

Schweizer Immobilienmarkt 2017

März 2017

Mieter gesucht



Exkurs Single Living
Allein zu Haus

Mietwohnungen
**Mit Vollgas in den
Abschwung**

Exkurs Datacenter
**Auch die Cloud hat
ein Zuhause**

Impressum

Herausgeber

Burkhard Varnholt
Vice Chairman IS&P
+41 44 333 67 63
burkhard.varnholt@credit-suisse.com

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

Druck

gdz AG, Spindelstrasse 2, 8041 Zürich

Redaktionsschluss

12. Februar 2017

Publikationsreihe

Swiss Issues Immobilien

Bestellungen

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

Besuchen Sie uns im Internet

www.credit-suisse.com/research

Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.
Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

Autoren

Denise Fries
+41 44 333 24 20
denise.fries@credit-suisse.com

Fredy Hasenmaile
+41 44 333 89 17
fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Fabian Hürzeler
+41 44 333 73 14
fabian.huerzeler@credit-suisse.com

Thomas Rieder
+41 44 332 09 72
thomas.rieder@credit-suisse.com

Sven Schaltegger
+41 44 333 61 39
sven.schaltegger@credit-suisse.com

Dr. Fabian Waltert
+41 44 333 25 57
fabian.waltert@credit-suisse.com

Andreas Brühl
Linus Graf
Drilon Kastrati
Monika Lüthi

Inhalt

Management Summary	4
Wohneigentum	7
Nachfrage	7
Angebot	10
Marktergebnis	11
Ausblick Wohneigentum 2017	15
Single Living: Allein zu Haus	16
Mietwohnungen	21
Nachfrage	21
Angebot	24
Marktergebnis	26
Ausblick Mietwohnungen 2017	29
Mietregulierung: Jahrzehntelanges Warten auf eine Mietwohnung	30
Büroflächen	34
Nachfrage	34
Angebot	37
Marktergebnis	38
Die 15 grössten Büroflächenmärkte im Überblick	39
Büroflächenmarkt Zürich	40
Büroflächenmarkt Genf	42
Büroflächenmarkt Bern	44
Büroflächenmarkt Basel	46
Büroflächenmarkt Lausanne	48
Ausblick Büroflächen 2017	50
Digitalisierung: Vom Digital Day zum Digital Age	51
Verkaufsflächen	54
Nachfrage	54
Angebot	56
Marktergebnis	58
Ausblick Verkaufsflächen 2017	61
Datacenter: Auch die Cloud hat ein Zuhause	62
Immobilienanlagen	66
Direkte Immobilienanlagen	66
Indirekte Immobilienanlagen	69
Ausblick Immobilienanlagen 2017	73
Factsheets: Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick	74

Management Summary

Mieter gesucht

Ungeachtet steigender Leerstände und länger werdender Insertionszeiten fliesst Kapital in den Schweizer Immobilienmarkt und bewirkt dort in erster Linie den Bau von Mietwohnungen. In Anbetracht der hohen Renditedifferenzen zu anderen Kapitalanlagen gibt es für die Anleger kaum Alternativen. Je länger der Run auf Immobilienanlagen jedoch andauert, desto mehr untergräbt er sein eigenes Fundament und die Suche nach Mietern wird schwieriger.

Wohneigentum

Seite 7

Eigentum – eine Fata Morgana?

Nach 14 Jahren ist das Preiswachstum im Wohneigentumssektor zu Ende. Trotz leicht sinkender Preise bewegt sich das Eigentumssegment aber in ruhigen Bahnen. Im Unterschied zu den anderen Märkten ist kein Überangebot vorhanden oder absehbar. Die Promotoren von Wohneigentum haben früh erkannt, dass die hohen Preise in Kombination mit den verschärften Finanzierungsrichtlinien die Nachfrage beschnitten und teilweise umlenkten. Trotz einer zurückhaltenden Angebotsausweitung wird indessen das Marktumfeld auch bei Wohneigentum nicht einfacher. Eine wachsende Anzahl Haushalte kann die Finanzierung von Wohneigentum aufgrund der gestiegenen finanziellen Anforderungen nicht mehr stemmen. Die tiefen Hypothekarzinsen sind in diesem Sinne für viele Haushalte nur eine optische Täuschung. Damit wird sich die Nachfrage auch im laufenden Jahr verstärkt auf Regionen mit noch bezahlbaren Preisen sowie auf das tiefe und mittlere Preissegment konzentrieren. Während wir in diesen Regionen weiter steigende Preise erwarten, werden die Preise in den Hochpreisregionen sowie generell im Hochpreissegment voraussichtlich weiter fallen – wenn auch mit vermindertem Tempo. Wir rechnen insgesamt 2017 mit einem Minus von nicht mehr als 0.5%.

Exkurs:

Single Living

Seite 16

Allein zu Haus

Einpersonenhaushalte sind heute die häufigste Wohnform in der Schweiz. Daran dürfte sich so schnell nichts ändern. Die Gründe, alleine zu leben, sind vielfältig und nicht immer selbstgewählt. Bezüglich Form und Ausprägung der Single-Wohnungen bestehen zudem grosse Unterschiede. Zum Trend des Single Living gesellt sich jüngst in der Form von Mikroapartments ein innovatives Wohnangebot, das bezüglich Zeitgeist und Anforderungen optimal auf die Bedürfnisse vieler Single-Haushalte zugeschnitten ist.

Mietwohnungen

Seite 21

Mit Volldampf in den Abschwung

Der Abschwung des Mietwohnungsmarktes, der im vergangenen Jahr eingeläutet wurde, setzt sich 2017 fort. Das seit über zwei Jahren vorherrschende Negativzinsumfeld und der damit verbundene Anlagenotstand treiben den Bau von Mietwohnungen auf sehr hohe Niveaus – und zwar ungeachtet des Nachfragerückgangs infolge geringerer Zuwanderung. Dank der graduellen Erholung der Konjunktur vom Frankenschock erwarten wir keinen weiteren Rückgang der Zuwanderung. Dennoch dürfte der strukturelle Trend zu tieferer Mieterkaufkraft anhalten, weil sich die Immigranten vermehrt aus ärmeren Ländern rekrutieren und die gut situierten heimischen Haushalte ins Eigentum abwandern. Die Leerstände und die Insertionszeiten dürften weiter steigen und die Vermarktung schwieriger gestalten. Der Verdrängungswettbewerb um den Mieter wird sich daher intensivieren. Während die Risiken im Markt folglich zunehmen, dürfen sich Mieter über eine einfachere Wohnungssuche und immer öfter auch über tiefere Mieten freuen. Die Überangebote sollten sich künftig in den Agglomerationen stärker bemerkbar machen, denn die Bautätigkeit intensiviert sich vor allem in diesen Gemeinden. Einzig in den Zentren, wo Bodenknappheit und eine hohe Regulierungsdichte das Angebotswachstum hemmen, bleibt Wohnraum insgesamt knapp.

Exkurs:

Mietregulierung

Seite 30

Jahrzehntelanges Warten auf eine Mietwohnung

Die Schweiz verfügt über einen im weltweiten Vergleich sehr gut funktionierenden Mietwohnungsmarkt. Dieser fusst auf einem Kompromiss zwischen Mieterschutz und zurückhaltendem Markteingriff. Jüngst häufen sich die Angriffe auf dieses Modell, und es werden weitergehende Regulierungen gefordert. Eine übermässige Regulierung des Mietwohnungsmarktes ist jedoch mit Risiken für die Mieter verbunden, wenn die Marktkräfte ausgehebelt werden. Wir haben in der Immobilienmarktstudie 2014 am Beispiel des Mietwohnungsmarktes in Genf auf die unbeabsichtigten Folgen für Mieter hingewiesen. Ein weiteres Beispiel ist der Mietwohnungsmarkt in Stockholm. In der Hauptstadt Schwedens sind die Mieten zwar erschwinglich, doch zum Preis einer Wohnungsknappheit, wie sie in kaum einer anderen Stadt zu beobachten ist. Wer in Stockholm auf der Suche nach einer Mietwohnung ist, braucht vor allem eines: Geduld. Bis zu zwei Jahrzehnte kann es von der Bewerbung bis zum Einzug in eine Wohnung dauern.

Büroflächen

Seite 34

Unklare langfristige Nachfrageaussichten

Der Spardruck infolge des starken Schweizer Frankens zwingt die Unternehmen, ihre Prozesse zu optimieren und die Kosten zu reduzieren. Den Büroflächenmarkt betrifft dies in Form von ressourcenoptimierenden Arbeitsplatzmodellen oder wegfallenden Arbeitsplätzen, die entweder der Automatisierung oder einer Verlagerung ins Ausland zum Opfer fallen. Trotz solcher nachfragedämpfenden Entwicklungen dürfte das Wirtschaftswachstum unter dem Strich ausreichen, um im laufenden Jahr wieder eine moderate zusätzliche Nachfrage nach Büroflächen zu generieren. Animiert von den Negativzinsen, verharret die Ausweitung derweil auf dem aktuellen Niveau und lässt sich vom Überangebot nicht beirren. Gebaut wird dabei zumeist für den Eigenbedarf, an sehr guten Lagen und vermehrt vor allem in Mittelzentren. Angesichts dieser Ausgangslage dürfte das Überangebot kaum schrumpfen. Die Leerstände verlagern sich lediglich und konzentrieren sich auf schlecht erreichbare oder veraltete Büroflächen. Insgesamt verlangsamt sich der Abschwung, worauf auch die Stabilisierung der ausgeschriebenen Flächen hindeutet. Die Mieten setzen allerdings ihren Sinkflug fort. Zudem sind die langfristigen Perspektiven für die Büroflächennachfrage unsicher. Die Digitalisierung fördert die Automatisierung von Bürotätigkeiten. Dabei ist offen, ob neue Tätigkeiten wegrationalisierte Büroarbeitsplätze schnell genug kompensieren werden.

Die fünf grössten Büroflächenmärkte im Detail

Seite 40

Jeder der fünf grössten Büromärkte tickt leicht anders

Auf welche Quartiere hat sich zuletzt die Nachfrage fokussiert? Wie entwickelt sich das Volumen der angebotenen Büroflächen, und wie viel Fläche steckt noch in der Pipeline? Antworten dazu finden Sie in unserer Analyse der fünf grössten Märkte, die zusammen 45% aller Büroflächen ausmachen.

Exkurs: Digitalisierung

Seite 51

Vom Digital Day zum Digital Age

Jeder Unternehmensführer hat irgendwann in den letzten Jahren seinen persönlichen Digital Day erlebt. Den Tag, an dem sich letztlich die persönliche Erkenntnis durchsetzte, dass die Digitalisierung nicht einfach nur ein neuer Trend ist, den es in die eigene Geschäftstätigkeit einzubauen gilt, sondern ein Trend, der das eigene Geschäftsmodell mit grosser Wahrscheinlichkeit infrage stellt.

Verkaufsflächen

Seite 54

Die Krise gräbt sich tiefer

Wir erwarten für das Jahr 2017 trotz verlangsamt rückläufiger Umsätze im Detailhandel keine Aufhellung bei der Vermarktung von Verkaufsflächen. Der Markt bleibt fest im Griff des Strukturwandels. Der dynamische Onlinehandel schöpft Jahr für Jahr Marktanteile ab und stellt die Branche vor grosse Herausforderungen. Gleichzeitig fliesst viel Geld ins Ausland ab – online sowie stationär. Im stationären Handel ist folglich mit weiteren Bestands- und Strukturbereinigungen zu rechnen. Entsprechend schwach fällt die Flächennachfrage aus, die sich vor allem auf das Food-/Near-Food-Segment stützt. Einzig in den Grossstädten und an hervorragend erschlossenen Lagen präsentiert sich die Vermarktungssituation besser. Nicht einfacher macht die Situation, dass als Folge des Booms im Mietwohnungsbau etliche zusätzliche Verkaufs- und Gewerbeflächen als Ergebnis regulatorischer Auflagen entstehen. Nur dank einer deutlich reduzierten Flächenausweitung bei Einkaufszentren und Fachmärkten fallen die Ungleichgewichte nicht völlig aus dem Rahmen. Dennoch müssen sehr lange Vermarktungszeiten in Kauf genommen werden, und die schwache Nachfrage drückt weiterhin erheblich auf die Mieten.

Exkurs: Datacenter

Seite 62

Auch die Cloud hat ein Zuhause

Datencenter bilden das Zentrum unserer modernen IT-Infrastruktur und erfüllen eine kritische Rolle für viele Unternehmen und Organisationen. Die aktuellen Entwicklungen um die Industrie 4.0 sowie das Internet der Dinge (IoT) steigern die Anforderungen an die IT-Infrastruktur und werden die Nachfrage nach Datacenter-Flächen kräftig antreiben. Dies bietet Chancen für Investoren, die sich auf der Suche nach Rendite und Wachstumsperspektiven nicht davor scheuen, gezielt in eine Nische zu investieren. Hohe Gebäude- und Standortanforderungen sowie eine relativ überschaubare Nachfragergruppe bedingen jedoch eine detaillierte Analyse potenzieller Investitionsobjekte.

