschiedlicher Bewertungskriterien können die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über einen bestimmten Titel von Ansichten und Beurteilungen des Credit Suisse Research Department der Division Investment Banking abweichen oder diesen widersprechen.

Artikelbeiträge von Anlagestrategen sind keine Research-Berichte. Anlagestrategen gehören nicht dem CS Research Department an. Die CS verfügt über Weisungen, die sicherstellen, dass das Research Department unabhängig ist. Dies schliesst Weisungen zu Handelsbeschränkungen für bestimmte Wertschriften vor der Veröffentlichung von Research-Berichten ein. Diese Weisungen gelten nicht für Anlagestrategen.

Die CS lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab, es sei denn, dieser Haftungsausschluss steht im Widerspruch zu einer Haftung, die sich aus bestimmten, für die CS geltenden Statuten und Regelungen ergibt. Dieser Bericht ist kein Ersatz für eine unabhängige Beurteilung. Die CS hat möglicherweise eine Handelsidee zu diesem Wertpapier veröffentlicht oder wird

dies möglicherweise in Zukunft tun. Handelsideen sind kurzfristige Handlungsempfehlungen, die auf Marktereignissen und Katalysatoren basieren, wohingegen Unternehmensempfehlungen Anlageempfehlungen darstellen, die auf dem erwarteten Gesamtertrag im 6- bis 12-Monats-Horizont basieren, gemäss der Definition im Disclosure-Anhang. Da Handelsideen und Unternehmensempfehlungen auf unterschiedlichen Annahmen und Analysemethoden basieren, könnten die Handelsideen von den Unternehmensempfehlungen abweichen. Ausserdem hat die CS möglicherweise andere Berichte veröffentlicht oder wird möglicherweise Berichte veröffentlichen, die im Widerspruch zu dem vorliegenden Bericht stehen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Berichte spiegeln die verschiedenen Annahmen, Einschätzungen und Analysemethoden wider, auf denen sie basieren, und die CS ist in keiner Weise verpflichtet, sicherzustellen, dass der Empfänger Kenntnis von anderen entsprechenden Berichten erhält.

Bestätigung der Analysten

Alle in diesem Bericht aufgeführten Analysten bestätigen hiermit, dass die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über Unternehmen und deren Wertschriften mit ihren persönlichen Ansichten über sämtliche hier analysierten Unternehmen und Wertschriften übereinstimmen. Die Analysten bestätigen darüber hinaus, dass eine bereits erhaltene oder zukünftige Vergütung in keiner Art und Weise direkt oder indirekt mit den in diesem Bericht ausgedrückten Empfehlungen oder Ansichten in Verbindung steht.

Die in diesem Bericht erwähnten Knowledge Process Outsourcing Analysten (KPO-Analysten) sind bei der Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited angestellt.

Wichtige Angaben

Die CS veröffentlicht Research-Berichte nach eigenem Ermessen. Dabei bezieht sie sich auf Entwicklungen in den analysierten Unternehmen, im Sektor oder Markt, die für die im Bericht geäusserten Meinungen und Ansichten wesentlich sein können. Die CS veröffentlicht ausschliesslich unparteiische, unabhängige, eindeutige, faire und nicht irreführende Anlagestudien.

Der für alle Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Credit Suisse verbindliche Code of Conduct ist online unter folgender Adresse abrufbar:

https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code_of_conduct_en.pdf

Weitere Informationen finden Sie im Dokument «Unabhängigkeit der Finanzanalyse» unter folgender Adresse:

https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf

Die Vergütung der für diesen Research-Bericht verantwortlichen Analysten setzt sich aus verschiedenen Faktoren zusammen, darunter aus dem Umsatz der CS. Einen Teil dieses Umsatzes erwirtschaftet die Credit Suisse im Bereich Investment Banking.

Zusätzliche Angaben

Vereinigtes Königreich: Weitere Informationen zu Angaben über den Bereich Fixed Income erhalten Kunden der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited unter der Telefonnummer +41 44 333 33 99.