Immobilienanlagen

Seite 66

Attraktiv, aber keine Selbstläufer

Immobilienanlagen stehen in der Gunst der Anleger auch 2017 weit oben. Obwohl die Renditedifferenzen zu Anlagealternativen ihren Zenit überschritten haben, dürfte die Nachfrage nach dem «Betongold» so lange robust bleiben, wie die Negativzinsen Bestand haben – insbesondere bei institutionellen Anlegern. Es fehlt schlicht an Alternativen, die das Renditeproblem der Investoren bei überschaubaren Risiken lösen könnten. Es dürfte allerdings immer schwieriger werden, an die gute Performance der Vorjahre anzuknüpfen. Denn gemäss der Arbitrage-Theorie wird weiteres Kapital in den vergleichsweise renditestarken Immobilienmarkt geleitet und setzt dort die Renditen anhaltend unter Druck. Entziehen kann man sich diesem Renditedruck nur durch ein Ausweichen in Nischen-segmente, eine überlegene Selektion der Investitionsobjekte oder ein Engagement in internationalen Immobilienmärkten.

Wohneigentum

Eigentum – eine Fata Morgana?

In den Zentren und an bevorzugten Wohnlagen ist Wohneigentum für Normalverdiener schon länger ein Traum, der ausser Reichweite liegt. Immer mehr stellt sich diese Situation nun auch in peripheren Regionen ein, weil dort die Preise jüngst ebenfalls kräftig angezogen haben. Eigentum gleicht somit für viele Haushalte immer mehr einer Fata Morgana. Die tiefen Hypothekarzinsen sind in diesem Sinne nur eine optische Täuschung, denn die hohen Eigentumspreise sind aufgrund der verschärften Regulierung für den Normalverdiener mehrheitlich nicht finanzierbar. Kein Wunder, regt sich Kritik an der Regulierung, und sowohl Nachfrager wie auch Hypothekenanbieter suchen nach Oasen, um die Finanzierung trotzdem sicherzustellen. Auf Seiten der Nachfrager bieten sich Einschränkungen beim Flächenkonsum, das Ausweichen auf günstigere Regionen oder der Kauf eines gebrauchten Objekts an. Hypothekarkreditgeber versuchen derweil, den regulatorischen Spielraum optimal auszuschöpfen.

Nachfrage: Neubauten sind für viele zu teuer

Verführerisch tiefe Hypothekarzinskosten

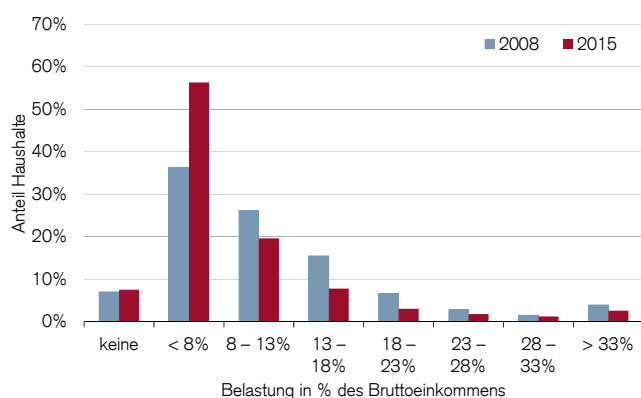
Die Nachfrage nach Wohneigentum wird durch zwei gegenläufige Effekte beeinflusst: einerseits die ausgesprochen günstigen Hypothekarzinskosten, welche die Nachfrage beflügeln, andererseits die hohen kalkulatorischen Finanzierungsanforderungen, die den Erwerb von Wohneigentum in Kombination mit den hohen Preisen vielfach unterbinden. Wer Eigentum besitzt, profitiert dank nach wie vor äusserst niedriger Hypothekenzinsen von verführerisch tiefen Wohnkosten. Per Ende 2015 bezahlten erwerbstätige Wohneigentümer im Median Hypothekarzinsen von CHF 8170 pro Jahr. Gemessen am jeweiligen Bruttoeinkommen lag die Belastung damit bei sehr tiefen 6.6%. Seit Ende 2015 hat der durchschnittlich verrechnete Hypothekarzinsatz seinen Sinkflug fortgesetzt, womit die aktuelle Zinskostenbelastung heute noch tiefer ausfallen dürfte.

Mehrheit der Haushalte mit Zinsbelastung von unter 8% des Einkommens

Obwohl die Hypothekarzinsbelastung derzeit sehr gering ausfällt, gibt es beträchtliche Unterschiede. 56% der Eigentümer haben gemessen an ihrem Einkommen eine Belastung von weniger als 8% (vgl. Abb. 1). Bei weiteren 20% liegt diese zwischen 8% und 13%. Lediglich 2.6% aller Eigentümerhaushalte mussten Ende 2015 eine Belastung über der kritischen Schwelle von 33% tragen. Die Hauptursache für die grossen Unterschiede sind unterschiedliche Belehnungsquoten. 7.5% aller Eigentümer haben trotz steuerlicher Anreize keine Hypothek bzw. haben diese zurückbezahlt. Die grosse Mehrheit der Eigentümer kann somit die eigenen vier Wände spielend finanzieren. Die geringen Hypothekaraufwände, die zumeist markant tiefer sind als die Miete für eine vergleichbare Wohnung, bleiben auch den Mietern nicht verborgen. Der Wunsch nach Wohneigentum ist bei vielen Mietern daher ungebrochen gross und die Nachfrage entsprechend hoch.

Abb. 1: Tatsächliche Hypothekarzinsbelastung

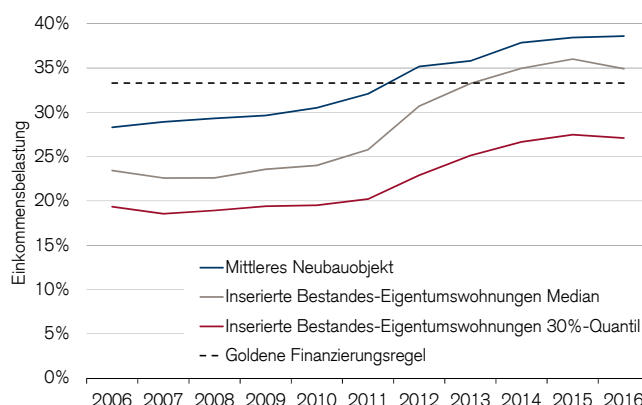
Hypothekarzinsbelastung in % des Haushalts-Bruttoeinkommens



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 2: Kalkulatorische Tragbarkeit

Für Durchschnittshaushalt in % des Bruttoeinkommens unter folgenden Parametern: 5% Zins, 1% Unterhalt, 80% Belehnung, Amortisation auf 2/3 innert 15 Jahren



Quelle: Credit Suisse

Hypothekarzinsbelastung sinkt 2017 im Mittel nochmals

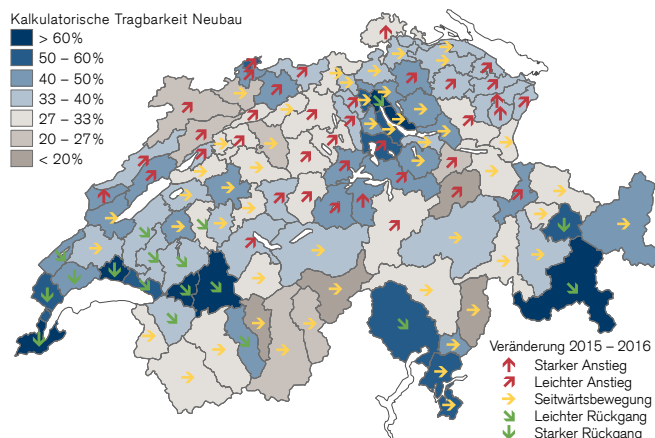
2017 dürften die Hypothekarzinsen bei Neuabschlüssen aufgrund der Zinswende in den USA kaum mehr an die im letzten Jahr erreichten Tiefststände anknüpfen können. Trotzdem wird die durchschnittliche Hypothekarzinsbelastung im laufenden Jahr nochmals sinken, denn viele Haushalte können ihre auslaufenden Fix-Hypotheken immer noch zu besseren Konditionen verlängern als bei der ursprünglichen Kreditaufnahme. Widerspiegeln wird sich dies in einem nochmaligen Rückgang des Referenzzinssatzes per Juni 2017. Der Vergleich mit dem Jahr 2008 verdeutlicht, wie ausserordentlich günstig sich die heutige Situation für Wohneigentümer präsentiert. Damals musste ein Eigentümer im Median CHF 12'000 für seine Hypothek bezahlen, was 10% seines Einkommens entsprach (vgl. Abb. 1). Der rasche Anstieg der Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in den USA von 1.36% im letzten Juli auf 2.60% im Dezember ruft jedoch gleichzeitig in Erinnerung, dass diese Kostenersparnisse nicht in Stein gemeisselt sind.

Neubauten für die Mehrheit der Haushalte zu teuer

Den ungebrochen starken Wunsch nach Wohneigentum können sich von Jahr zu Jahr aber immer weniger Haushalte leisten. Der Grund liegt in den erreichten Preisniveaus sowie den hohen kalkulatorischen Finanzierungshürden aufgrund der Regulierung. Ein mittleres Neubauobjekt ist heute für einen durchschnittlichen Schweizer Haushalt gemäss kalkulatorischen Tragbarkeitsrichtlinien ausser Reichweite. Im Landesmittel müssten hierfür beinahe 39% des Bruttoeinkommens aufgewendet werden, was über dem kritischen Wert von einem Drittel (goldene Finanzierungsregel) liegt (vgl. Abb. 2). Die hohen Preise rund um den Genfer-, Züricher- und Zugersee veranlassen die Haushalte dazu, in die umliegenden Regionen auszuweichen. Dies hat auch dort zu einem beschleunigten Preiswachstum geführt. Demzufolge kann sich heute ein durchschnittlicher Haushalt in diesen Regionen zumeist ebenfalls keine Neubauten mehr leisten. Diese Situation ist mittlerweile in 68 der 106 Regionen anzutreffen (vgl. Abb. 3).

Abb. 3: Kalkulatorische Tragbarkeit EWG/EFH-Neubau

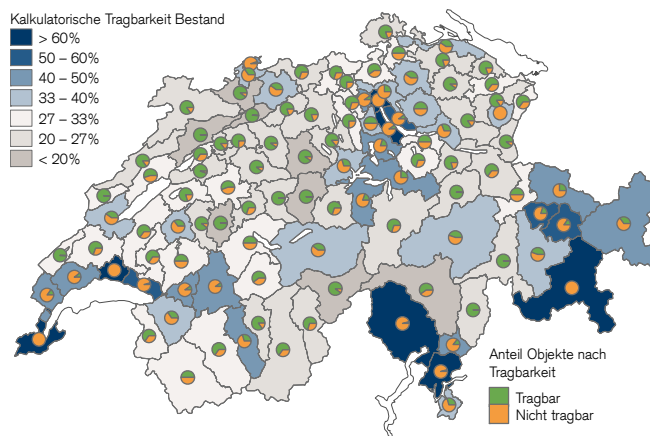
Für Durchschnittshaushalt in % des Einkommens unter folgenden Parametern: 5% Zins, 1% Unterhalt, 80% Belehnung, Amortisation auf 2/3 innert 15 Jahren



Quelle: Credit Suisse, Geostat

Abb. 4: Kalkulatorische Tragbarkeit EWG im Bestand

Für Durchschnittshaushalt in % des Einkommens unter folgenden Parametern: 5% Zins, 1% Unterhalt, 80% Belehnung, Amortisation auf 2/3 innert 15 Jahren



Quelle: Credit Suisse, Geostat

Bestandsliegenschaften als Alternative

Der Traum vom eigenen Heim muss deswegen aber noch nicht ausgeträumt sein. Liegt ein Einfamilienhaus oder eine moderne, grosszügige Eigentumswohnung nicht im Budget, kann zuweilen auf bestehende zum Verkauf ausgeschriebene Eigentumswohnungen ausgewichen werden. Zwar sind auch hier seit 2013 mehr als die Hälfte aller schweizweit inserierten Objekte für einen durchschnittlichen Haushalt nicht mehr tragbar (vgl. Abb. 2), dies ist aber vor allem auf die grosse Zahl inserierter Objekte in den Hochpreisregionen sowie im gehobenen Preissegment zurückzuführen. Bei 30% aller 2016 schweizweit inserierten Eigentumswohnungen (30%-Quantil) beläuft sich die kalkulatorische Tragbarkeit für einen Durchschnittshaushalt auf nicht mehr als 27%.

Tragbare Angebote vorhanden, aber zuweilen rar

Je nach Region ist das Angebot an bezahlbaren Objekten mehr oder weniger breit. Während die kalkulatorischen Kosten ausserhalb der Hochpreisregionen grösstenteils tragbar sind, bleibt das erschwingliche Angebot in den Hochpreisregionen zumeist beschränkt. Für einen in der Region Aarau lebenden Haushalt sind derzeit beispielsweise rund 80% aller Bestands-Eigentumswohnungen tragbar (vgl. Abb. 4), für einen durchschnittlichen Haushalt in der Region Pfannenstiel dagegen nur 10%. In der Stadt Zürich existieren derweil gar keine entsprechenden Angebote. Bei Bestandsliegenschaften gilt es zu beachten, dass neben dem inserierten Preis zusätzli-

che Kosten für eine allenfalls notwendige Sanierung mitberücksichtigt werden müssen. Das kann unter Umständen zu erheblichen Mehrkosten führen. Dennoch zeigt die vorliegende Auswertung, dass der Wunsch nach Wohneigentum mit einer Bestandsliegenschaft für viele Haushalte immer noch in Erfüllung gehen kann.

Flächenkonsum von Wohneigentümern hat stark zugenommen

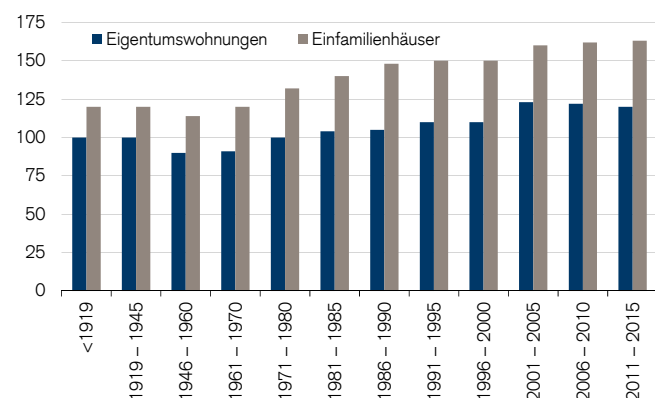
Mitverantwortlich für die heute hohen Immobilienpreise ist nicht zuletzt der über die letzten Jahrzehnte stark gestiegene Flächenkonsum. **Abbildung 5** zeigt die steigende Wohnungsgrösse von Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern nach Bauperiode. Einfamilienhäuser aus dem Zeitraum zwischen 1946 und 1960 haben im Durchschnitt eine Wohnfläche von 114 m². Zwischen 2011 und 2015 sind dagegen im Mittel 163 m² grosse Einfamilienhäuser entstanden. Und dies, obwohl die durchschnittliche Haushaltsgrösse im gleichen Zeitraum markant zurückgegangen ist (vgl. **Exkurs Single Living**, S. 16 ff.). Der Haupttreiber für diese Entwicklung ist der Wohlstand. Insbesondere die merklich gewachsene Zahl an Doppelverdiener-Haushalten hat die Haushaltsbudgets weiter steigen lassen und den Wohnflächenkonsum erhöht.

Signifikant mehr Wohnfläche pro Kopf bei Eigentümern

Aktuell stehen einem Haushalt in einer Eigentumswohnung im Mittel 114 m² zur Verfügung, im Einfamilienhaus 142 m². Pro Kopf entspricht dies einem Flächenkonsum von 51 m² in Eigentumswohnungen und von 52 m² in Einfamilienhäusern. Dies ist signifikant mehr als bei Mietwohnungen (41 m²) und Genossenschaftswohnungen (37 m²). Die grossen Unterschiede dürften vor allem räumlich bedingt sein. In den Zentren, wo Mietwohnungen vorherrschen, ist Wohnfläche knapp und deswegen teurer. In der grösseren Fläche widerspiegeln sich jedoch auch der hohe Stellenwert, den Wohnen bei Wohneigentümern einnimmt, und die höheren finanziellen Mittel, über die Wohneigentümer vielfach verfügen.

Abb. 5: Wohnfläche Wohneigentum nach Bauperiode

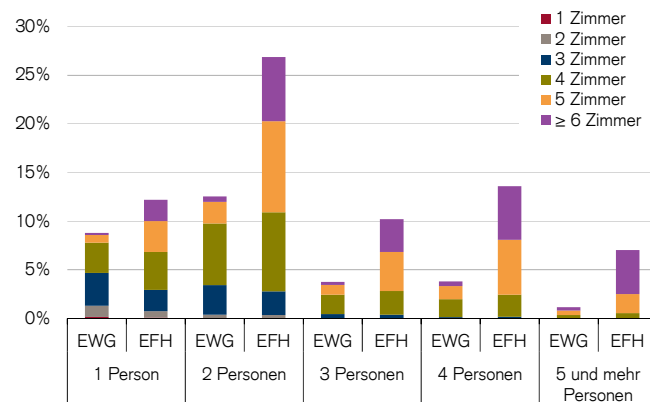
Durchschnittliche Wohnfläche in m²



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 6: Wohneigentumshaushalte nach Grösse

In % aller Wohneigentümer; EWG: Eigentumswohnung, EFH: Einfamilienhaus



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Hohe Preise bremsen den Flächenkonsum

Der Trend zu mehr Wohnfläche im Eigentum hat sich in den letzten Jahren allerdings nicht mehr fortgesetzt. Während bei Einfamilienhäusern noch minimale Zuwächse zu verzeichnen waren, sank die durchschnittliche Fläche bei neuerstellten Eigentumswohnungen in der Periode 2006 bis 2010 erstmals von 123 m² auf 122 m² und ist seither im Zeitraum 2011 bis 2015 auf 120 m² geschrumpft. In erster Linie sind dafür die starken Preisanstiege der letzten Jahre verantwortlich. Sie zwingen die Haushalte dazu, finanzielle Zugeständnisse beim Erwerb von Eigentum zu machen, beispielsweise in Form eines tieferen Flächenkonsums. Eine zunehmende Sensibilisierung in Bezug auf die Zersiedlung scheint dagegen noch kaum Verhaltensänderungen herbeizuführen. Zwar geben gemäss einer aktuellen Studie der Hochschule Luzern 10% aller Haushalte an, dass ihr Flächenkonsum zu gross sei¹, diese Haushalte zeigen aber nicht mehr Bereitschaft als die übrigen Befragten, ihre Wohnsituation anzupassen. Dies bestätigt die Entwicklung bei Einfamilienhäusern. In Regionen, wo Bauland günstig ist, ziehen viele Haushalte ein zumeist grösseres Einfamilienhaus einer Eigentumswohnung vor. Die anhaltend hohen Preise in Kombination mit den hohen Finanzierungshürden dürften den Flächenkonsum auch in den kommenden Jahren bremsen.

¹ Vgl. Hochschule Luzern (2016): «Wohnflächenkonsum und Wohnflächenbedarf»

Zweipersonenhaushalte dominieren im Eigentum

Nicht nur hinsichtlich Flächenkonsum, sondern auch in Bezug auf die Grösse der Haushalte hat sich in den letzten Jahrzehnten viel getan. Heute sind Zweipersonenhaushalte mit 39% die wichtigste Nachfragegruppe von Wohneigentum (vgl. Abb. 6). Erstaunlich hoch ist mit 21% auch der Anteil der Einpersonenhaushalte. Dieser Erkenntnis gehen wir im [Exkurs Single Living](#) genauer auf den Grund. Vielfach vergessen geht ferner die Tatsache, dass schweizweit nach wie vor das Einfamilienhaus bei allen Haushaltsgrössen die häufigere Wohnform ist als das Stockwerkeigentum, das erst seit 1965 existiert.

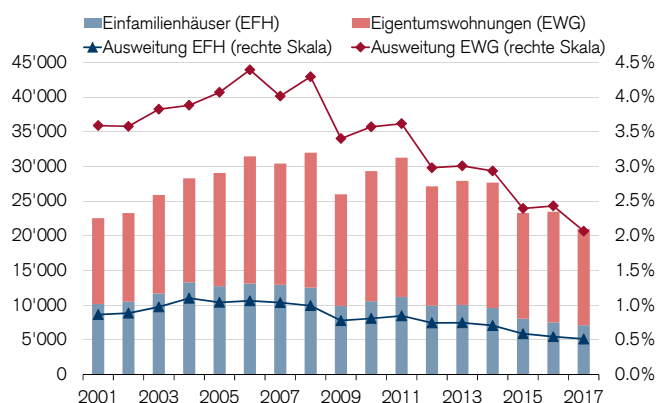
Angebot: Neubautätigkeit normalisiert sich

Eigentumsproduktion nimmt weiter ab

Die Produktion von Wohneigentum ist weiterhin rückläufig. 2017 dürfte der Reinzugang an Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern so tief ausfallen wie seit Messbeginn im Jahr 2001 noch nie. Wir rechnen insgesamt noch mit einem Plus von 21'000 Wohneinheiten (vgl. Abb. 7). Im Vergleich zum Vorjahr entspricht dies einem Rückgang von 10.5%. Seit dem Höchststand von 2011 wird mittlerweile ein Drittel weniger Eigentumsobjekte erstellt. Von der tieferen Bautätigkeit ist jedoch nur das Eigentumssegment betroffen. Dank einer nach wie vor sehr starken Mietwohnungsproduktion (vgl. [Kapitel Mietwohnungen](#), S. 21 ff.) bleibt der Reinzugang mit schätzungsweise 47'500 Wohneinheiten insgesamt auf einem sehr hohen Niveau.

Abb. 7: Reinzugang und Ausweitung Wohneigentum

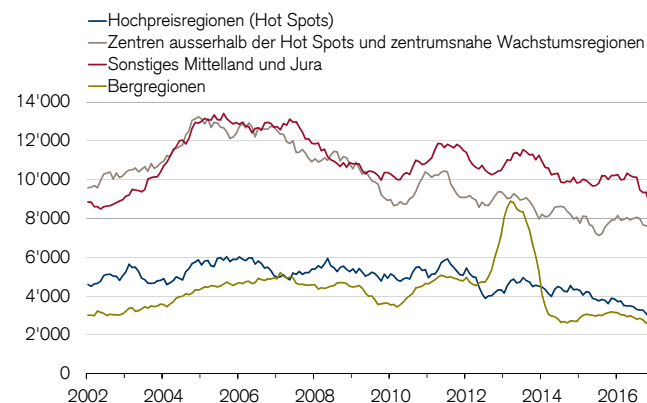
Reinzugang in Wohneinheiten; rechte Skala: Ausweitung in % des Bestands



Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Bundesamt für Statistik

Abb. 8: Baubewilligungen Wohneigentum

Nach Gemeindetyp, Anzahl Wohneinheiten, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Normalisierung bei Eigentumswohnungen

Bei Eigentumswohnungen ist die Ausweitungsziffer von 4.3% im Jahr 2008 auf 2.1% im laufenden Jahr gefallen (vgl. Abb. 7). Der starke Rückgang muss aber relativiert werden, da der Bestand an Eigentumswohnungen 2007 erst rund 450'000 Einheiten umfasste. Absolut sank der Reinzugang weniger markant, aber immer noch offenkundig von 19'000 auf 14'000 Wohneinheiten (-29%). In Anbetracht einer Ausweitung von respektablem 2.1% muss eher von einer Normalisierung als von einem Einbruch der Eigentumswohnungsproduktion gesprochen werden.

Bauland für Einfamilienhäuser vielerorts zu teuer

Der Bau von Einfamilienhäusern befindet sich ebenfalls auf dem Rückzug. Wir rechnen im laufenden Jahr noch mit einer Ausweitung von 0.5% (vgl. Abb. 7). Mittlerweile liegt der jährliche Zuwachs schon seit Jahren unter dem Wachstum neuer Haushalte. Das Einfamilienhaus verliert entsprechend an Bedeutung. Es ist aber nicht so, dass Einfamilienhäuser nicht mehr gefragt wären. Vielmehr ist der Rückgang in erster Linie auf die hohen Baulandpreise zurückzuführen. Vielerorts ist heute die Erstellung von Einfamilienhäusern, sofern die Zonenordnung auch Eigentumswohnungen zulässt, chancenlos. In ländlichen Regionen bleibt das Einfamilienhaus dank tieferer Bodenpreise dagegen nach wie vor das Mass der Dinge. So sind im Kanton Jura aktuell sieben von zehn neu bewilligten Eigentumsobjekten Einfamilienhäuser.

Umwandlung von Mietwohnungen in Wohneigentum ...