Informationen zu rechtlichen Hinweisen und Offenlegungen bezüglich der von Credit Suisse Investment Banking beurteilten Unternehmen, die in diesem Bericht erwähnt wurden, finden Sie auf der Seite «Disclosure» der Investment Banking Division unter folgender Adresse:

<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Weitere Informationen wie Angaben im Zusammenhang mit anderen Emittenten finden Sie auf der Seite «Disclosure» der Private Banking & Wealth Management Division unter folgender Adresse:

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Der vorliegende Bericht ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem CS Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten.

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG oder ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter folgender Adresse:

http://www.credit-suisse.com/who_we_are/de/

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertschriften oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktcommentare und in keiner Weise um eine regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäusserten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. **PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN** Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder implizierte Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung. **KONFLIKTE:** Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die Credit Suisse, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlagendienstleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites beinhalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko.

Distribution von Research-Berichten

Sofern hier nicht anders vermerkt, wurde dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG erstellt und publiziert, die der Zulassung und Regulierung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht untersteht. **Australien:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896), ausschliesslich an «Wholesale»-Kunden, definiert nach s761G des Corporations Act 2001, verteilt. CSSB übernimmt keine Gewähr, noch macht sie Zusicherungen zur Wertentwicklung der in diesem Bericht erwähnten Finanzprodukte. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. **Dubai:** Diese

Informationen werden von der Credit Suisse AG, Dubai Branch, verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an Kunden, die nach den Regeln der DFSA als «professioneller Kunde» oder «Marktkontrahent» einzustufen sind und über genügend Kenntnisse und ausreichend Erfahrung in Finanzfragen verfügen, um sich an Finanzmärkten zu engagieren und die regulatorischen Kriterien für eine Kundenbeziehung erfüllen. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (France) verteilt, die von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) als Anlagendienstleister zugelassen ist. Die Credit Suisse (France) wird von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution und der Autorité des Marchés Financiers überwacht und reguliert. **Deutschland:** Die Credit Suisse (Deutschland) AG, die der Zulassung und Regulierung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) untersteht, vertreibt das von einem ihrer verbundenen Unternehmen erstelltes Research an ihre Kunden. **Gibraltar:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Gibraltar) Limited vertrieben. Die Credit Suisse (Gibraltar) Limited ist eine unabhängige Gesellschaft, die zu 100% im Besitz der Credit Suisse ist. Sie untersteht der Regulierung der Gibraltar Financial Services Commission. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Channel Islands) Limited verteilt, einem rechtlich unabhängigen Unternehmen, das in Guernsey unter der Nummer 15197 und unter der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Channel Islands) Limited ist zu 100% im Besitz der Credit Suisse AG. Sie wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Der jeweils aktuelle testierte Jahresabschluss ist auf Anfrage erhältlich. **Hongkong:** Der vorliegende Bericht wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, herausgegeben. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als «Authorized Institution» der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut nach Massgabe der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571 der gesetzlichen Vorschriften Hongkongs). **Indien:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited («Credit Suisse India», CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India (SEBI) unter den SEBI-Registrierungsnummern INB230970637, INF230970637, INB010970631, INF010970631 und INP000002478 sowie der folgenden Geschäftsadresse: 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, Indien, Tel. +91-22 6777 3777, beaufsichtigt wird. Für Details zu den Geschäftsaktivitäten der Credit Suisse India und den vom SEBI gegen sie verhängten Disziplinarmassnahmen verweisen wir auf Section III und Section IV des Disclosure Document unter <https://www.credit-suisse.com/media/pb/docs/in/privatebanking/services/disclosure-portfolio-management.pdf>. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien einerseits von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, sowie andererseits von der Credit Suisse AG, einer Schweizerischen Bank mit Lizenz zur Erbringung von Bank- und Finanzdienstleistungen in Italien, verteilt. **Japan:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No.66, Mitglied der Japan Securities Dealers Association, Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association, ausschliesslich in Japan verteilt. Credit Suisse Securities (Japan) Limited wird diesen Bericht nicht ausserhalb Japans verteilen oder in Länder ausserhalb Japans weiterleiten. **Jersey:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, die von der Jersey Financial Services Commission beaufsichtigt wird. Die Geschäftsadresse der Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, in Jersey lautet: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QA. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C verteilt, die über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) verfügt und von dieser reguliert wird (QFC Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (gemäss Definition der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA)) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem liquiden Vermögen von über USD 1 Mio., die eine Einstufung als Geschäftskunden wünschen und die über genügend Kenntnisse, Erfahrung und Verständnis des Finanzwesens verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen. **Singapur:** Dieser Bericht wurde zur Verteilung in Singapur ausschliesslich an institutionelle Anleger, zugelassene Anleger und erfahrene Anleger (wie jeweils in den Financial Advisers Regulations definiert) erstellt und herausgegeben und wird von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, auch an ausländische Anleger (gemäss Definition in den Financial Advisers Regulations) verteilt. Die Credit Suisse AG, Singapore Branch, ist gemäss den Bestimmungen der Vorschrift 32C der Financial Advisers Regulations berechtigt, Berichte, die durch ihre ausländischen oder verbundenen Unternehmen erstellt wurden, zu