Ein Unsicherheitsfaktor für die künftige Angebotsentwicklung von Wohneigentum bleibt die hohe Produktion von Mietwohnungen. Der Grund hierfür liegt in der nach wie vor sehr grossen Anzahl Bauprojekte, bei denen die Bauherren die Nutzung offenlassen oder gemischte Nutzungen planen. Von den knapp 43'000 im Jahr 2016 bewilligten Wohnungen in Mehrfamilienhäusern wird die Wohnform bei rund 13'000 Wohnungen nicht näher spezifiziert. Wir erwarten, dass etwa 60% davon als Mietwohnungen realisiert werden. Da sich auf dem Mietwohnungsmarkt aber ein wachsendes Überangebot aufbaut (vgl. [Kapitel Mietwohnungen](#), S. 21 ff.), könnte der eine oder

andere Investor noch von Miet- auf Eigentumswohnungen umschwenken. Dies geschieht derzeit nicht nur bei Neubauprojekten, sondern vereinzelt auch bei Bauten, die in den letzten Jahren auf den Markt gekommen sind, aber unvermindert mit Absatzproblemen kämpfen.

... und von Wohneigentum in Mietwohnungen

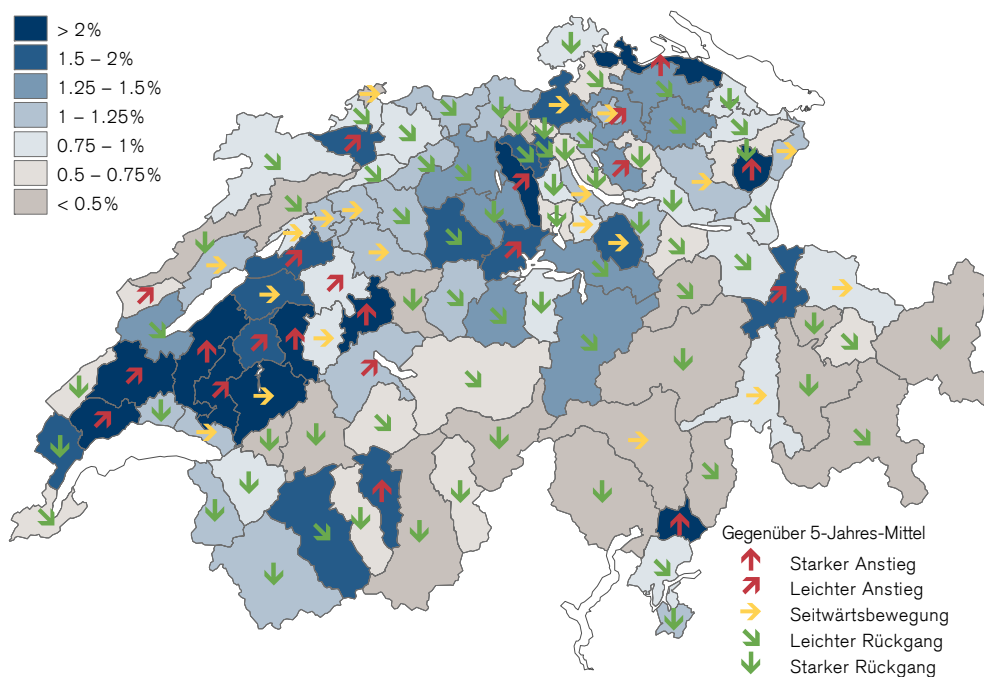
Umgekehrt werden gegenwärtig etliche Eigentumswohnungen zu Anlagezwecken erworben und von ihren Besitzern umgehend vermietet. Gemäss Schätzungen entfällt aber maximal ein Fünftel aller aktuellen Finanzierungen auf derartige «Buy-to-let»-Geschäfte. Die tatsächliche Angebotsausweitung von Wohneigentum ist dadurch in den vergangenen Jahren kleiner ausgefallen. Mit zunehmendem Leerwohnungsbestand bei Mietwohnungen steigt aber auch das Vermietungsrisiko der Eigentümer, weshalb die Zahl dieser Geschäfte tendenziell abnimmt.

Geringe Bautätigkeit bei Wohneigentum in den Zentren

Die Abkühlung der Bautätigkeit manifestiert sich am ausgeprägtesten in den Zentren, wo Eigentum am teuersten ist (vgl. Abb. 8). Alleine in den letzten zwölf Monaten belief sich hier der Rückgang auf mehr als 31%. Seit dem Höchststand von 2006 ist mittlerweile ein Minus von beinahe 58% zu verzeichnen. Anders sieht die Situation dagegen in den Pendlergemeinden um die Zentren aus: In den suburbanen Gemeinden war innert Jahresfrist lediglich ein Rückgang von 2.1% zu beobachten, in den periurbanen Gemeinden ein solcher von 3.3%. Aber auch in den übrigen Gemeinden mit Ausnahme der Tourismusgemeinden (-20.9%) hält sich der Rückgang in Grenzen. Regional akzentuiert sich die künftige Bautätigkeit von Wohneigentum vor allem in den Kantonen Waadt und Freiburg, in der Zentralschweiz, im Thurgau sowie im Westen von Zürich – also schwergewichtig in Regionen mit einem noch vergleichsweise moderaten Preisniveau (vgl. Abb. 9). Die Nachfrage hat sich in den letzten Jahren folglich aus den Hochpreisregionen wegverschoben.

Abb. 9: Geplante Ausweitung von Wohneigentum

In % des Wohneigentumsbestands sowie im Vergleich zum 5-Jahres-Mittel (Pfeile)



Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Geostat

Angebot und Nachfrage weitestgehend im Gleichgewicht

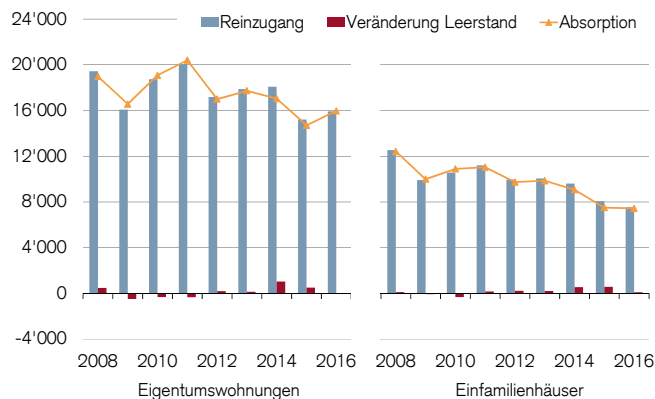
Marktergebnis: Vermarktung wird aufwendiger

Der Wohneigentumsmarkt befindet sich mehr oder weniger im Gleichgewicht. Dank der schnellen Reaktion der Projektentwickler auf Sättigungserscheinungen und regulatorische Abkühlungsmassnahmen ist das zusätzliche Angebot beinahe im Gleichschritt mit der Nachfrage gesunken. Dies zeigt sich exemplarisch in der Absorption von Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern, die in den letzten Jahren praktisch dem Reinzugang an Wohneinheiten entsprochen hat (vgl. Abb. 10). Dementsprechend haben die Leerstände in den vergangenen Jahren nur geringfügig zugenommen. Bei Eigentumswohnungen sind die Leerstände 2016 sogar leicht gesunken und liegen aktuell auf tiefen 0.83% (vgl. Abb. 11). Noch tiefer fallen die Leerstände

bei Einfamilienhäusern mit 0.39% aus. Im Gegensatz zum Mietwohnungsmarkt zeichnet sich bei selbstgenutztem Wohneigentum weiterhin kein Überangebot ab. Angesichts einer im laufenden Jahr nochmals nachlassenden Bautätigkeit kann davon ausgegangen werden, dass das derzeitige Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bestehen bleibt und sich die Leerstände kaum erhöhen dürften.

Abb. 10: Absorption von Wohneigentum

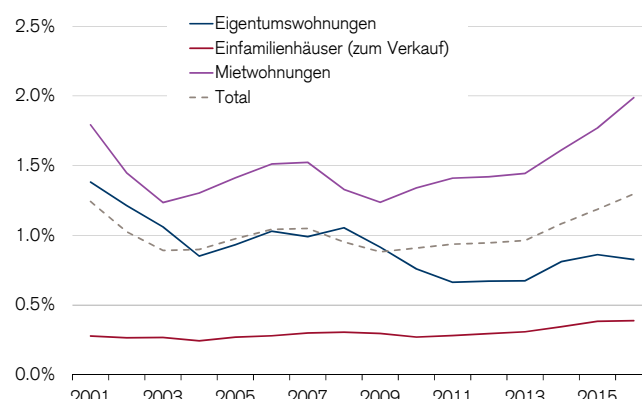
Reinzugang, Veränderung Leerstand und Absorption in Anzahl Wohneinheiten



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abb. 11: Leerstand von Wohneigentum

In % des jeweiligen Bestands



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Tourismusdestinationen mit erhöhten Leerständen

Entgegen dem gesamtschweizerischen Trend sind die Leerstände in den Hochpreisregionen rund um Zürich mehrheitlich gestiegen, verbleiben jedoch auf sehr tiefem Niveau (vgl. Abb. 12). Anders präsentiert sich die Situation rund um den Genfersee, wo die Leerstände teilweise bereits wieder zurückgehen, während die Preise noch sinken. Dagegen müssen die Regionen im Waadtländer Hinterland und im Kanton Freiburg mehrheitlich steigende Leerstände hinnehmen. Auch hier sind die Niveaus noch unproblematisch. Der Rede wert ist die Höhe der Leerstände bei Wohneigentum praktisch nur in Tourismusdestinationen. Diese leiden nach wie vor unter den Folgen der Zweitwohnungsinitiative und dem starken Schweizer Franken. Der von der Zweitwohnungsinitiative hervorgerufene Angebotsüberhang sowie die rechtliche Unsicherheit dürften jedoch vorübergehender Natur sein.

Abkehr vom Verkäufermarkt

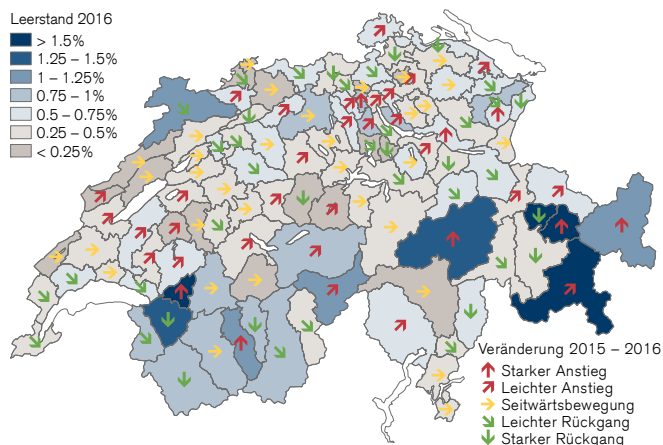
Eine vertiefte Analyse der online inserierten Angebote zeigt, dass die stabile Entwicklung im Wohneigentumssegment nicht für alle Objekte Gültigkeit hat. Zwar ist die Angebotsziffer bei Eigentumswohnungen im Bestand innert Jahresfrist von 3.7% auf 3.4% und diejenige von Einfamilienhäusern von 1.9% auf 1.8% gesunken, doch die Insertionsdauer ist in der gleichen Zeit markant gestiegen (vgl. Abb. 13). Im Mittel hat sich die Insertionsdauer bei Eigentumswohnungen von 84 auf 121 Tage und bei Einfamilienhäusern von 78 auf 108 Tage erhöht. Der auf den ersten Blick erstaunlich steile Anstieg der Insertionsdauer markiert eine graduelle Abkehr von einem Verkäufermarkt.

Zu hohe Preisvorstellungen der Verkäufer?

Lange Zeit war es an der Tagesordnung, dass inserierte Objekte zu einem höheren Preis die Hand wechselten als ursprünglich inseriert. Die in den letzten Jahren verschärfte Regulierung sowie die mittlerweile erreichten Preisniveaus haben dazu geführt, dass gewisse Käuferschichten die Finanzierung nicht mehr stemmen können und am Markt nicht mehr als Käufer auftreten. Viele Verkäufer haben diese Verschiebung weg von einem Verkäufermarkt noch zu wenig realisiert und hegen hinsichtlich der Verkaufspreise zu hohe Vorstellungen. Die Folge sind inserierte Objekte, die zum angebotenen Preis lange nicht verkauft werden können und teilweise erst nach Preissenkungen einen Abnehmer finden.

Abb. 12: Regionaler Leerstand von Wohneigentum

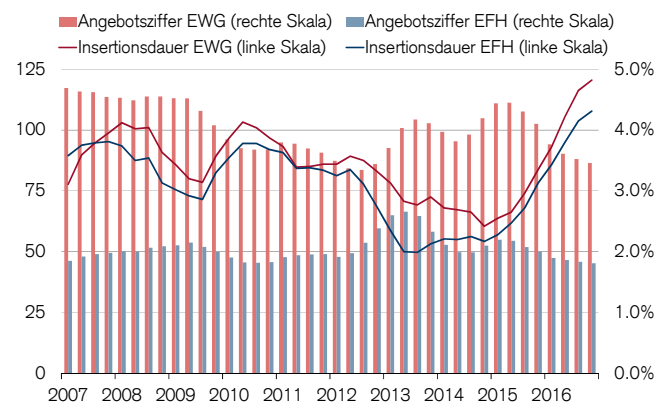
In % des Bestands an Wohneigentum



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik, Geostat

Abb. 13: Angebotsziffer und Insertionsdauer

Bestandsobjekte, Angebotsziffer in % des jeweiligen Bestands; Insertionsdauer in Anzahl Tagen



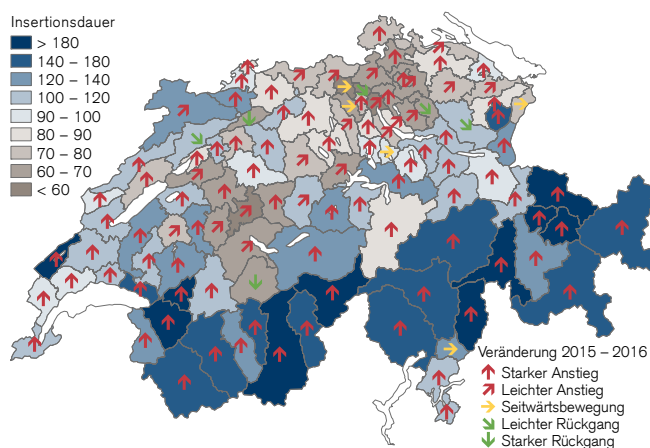
Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Höherer Vermarktungs- aufwand vor allem in Hochpreisregionen

Steigende Insertionsdauern sind derzeit beinahe flächendeckend zu verzeichnen – und dies sowohl bei Eigentumswohnungen als auch bei Einfamilienhäusern (vgl. Abb. 14). In den Hochpreisregionen rund um den Genfer-, Zürich und Zugersee müssen Eigentumsobjekte derzeit im Mittel sogar länger ausgeschrieben werden als in den umliegenden Regionen. So werden in der Region Pfannenstiel Eigentumswohnungen im Median während 86 Tagen inseriert. Im Zürcher Unterland sind diese dagegen nur 69 Tage ausgeschrieben. Hier zeigt sich die zunehmende Schwierigkeit, teure Wohnungen in den Hochpreisregionen zu vermarkten. Längere Vermarktungsdauern von Wohneigentum bestätigen ebenfalls die derzeit schwierige Marktsituation in vielen Tourismusregionen. So sind Eigentumswohnungen beispielsweise in Arosa zurzeit im Median für 190 Tage inseriert.

Abb. 14: Insertionsdauer Eigentumswohnungen regional

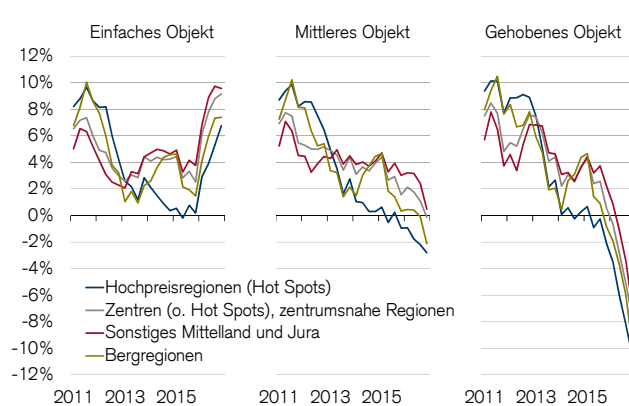
Bestandsobjekte, Median in Tagen



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Abb. 15: Preiswachstum von Wohneigentum

Jahreswachstumsraten nach Objektstandard und räumlichem Aggregat



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

Ende des 14-jährigen Preisanstiegs

Die längeren Insertionszeiten scheinen Wirkung zu entfalten. Im 4. Quartal 2016 ging der 14 Jahre andauernde Preisanstieg bei Wohneigentum zu Ende. Die Eigentumspreise sind im Vorjahresvergleich gesunken, mit -0.8% hält sich der Rückgang aber im Rahmen. Sowohl regional als auch bezüglich Objektstandards laufen die Preisentwicklungen allerdings auseinander. Während die Preise im gehobenen Segment deutlich und im mittleren Segment teilweise korrigieren, lässt sich im einfachen Segment ein markanter Preisanstieg beobachten. Die Verlagerung der Nachfrage in tiefere Preissegmente hat die Preise einfacher Eigentumsobjekte im letzten Jahr um 7% bis 10% nach oben gedrückt. Innerhalb des einfachen Segments bewegen sich zudem die Hochpreisregionen am unteren Rand und die peripheren Regionen im Mittelland und Alpenraum am oberen Rand des Preiswachstumsspektrums (vgl. Abb. 15). Gegenteilig ist die Ent-

wicklung derweil im gehobenen Segment: Hier zeigen sich praktisch flächendeckende Preisrückgänge. In den Hochpreisregionen sind die Preise gehobener Objekte alleine in den letzten vier Quartalen um mehr als 10% zurückgegangen.

Einfache Objekte im Plus, gehobene Objekte im Minus

Im mittleren Segment führt die Abschwächung des Preisauftriebs mittlerweile ebenfalls zu mehrheitlich sinkenden Preisen. In den Hochpreisregionen (−2.8%) sowie Bergregionen (−2.1%) sind die Preise klar rückläufig. In den Zentren und zentrumsnahen Regionen ist das Bild dagegen zweigeteilt, was sich in der Summe in einem Rückgang von 0.1% niederschlägt. Im sonstigen Mittelland und Jura verlangsamt sich das Preiswachstum nochmals spürbar, bleibt mit 0.5% aber im positiven Bereich. Am stärksten von den Preisrückgängen betroffen ist die Genferseeregion und der Alpenraum (vgl. Abb. 16). Seit dem Frühling 2013 sind die Preise im Kanton Genf um beinahe 12% zurückgegangen. Leichte Preisreduktionen lassen sich zudem in grossen Teilen des Kantons Zürich sowie vereinzelt in der Ost- und der Zentralschweiz beobachten. Dies kontrastiert mit anhaltenden Preisanstiegen insbesondere in peripheren Regionen. So legten die Preise beispielsweise in Schaffhausen 2016 nochmals um 3.3% zu.

Auch für 2017 sinkende Preise zu erwarten

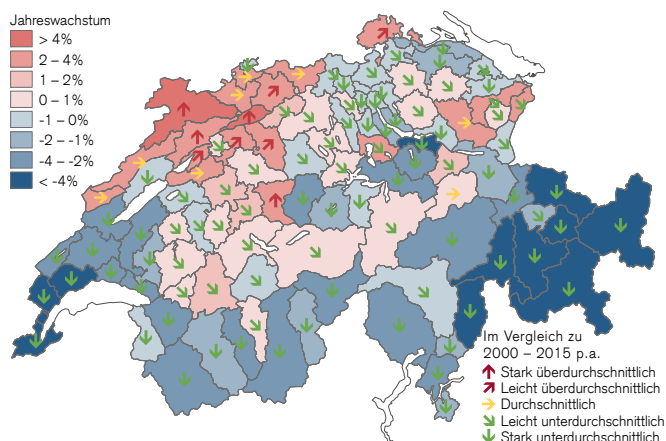
Die Preise für Wohneigentum dürften im Mittel auch 2017 sinken. Wir rechnen jedoch aufgrund der verlangsamt Bauaktivität, der moderaten bis tiefen Leerstände und des freundlichen Zinsumfelds eher mit einer Verlangsamung und einem Minus von durchschnittlich nicht mehr als 0.5%. Wie schon im Vorjahr muss abhängig von Region und Segment mit erheblichen Unterschieden gerechnet werden. In den Hochpreisregionen und generell im gehobenen Segment dürften die Preise auch 2017 am stärksten sinken. Im einfachen Segment und ausserhalb der Hochpreisregionen, vielerorts auch im mittleren Segment, könnten die Preise 2017 aber nochmals steigen.

Anhaltende Ungleichgewichte trotz Ende des Preiswachstums

Die erfolgreiche Abkühlung des Preiswachstums hält den Eigentumsmarkt auf Kurs einer sanften Landung und ist daher im Sinne einer stabilen Marktentwicklung zu begrüssen. Nur so können die entstandenen Ungleichgewichte zwischen Immobilienpreis- und Einkommensentwicklung stabilisiert oder gar abgebaut werden. Mittlerweile ist das Preisniveau in 73 von 106 Regionen nicht mehr nachhaltig. In diesen Regionen können markantere Preisrückgänge, beispielsweise bei einem starken Zinsanstieg, nicht ausgeschlossen werden (vgl. Abb. 17). Immerhin haben sich in den Hochpreisregionen die Ungleichgewichte dank sinkender Preise etwas reduziert. Ausserhalb der Hochpreisregionen hat sich dagegen das Verhältnis zwischen Immobilienpreisen und Einkommen jüngst verschlechtert, was Risiken in Bezug auf die Stabilität der erreichten Preisniveaus birgt. Die Anzahl Regionen mit einem langfristig nicht mehr nachhaltigen Preisniveau hat sich denn auch innert Jahresfrist um vier Regionen erhöht. Solange die verführerisch tiefen Hypothekarzinsen Bestand haben, würde eine Lockerung der Regulierung das Preiswachstum wieder ankurbeln und die bis anhin gelungene sanfte Landung des Wohneigentumsmarktes gefährden, was nicht im Interesse der Marktakteure sein kann.

Abb. 16: Preiswachstum Wohneigentum regional

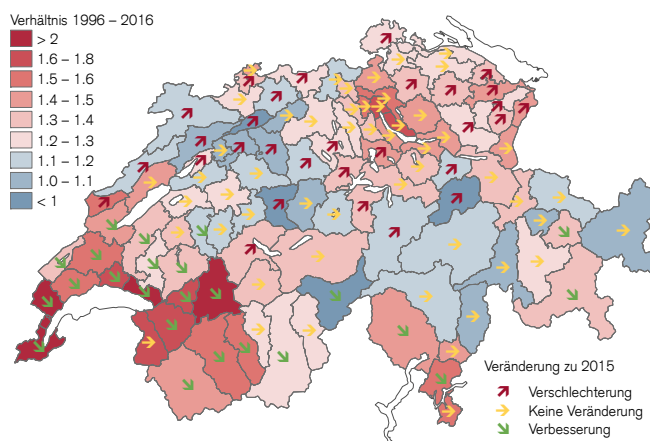
Jahreswachstum Wohneigentum (mittleres Segment), 4. Quartal 2016



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse, Geostat

Abb. 17: Regionale Bewertung der Eigentumspreise

Preisentwicklung Wohneigentum in Relation zur Einkommensentwicklung



Quelle: Credit Suisse, Geostat

Ausblick Wohneigentum 2017

Trotz des Endes des seit rund 14 Jahre anhaltenden Preisanstiegs bewegt sich das Eigentumssegment in ruhigen Bahnen und sticht damit aus den zunehmend von Ungleichgewichten geprägten Schweizer Immobilienmärkten hervor. Im Unterschied zu den anderen Märkten ist kein Überangebot vorhanden oder absehbar. Die Promotoren von Wohneigentum haben früh erkannt, dass die hohen Preise in Kombination mit den verschärften Finanzierungsrichtlinien die Nachfrage beschneiden und teilweise umlenken werden. Trotz einer zurückhaltenden Angebotsausweitung wird indessen das Marktumfeld auch bei Wohneigentum nicht einfacher. Zwar bleiben die Hypothekarzinsen auf sehr tiefen Niveaus, eine wachsende Anzahl Haushalte kann die Finanzierung von Wohneigentum aber aufgrund der gestiegenen finanziellen Anforderungen nicht mehr stemmen. Damit wird sich die Nachfrage auch im laufenden Jahr verstärkt auf Regionen mit noch bezahlbaren Preisen sowie auf das tiefe und mittlere Preissegment konzentrieren. Während wir in diesen Regionen weiter steigende Preise erwarten, werden die Preise in den Hochpreisregionen sowie generell im Hochpreissegment voraussichtlich weiter fallen – wenn auch wohl mit vermindertem Tempo. Insgesamt bleibt der Eigentumsmarkt dank des gestoppten Preiswachstums auf Kurs für eine sanfte Landung. Vollständige Entwarnung wird man aber erst geben können, wenn die Preisniveaus wieder auf ein nachhaltiges Niveau zurückgekehrt sind, was in vielen Regionen noch nicht der Fall ist.