verteilen. Für Fragen, die sich aus diesem Bericht ergeben oder die damit in Verbindung stehen, wenden sich Leser aus Singapur bitte an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, unter +65-6212-2000. In Bezug auf Finanzberatungsdienstleistungen, die Sie von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, erhalten, entbindet Ihr Status als institutioneller Anleger, zugelassener Anleger, erfahrener Anleger oder ausländischer Anleger die Credit Suisse AG, Singapore Branch, von der Verpflichtung bestimmte Anforderungen des Financial Advisers Act, Chapter 110 in Singapur (das «FAA»), der Financial Advisers Regulation sowie der entsprechenden Hinweise und Richtlinien, die hierzu erlassen wurden, zu erfüllen. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460). **Thailand:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, die von der Securities and Exchange Commission, Thailand, beaufsichtigt wird und unter der Adresse 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangkok, Tel. 0-2614-6000, eingetragen ist. **Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt.

USA: WEDER DIESER BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN.

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2015 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

15C027A_R

Weitere Publikationen der Credit Suisse



Global Real Estate Monitor 1. Quartal 2015

Der Global Real Estate Monitor gibt quartalsweise einen Überblick über die wichtigsten Immobilienmärkte und Trends rund um den Globus. Beleuchtet werden sowohl direkte, als auch indirekte Immobilienanlagen.

10. März 2015



Monitor Schweiz 1. Quartal 2015

Der Monitor Schweiz fasst die Erkenntnisse der makro- und mikroökonomischen Analysen und Prognosen zusammen.

17. März 2015



Bauindex Schweiz 2. Quartal 2015

Der vierteljährlich publizierte Bauindex Schweiz informiert zeitnah über die Konjunktur in der Baubranche und beinhaltet Schätzungen und Hintergründe der Umsatzentwicklung im Bausektor.

21. Mai 2015



Immobilienmonitor 2. Quartal 2015

Der Immobilienmonitor bietet dreimal jährlich ein Update aller immobilienrelevanten Marktentwicklungen und ergänzt damit die jährlichen Fundamentalanalysen und Spezialthemen der Credit Suisse Immobilienstudie.

28. Mai 2015



Der Kanton Tessin Struktur und Perspektiven

Das Tessin ist mit Herausforderungen konfrontiert, die sich aus der besonderen geographischen Lage ergeben. Die Regionalstudie fokussiert auf die wirtschaftlichen Perspektiven des Kantons.

10. Juni 2015



Erfolgsfaktoren für Schweizer KMU Fokus Investitionen

Die jährliche Studie befragt die Schweizer KMU zu ihren Erfolgsfaktoren am Standort Schweiz. Das diesjährige Schwerpunktthema befasst sich mit der Bedeutung von Investitionen für KMU – u.A. im Kontext der Frankenstärke.

1. September 2015



Gute Aussichten auf langfristige Rendite.

©Adrien Barakat

Profitieren Sie vom umfassenden Know-how der Credit Suisse

Als globaler Anbieter von Immobilienanlageprodukten bietet die Credit Suisse Zugang zu diversifizierten Immobilienportfolios im In- und Ausland. Genießen Sie gute Aussichten auf langfristige Rendite und profitieren Sie von der Ertragsstabilität der Immobilien.

www.credit-suisse.com/ch/realestate