Hypothekarzinsniveau

Ausgangslage: ➔

Ausblick: ➔

Die Zinssätze für Libor-Hypotheken werden im laufenden Jahr auf ihren absoluten Tiefstwerten verharren. Dagegen werden die Zinssätze von Fix-Hypotheken wie schon in den Vorjahren volatil bleiben. Nachdem sie gegen Ende des Vorjahres gestiegen sind, rechnen wir für 2017 mit einem Seitwärtstrend. Damit verharren die Zinsen auch bei Fix-Hypotheken auf sehr tiefem Niveau.

Nachfrage

Ausgangslage: ↘

Ausblick: ↘

Dank der sehr niedrigen Zinsen bleibt der Wunsch nach Wohneigentum gross. Die hohen finanziellen Anforderungen aufgrund der hohen Preise und der getroffenen Regulierungsmassnahmen binden allerdings die Nachfrage zurück. Folglich dürfte die tatsächliche Nachfrage nach Wohneigentum weiterhin abnehmen.

Angebot

Ausgangslage: ↘

Ausblick: ↘

Die Neubauproduktion im Wohneigentumsmarkt wird 2017 so tief ausfallen wie noch nie seit Messbeginn im Jahr 2001. Wir rechnen damit, dass im laufenden Jahr noch rund 14'000 Eigentumswohnungen sowie 7000 Einfamilienhäuser neu auf den Markt kommen werden.

Leerstände

Ausgangslage: ➔

Ausblick: ➔

Angebot und Nachfrage dürften sich dank einer geringeren Bautätigkeit im Wohneigentumsmarkt auch 2017 mehr oder weniger die Waage halten. Dementsprechend bleiben die Leerstände von Wohneigentum auf tiefem Niveau. In den Hochpreisregionen muss jedoch weiterhin mit einem zunehmenden Vermarktungsaufwand gerechnet werden.

Preise

Ausgangslage: ↘

Ausblick: ➔

Der Preisrückgang dürfte sich im Mittel fortsetzen. Wir rechnen jedoch für 2017 eher mit einer Verlangsamung und einem preisseitigen Minus von nicht mehr als 0.5%. Die Unterschiede zwischen den Segmenten dürften unverändert gross bleiben. In den meisten Hochpreisregionen sowie generell im hohen Preissegment werden Preisrückgänge die Regel bleiben, wenn sie auch schwächer ausfallen dürften. In den peripheren und erschwinglichen Regionen sollte das Preiswachstum anhalten, jedoch ebenfalls an Dynamik verlieren.

Nachhaltigkeit der Preisentwicklung

Ausgangslage: ➔

Ausblick: ➔

Die Ungleichgewichte zwischen Immobilienpreis- und Einkommensentwicklung bleiben in den Hochpreisregionen gross, weisen aber rückläufige Tendenz auf. In den peripheren Regionen dürften die heute noch überschaubaren Ungleichgewichte hingegen vereinzelt weiter zunehmen. Die grösste Gefahr für das Preisniveau geht unverändert von unerwartet stark steigenden Zinsen aus.

Exkurs Single Living

Allein zu Haus

Einpersonenhaushalte sind heute die häufigste Wohnform in der Schweiz. Daran dürfte sich so schnell nichts ändern. Die Gründe, alleine zu leben, sind sehr vielfältig und nicht immer selbst-gewählt, und bezüglich Form und Ausprägung der Single-Wohnungen bestehen grosse Unterschiede. Zum Trend des Single Living gesellt sich jüngst in der Form von Mikroapartments ein innovatives Wohnangebot, das bezüglich Zeitgeist und Anforderungen optimal auf die Bedürfnisse vieler Single-Haushalte zugeschnitten ist.

Einpersonenhaushalte am häufigsten vertreten

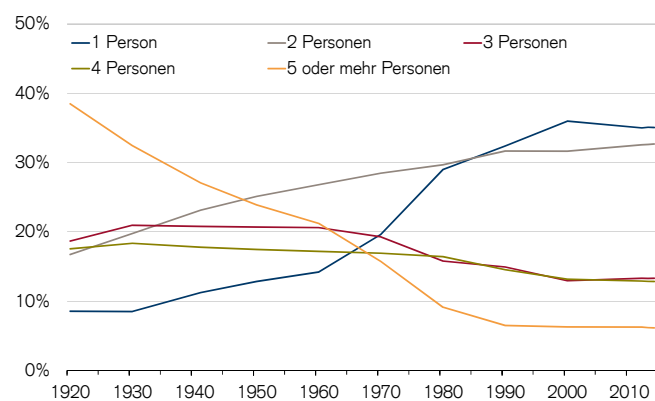
Einpersonenhaushalte sind heute mit einem Anteil von 35% die am häufigsten vertretene Haushaltsgrösse in der Schweiz und damit eine wichtige Nachfragegruppe auf dem Wohnungsmarkt. In absoluten Zahlen entfallen mehr als 1.25 Mio. von insgesamt über 3.5 Mio. Haushalten auf Einpersonenhaushalte. [Abbildung 18](#) zeigt die eindrucksvolle Entwicklung der letzten Jahrzehnte. Noch 1960 waren Einpersonenhaushalte mit 14% die am seltensten anzutreffende Haushaltsform, bevor sie vor allem in den 1960er- und 1970er-Jahren ihren Siegeszug antraten.

Einpersonenhaushalte stagnieren temporär

Zwischen 2000 und 2012 verloren die Einpersonenhaushalte wieder etwas an Gewicht und stagnieren seither. Dies hat vor allem mit demografischen Veränderungen zu tun.² Die Lebenserwartung von Männern nähert sich derjenigen von Frauen an und ermöglicht es daher mehr Paaren, auch in hohem Alter noch einen Haushalt zu teilen. Ökonomische Gründe spielen ebenfalls eine gewichtige Rolle. Die längere Ausbildungszeit und der starke Mietpreisanstieg gerade in den Zentren haben bei jungen Menschen das «Hotel Mama» wieder beliebter gemacht. Auch bei älteren Menschen können die hohen Mieten und Immobilienpreise in Zeiten knappen Wohnraums schwerer wiegen als der Nutzen des Alleinlebens, was eine weitere Zunahme des Anteils von Einpersonenhaushalten bremsen kann. Auf eine Umkehr des Trends in Richtung Einpersonenhaushalte zu schliessen, wäre dennoch verfrüht. Bis 2030 dürfte ihr Anteil auf gegen 38% steigen, weil die geburtenstarken Jahrgänge in ein Alter kommen, in welchem Einpersonenhaushalte häufiger vorkommen.

Abb. 18: Anteil Privathaushalte nach Anzahl Personen

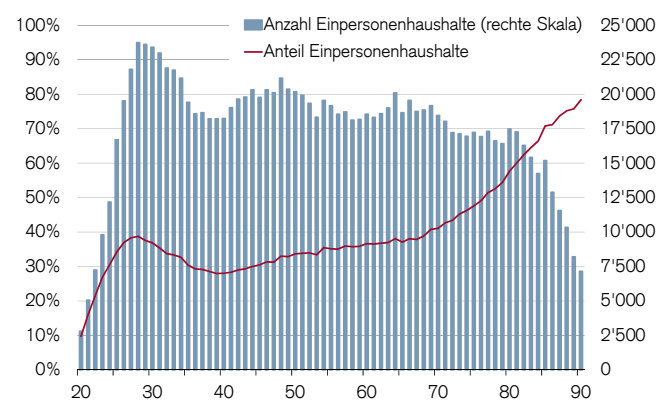
Entwicklung 1920 – 2014



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 19: Einpersonenhaushalte nach Alter

Linke Achse: Anteil an allen Haushalten; rechte Achse: Anzahl, 2014



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Überdurchschnittlich viele Senioren

Diese massive strukturelle Verschiebung der letzten Jahrzehnte hat die Nachfrage nach Wohnraum stark verändert. Einpersonenhaushalte sind in Bezug auf ihre Charakteristiken und Bedürfnisse auf dem Wohnungsmarkt jedoch nicht homogen, sondern gliedern sich in verschiedene Gruppen. Mehr als 41% aller allein lebenden Personen sind über 60 Jahre alt. Häufig ist das Alleinleben in dieser Altersklasse nicht bewusst gewählt, sondern vielmehr Folge davon, dass der Lebenspartner verstorben ist und allfällige Kinder bereits ausgezogen sind. Der Anteil der Einpersonenhaushalte steigt mit wachsendem Alter ([vgl. Abb. 19](#)). Bei den 85-Jährigen liegt er bereits bei über 70%. Nach dem Tod des Partners ändert die Wohnsituation aber erstaunlich

² Vgl. Statistisches Amt Kanton Zürich (2015): «Einpersonenhaushalte verlieren etwas an Bedeutung»

selten. Im Falle von Wohneigentum möchten die liebgewonnenen eigenen vier Wände nicht aufgegeben werden – der Verlust des Partners bringt schon genügend Veränderungen. Bei Mietwohnungen kommen zudem finanzielle Überlegungen zum Tragen. Infolge des geltenden Mietrechts ist die aktuelle Marktmiete für eine kleinere Wohnung in vielen Fällen höher als die Miete in der bestehenden grösseren Wohnung. Daher leben gerade ältere Einzelpersonen überdurchschnittlich oft in (zu) grossen Wohnungen.

Individualisierung fördert Single Living

Die zweite bedeutende Gruppe von Einpersonenhaushalten sind junge Erwachsene. Zwischen 20 und 28 Jahren steigt der Anteil Alleinlebender im Zug einer zunehmenden Partizipation am Berufsleben von 10% auf beinahe 39%. Bei jungen Erwachsenen ist das Leben alleine heute im Gegensatz zu früher häufig nicht mehr nur temporärer Natur – beispielsweise als kurze Etappe zwischen dem Auszug bei den Eltern und der Familiengründung –, sondern vielmehr eine bewusste Lebensentscheidung in einer zunehmend individualisierten Gesellschaft.

Treiber für die Zunahme von Einpersonenhaushalten

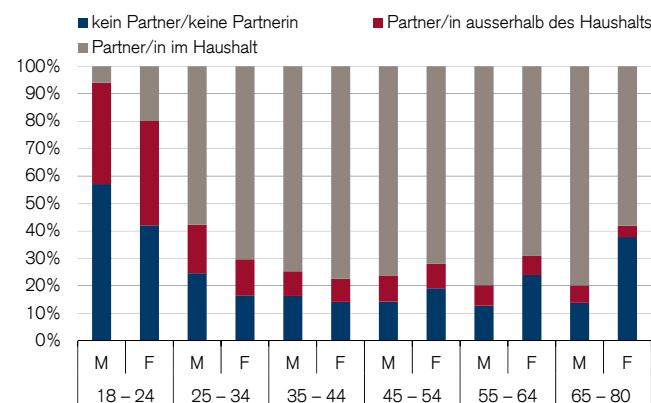
Die Zunahme junger Einpersonenhaushalte wird gleich durch mehrere Faktoren begünstigt. Erstens trägt die stark gestiegene Partizipation der Frauen am Berufsleben dazu bei, traditionelle Familien- und Haushaltsstrukturen aufzubrechen. Zweitens ermöglicht es der stark gestiegene Wohlstand einer immer breiteren Bevölkerungsschicht überhaupt erst, alleine zu leben. Drittens bevorzugen immer mehr Menschen gerade in jungen Jahren ein unabhängiges Leben. So haben gemäss jüngsten Befragungen des Bundesamts für Statistik 25% der 25- bis 34-jährigen Männer und 17% der 25- bis 34-jährigen Frauen keine(n) Partner(in). Des Weiteren erlaubt die (Re-)Urbanisierung den einfacheren Kontakt mit Gleichgesinnten. Eine wichtige Rolle spielen dabei moderne Kommunikationsformen, dank derer man jederzeit und überall mit Mitmenschen in Kontakt treten kann. Die Tatsache, dass der Anteil der Einpersonenhaushalte in den letzten Jahren leicht rückläufig war, hat weniger mit einer Abkehr von individualisierten Lebensentwürfen zu tun als vielmehr mit demografischen und ökonomischen Gründen.

Living Apart Together (LAT)

Aber nicht nur Singles leben alleine. Gerade junge Erwachsene leben trotz Beziehung oft nicht mit ihrem Partner zusammen. 13% der 25- bis 34-jährigen Frauen haben zwar einen Partner, leben aber nicht mit diesem zusammen (vgl. Abb. 20). Bei den 25- bis 34-jährigen Männern liegt dieser Anteil mit 18% noch höher. Mit steigendem Alter sinkt der Anteil der Personen in einer Beziehung, die nicht mit ihrem Partner zusammenleben. Die individualisierte und mobile Gesellschaft hinterlässt indes zunehmend auch in Partnerschaften in späteren Lebensabschnitten ihre Spuren. Zehn Prozent der über 35-Jährigen lebt trotz Beziehung nicht mit dem Partner zusammen. Beinahe zwei Drittel aller «Living Apart Together»-Beziehungen (LAT) sind bewusst gewählt und nicht durch äussere Umstände (z.B. berufsbedingt, Fernbeziehung) bestimmt. In beinahe jedem zweiten Fall wird als Hauptgrund für solche LAT-Beziehungen die Wahrung der eigenen Unabhängigkeit genannt. Knapp die Hälfte aller LAT-Paare will das separate Wohnen auch künftig beibehalten.

Abb. 20: Beziehungsstatus nach Alter

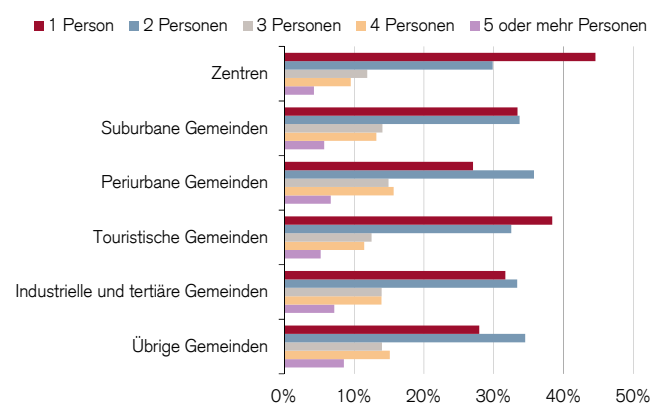
M = Männer, F = Frauen, Anteil in %, 2013



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 21: Anteil der Haushaltsgrössen nach Gemeindetyp

Anteil in %, 2014



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Zentren und Tourismusgemeinden als Schwerpunkte

Einpersonenhaushalte sind überdurchschnittlich häufig in den Zentren anzutreffen, die sich sehr gut für einen individualisierten Lebensstil eignen. Dank der vielen Kultur- und Freizeitmöglichkeiten kommen Alleinstehende hier schnell und einfach mit Gleichgesinnten in Kontakt. Im Durchschnitt machen Einpersonenhaushalte in den Zentren 45% aller Haushalte aus (vgl. Abb. 21). Spitzenreiter bei den Zentren ist die Stadt Genf mit einem Anteil von knapp 51%. Auffallend ist mit 38% aber auch der hohe Anteil an Einpersonenhaushalten in den Tourismusgemeinden. Vereinzelt, wie beispielsweise in St. Moritz mit 49%, sind Alleinlebende sogar häufiger als in den meisten Zentren anzutreffen. Dem ist so, weil Beschäftigte in der Tourismusbranche oft nur in der (Haupt-) Saison vor Ort sind und in dieser Zeit alleine in Kleinwohnungen leben. Ihr eigentlicher Lebensmittelpunkt mit Familien, Freunden oder Partner liegt anderswo.

3-Zimmer-Wohnungen als häufigste Wohnform bei den unter 60-Jährigen

Allein lebende Menschen unter 60 Jahren leben mit 35% am häufigsten in 3-Zimmer-Wohnungen (vgl. Abb. 22). Dieses auf den ersten Blick etwas erstaunliche Resultat ist mit der Individualisierung und der Befriedigung der eigenen Wohnbedürfnisse erklärbar. Das Leben alleine wird nicht mehr nur als kurze Übergangsphase betrachtet, und es soll keine Kompromisse beinhalten. Entsprechend häufig wird neben einem Wohn- und Schlafzimmer ein drittes Zimmer, beispielsweise ein Arbeitszimmer, nachgefragt. Am zweithäufigsten werden mit einem Anteil von 32% 2-Zimmer-Wohnungen gewählt. Darauf folgen 1- und 4-Zimmer-Wohnungen mit jeweils 14%. Zwar dürfte der hohe Anteil bei 4-Zimmer-Wohnungen zumindest teilweise auf ein unfreiwilliges Leben alleine, beispielsweise infolge des Endes einer Partnerschaft, zurückzuführen sein, aber auch hier dürften viele Alleinstehende bewusst so viel Wohnraum wählen. Dass nicht noch mehr Einzelpersonen in Wohnungen mit mehr als zwei Zimmern leben, ist in erster Linie auf das hohe Mietpreisniveau in der Schweiz zurückzuführen. So haben beispielsweise in der Stadt Zürich Wohnungen mit mehr als zwei Zimmern bei Einpersonenhaushalten nur einen Anteil von 39% (CH: 54%).

Grosse Mehrheit der unter 60-Jährigen lebt in einer Mietwohnung

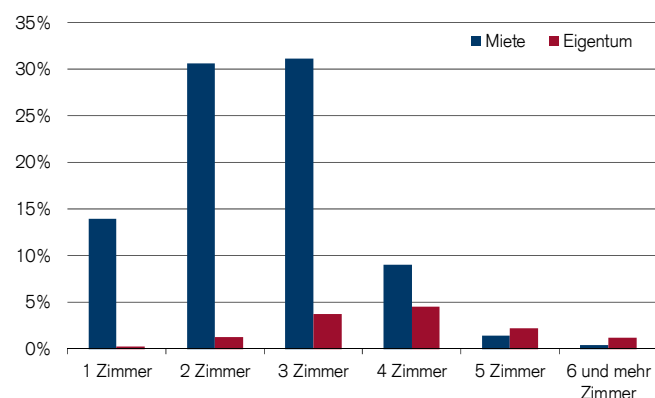
Ein Grossteil aller allein lebenden unter 60-Jährigen lebt in Mietwohnungen, was an sich nicht erstaunlich ist (vgl. Abb. 22). Einerseits ist Wohneigentum speziell in den Zentren für viele unerschwinglich, und andererseits widerspricht der Erwerb von Wohneigentum gerade bei jungen Menschen der gewünschten Flexibilität. Etwas überraschend ist mit 87% vielmehr das Ausmass der Präferenz für die Mietwohnung. LAT-Paare, die das Leben alleine bewusst wählen und auch in Zukunft beibehalten möchten, sind dagegen eher bereit, Wohneigentum zu erwerben – sofern die finanziellen Möglichkeiten gegeben sind.

Ältere Einzelpersonen leben in grösseren Wohnungen

Etwas anders sieht das Bild bei den Einpersonenhaushalten ab 60 Jahren aus. Zwar ist auch hier die 3-Zimmer-Wohnung mit 36% am stärksten vertreten (vgl. Abb. 23), aber 37% leben in Wohnungen mit vier und mehr Zimmern. Zudem liegt der Anteil von Wohneigentum mit 36% beinahe auf gleichem Niveau wie die gesamtschweizerische Wohneigentumsquote. Hier zeigt sich das zuvor beschriebene Phänomen, wonach im Alter infolge des Ablebens des Partners häufig unfreiwillig alleine gelebt und die Wohnsituation im Anschluss nicht angepasst wird.

Abb. 22: Wohnsituation Einpersonenhaushalte, < 60

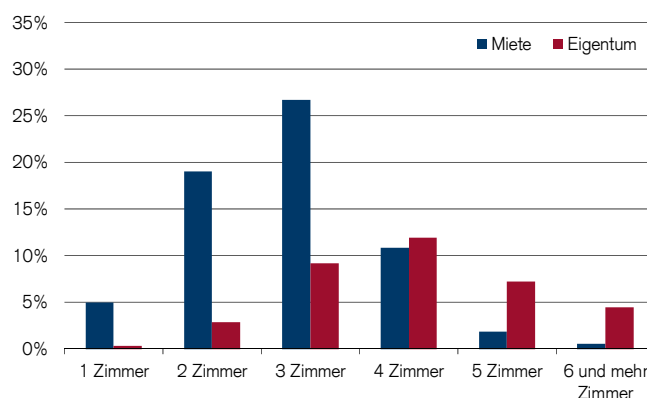
Anteil an allen Einpersonenhaushalten, unter 60 Jahren



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 23: Wohnsituation Einpersonenhaushalte, 60+

Anteil an allen Einpersonenhaushalten, 60 Jahre und älter



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Trend zu Mikroapartments

Zum Anstieg der Einpersonenhaushalte gesellt sich neuerdings ein Wiederaufkommen von Mikroapartments oder Kleinwohnungen, die den Bedürfnissen und Anforderungen der Alleinlebenden in idealer Weise entsprechen. Teure Wohnkosten in den Zentren verlagern den Fokus der Nachfrage auf kleinere Wohnungen. Platzsparende technologische Entwicklungen (Digitalisierung, Sharing Economy) und ein wachsendes Dienstleistungsangebot frei Haus (Reinigung, Verpflegung usw.) haben die Akzeptanz von kleinen Flächen erhöht. Diese passen hervorragend zum neuen Lifestyle des Minimalismus. Für Investoren sind Mikroapartments eine interessante Wohnform, da deren Mieterträge pro Quadratmeter höher liegen als bei grösseren Wohnungen, die Zielgruppen sehr vielfältig sind (Studenten, Berufseinsteiger, Geschiedene, Langdistanzpendler, Wochenaufenthalter usw.) und Privatanleger derartige Wohnungen gerne zu Anlagezwecken erwerben.

In der Schweiz noch in den Kinderschuhen, ...

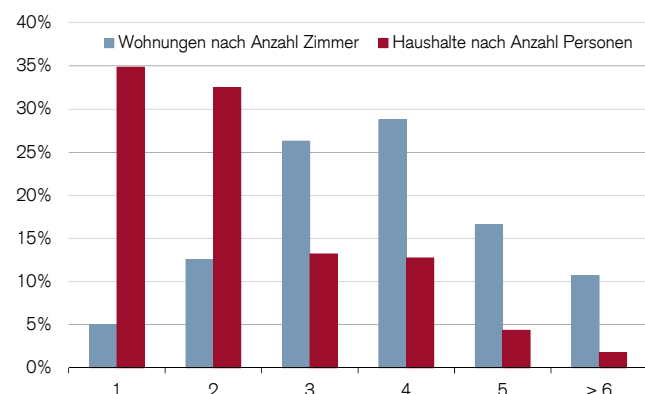
In der Schweiz haben Mikroapartments noch wenig Fuss gefasst. 69% aller Wohnungen, die seit 2000 zusätzlich auf den Markt gekommen sind, haben vier Zimmer oder mehr. 1- und 2-Zimmer-Wohnungen machten gerade einmal 11% des gesamten Reinzugangs in diesem Zeitraum aus. Dies im Gegensatz zum Ausland, wo sich bereits erste Unternehmen auf das Mikrowohnen spezialisieren. Typischerweise handelt es sich bei solchen internationalen Projekten um Kleinwohnungen mit 20 – 30 m² Wohnfläche. Vereinzelt sind sogar Wohnungen mit deutlich weniger als 20 m² zu finden. Trotz kleinster Fläche soll dem Mieter aber eine voll ausgestattete Wohnung mit Bad, Kochmöglichkeit sowie Schlaf- und Wohnbereich geboten werden. Dies erfordert eine funktionale Einrichtung, um den engen Raum optimal zu nutzen. Häufig sind solche Objekte voll oder zumindest teilweise möbliert. Bisweilen werden weitere Dienstleistungen, wie etwa die regelmässige Reinigung der Wohnung, angeboten.

... aber das Angebot beginnt zu reagieren

In den letzten Jahren hat jedoch auch in der Schweiz eine Trendwende eingesetzt. Nachdem zu Beginn des neuen Jahrtausends mit nur 922 Wohnungen innerhalb von fünf Jahren kaum noch Kleinwohnungen erstellt wurden (vgl. Abb. 25), entstanden in den letzten fünf Jahren 2649 Kleinwohnungen mit weniger als 30 m². Bei vielen davon dürfte es sich jedoch noch nicht um den neuen Typ von Mikroapartments mit Dienstleistungen handeln. Dass diese Wohnform ein grosses Nachfragepotenzial aufweist, zeigt auch die Abbildung 24. Einpersonenhaushalte machen 35% aller Haushalte aus. Wohnungen mit ein bis zwei Zimmern, die für diese Haushalte geeignet wären, haben dagegen nur einen Anteil von 18% am Wohnungsangebot. Dies gilt generell auch für Zweipersonenhaushalte. Absolut betrachtet stehen rund 2.4 Mio. Kleinhaushalte (mit ein oder zwei Personen) lediglich 1.6 Mio. 1- bis 3-Zimmer-Wohnungen gegenüber. Die vorherrschende Wohnstruktur bietet für das Wachstum der Kleinhaushalte demnach keine adäquaten Lösungen und schafft grundsätzlich Raum für passendere Angebote.

Abb. 24: Vergleich von Haushalts- und Wohnungsgrössen

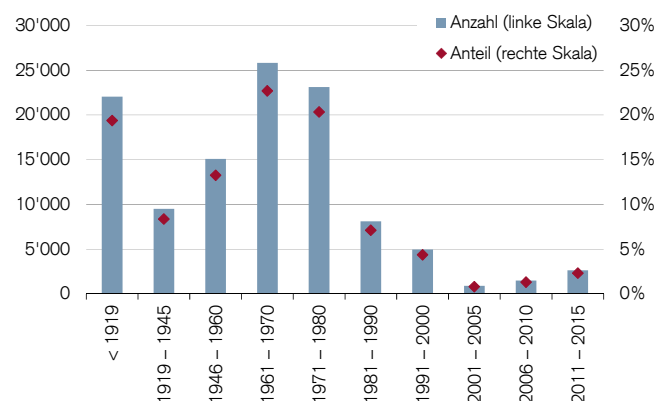
Wohnungen nach Anzahl Zimmer, Haushalte nach Anzahl Personen



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 25: Erstellte Mikroapartments nach Bauperiode

Mikroapartments definiert als Wohnungen < 30 m²



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Mikroapartments als Lösung für das Platzproblem an zentralen Lagen

Entscheidend für den Erfolg von Mikroapartments sind eine zentrale Lage und eine sehr gute Anbindung an den öffentlichen Verkehr (ÖV). Auch in der Schweiz, in Städten wie Zürich und Genf, wo Wohnraum selbst für Schweizer Verhältnisse teuer ist und kaum freier Wohnraum zur Verfügung steht, ist das Absatzpotenzial für solche Mikroapartments gegeben. Indem sie die Raumeffizienz erhöhen und auf reduzierter Fläche eine vollständige Wohnung bieten, bekämpfen Mikroapartments das Platzproblem in den Zentren. Entsprechend dürfte die Nachfrage in Zu-

kunft weiter steigen. Mikroapartments sind aber nicht unumstritten. Absolut betrachtet sind die Mieten von Mikroapartments dank ihrer geringen Wohnfläche vergleichsweise tief. Aufgrund ihrer Bauweise, Ausstattung und des hohen Anteils an Installationen relativ zur Wohnfläche sind sie pro Quadratmeter jedoch kostspieliger als herkömmliche Wohnungen. Gemäss vereinzelter Kritikern kann ein längeres Verbleiben in Kleinstwohnungen zudem zu durch die Enge bedingtem Stress führen. Erfolgreiche Konzepte erweitern den begrenzten privaten Raum daher durch Gemeinschaftsflächen wie Dachterrassen mit Grillplätzen, Gemeinschaftsküchen, Spielecken und trendigen Waschplätzen, die ungezwungene Kontaktmöglichkeiten schaffen.

Auch multilokales Wohnen fördert Kleinwohnungen

Kleinwohnungen gewinnen aber auch aufgrund des zunehmenden Trends zum multilokalen Wohnen an Bedeutung. Gemäss einer Studie der ETH Zürich leben heute 28% der Schweizer multilokal,³ d.h. ihnen stehen zwei oder noch mehr Wohnungen zur Verfügung. Nach wie vor wird hierfür mit 68% als wichtigster Grund «Freizeit» angegeben. In diesem Fall verfügt der Haushalt häufig über eine Ferienwohnung. Aber auch wegen des Zusammenlebens mit dem Partner in mehreren Wohnungen (53%) oder wegen arbeits-/ausbildungsbezogener Gründe (24%) lebt heute eine beachtliche Anzahl von Menschen multilokal. Heute ist es nicht mehr aussergewöhnlich, wenn jemand aus beruflichen Gründen beispielsweise unter der Woche in einer kleinen Wohnung in Zürich wohnt (Pied-à-terre) und am Wochenende in Basel lebt, wo er aufgewachsen ist und wo Familie, Freunde und Partner zu Hause sind.

Clusterwohnungen als Alternative

Nicht für jeden Einpersonenhaushalt sind alle Wohnbedürfnisse beim Alleinleben abgedeckt. Zwar werden die eigenen vier Wände mit Bad und zumindest Kochnische gewünscht, aber man möchte auch das Zusammenleben mit anderen Menschen nicht missen. Hier bieten sogenannte Clusterwohnungen eine spannende Alternative für Einpersonenhaushalte. Die Idee hinter diesem Konzept ist, dass sich mehrere Kleinwohnungen mit Bad und Kochnische um gemeinsam genutzte, halböffentliche Räume – etwa Küche, Wohnzimmer, Hobbyraum oder Dachterrasse – gruppieren. Dabei müssen sich die einzelnen Cluster nicht zwingend auf Einpersonenhaushalte beschränken. Die Kombination der verschiedenen Cluster mit den Gemeinschaftsräumen bringt nicht nur Kommunikation und Interaktion mit den «Mitbewohnern» mit sich, sondern kann auch finanziell attraktiv sein. So kann ein Einpersonenhaushalt beispielsweise 35 m² Wohnraum exklusiv für sich nutzen, bezahlt für 50 m² Miete, kann aber im Endeffekt 95 m² nutzen. Insbesondere in Städten, wo Wohnraum teuer und die Anzahl Einpersonenhaushalte hoch ist, können Clusterwohnungen eine interessante Ergänzung zu herkömmlichem Wohnraum sein.

Mikroapartments und Clusterwohnungen bleiben Nischen

Auch wenn innovative neue Wohnformen wie Mikroapartments und Clusterwohnungen die Möglichkeiten für Einpersonenhaushalte erweitern, handelt es sich letztlich um Nischen, die an einzelnen, spezifischen Standorten funktionieren. Hierfür kommen in erster Linie Zentren mit hohem Mietpreisniveau und tiefen Leerständen in Frage. Investoren müssen potenzielle Standorte solcher Nischenprodukte detailliert auf ihre Eignung abklären. Bei der Planung von neuem Wohnraum für Einpersonenhaushalte gilt es zudem das Mietpreissegment im Auge zu behalten. Ausschliesslich auf Einkommensbasis könnten sich 43% aller Einpersonenhaushalte in der Schweiz eine Mietwohnung mit einer Monatsmiete von CHF 2000 netto leisten.⁴ Die wenigsten werden aber tatsächlich bereit sein, ein Drittel ihres Einkommens für Wohnen auszugeben. Vielmehr dürfte die Obergrenze für viele Mieter bei 20% bis 25% ihres Einkommens liegen. Tatsächlich bezahlen heute bloss 4% aller Einpersonenhaushalte CHF 2000 oder mehr Miete im Monat. Das heutige Mietpreisniveau ist in erster Linie durch ältere Bestandsliegenschaften geprägt und darf daher nicht als Benchmark für die Mieten von Neubauten herangezogen werden. Gerade in den Zentren mit ihren vielfältigen und auf Einpersonenhaushalte zugeschnittenen Dienstleistungsangeboten ist die Zahlungsbereitschaft pro Quadratmeter aufgrund der dort vorherrschenden Preisniveaus höher. Dies gilt insbesondere für neue Wohnformen wie Mikroapartments und Clusterwohnungen, die dank kompakter Raumnutzung zentrales Wohnen auch für mittlere Budgets erschwinglich machen und gleichzeitig eine interessante Nische für Investoren darstellen.

³ Vgl. Schad et al., ETH Wohnforum – ETH CASE (2015): «Multilokales Wohnen in der Schweiz»

⁴ Annahme, dass die Miete nicht mehr als ein Drittel des Bruttoeinkommens ausmachen darf.

Mietwohnungen

Mit Volldampf in den Abschwung

Nachdem sich Marktbeobachter und Medien jahrelang auf den Wohneigentumsmarkt konzentriert haben, verschiebt sich dieser Fokus nun zunehmend auf den Mietwohnungsmarkt. Das seit über zwei Jahren vorherrschende Negativzinsumfeld und der damit verbundene Anlagenotstand haben zu einem eigentlichen Run auf Renditewohnliegenschaften geführt. Das hohe Interesse – vorab seitens institutioneller Anleger – an dieser Anlageklasse hat einen Bauboom ausgelöst. Gleichzeitig sind die Zuwanderung und damit die Nachfrage nach Mietwohnungen deutlich rückläufig. Während die Risiken im Markt folglich steigen, dürfen sich Mieter über eine einfachere Wohnungssuche und immer öfter auch über tiefere Mieten freuen.

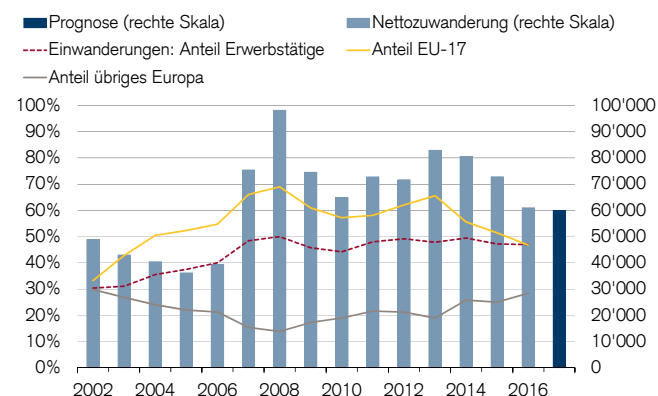
Nachfrage: Deutlicher Rückgang

Zuwanderung auf tiefstem Stand seit Einführung der vollen Personenfreizügigkeit

Der fortschreitende Rückgang der Zuwanderung dämpft die Mietwohnungsnachfrage. Mit einer Nettozuwanderung von schätzungsweise 61'000 Personen war die Zuwanderung 2016 das dritte Jahr in Folge rückläufig und erreichte gar den tiefsten Stand seit Einführung der vollen Personenfreizügigkeit mit den EU-17-Staaten im Jahr 2007 (vgl. Abb. 26). Diese Abschwächung ist grösstenteils den EU-17-Staaten zuzuschreiben. Während diese 2013 noch 65% der Nettozuwanderung stellten, sank dieser Wert kontinuierlich und erreichte 2016 noch 47%. Dabei trägt praktisch jeder EU-17-Staat zum Rückgang bei. Auch die bis 2015 anhaltend starke Zuwanderung aus Frankreich, Italien und den osteuropäischen EU-8-Ländern hat sich inzwischen deutlich abgeschwächt. Die Gründe für die nachlassende Zuwanderungsdynamik sind sowohl im Zielland Schweiz als auch in den Herkunftsländern zu suchen (vgl. Abb. 27). In der Schweiz sorgte der Frankenschock 2015 für eine Delle in der Konjunktur (BIP-Wachstum 2015: +0.8%), die sich im vergangenen Jahr mit der erwarteten Verzögerung in einem Nullwachstum bei der Beschäftigung niederschlug. Gleichzeitig setzte sich im EU-Raum der Trend zu einer sinkenden Arbeitslosenquote fort.

Abb. 26: Nettozuwanderung

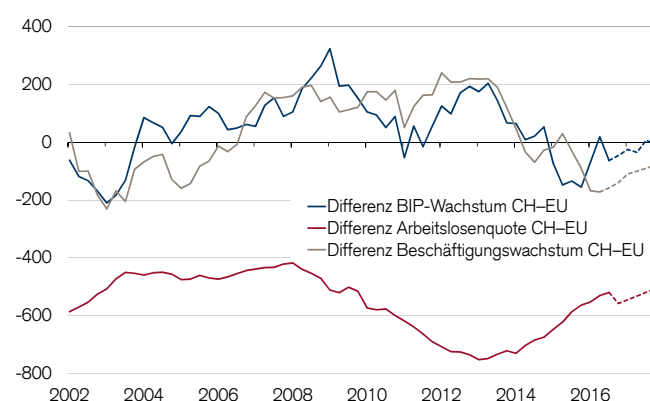
Rechte Skala: Nettozuwanderung der ständigen Wohnbevölkerung (ohne Registerkorrekturen, inklusive Nettoabwanderung der Schweizer)



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

Abb. 27: Konjunkturelle Entwicklung Schweiz versus EU

Differenz in Basispunkten (>0: Indikatorstand in der Schweiz höher als in der EU)



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft, Bundesamt für Statistik, Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

2017: Verlangsamter Rückgang der Zuwanderung

Wir erwarten, dass sich der Trend zu einer sinkenden Zuwanderung 2017 markant abschwächen und die Zuwanderung gegenüber dem Vorjahr folglich nur noch geringfügig zurückgehen wird. Schliesslich hat die Konjunktur im Inland wieder an Fahrt gewonnen (BIP-Prognose 2017: +1.5%), und auch die Beschäftigung dürfte 2017 wieder leicht steigen (+0.5%). Gleichzeitig erwarten wir für die EU einen weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit (4. Quartal 2016: 8.9%), wenn auch mit leicht gedrosselem Tempo. Nebst konjunkturellen Faktoren sprechen auch einige regulatorische Gegebenheiten gegen einen anhaltend starken Zuwanderungsrückgang: Seit dem 1. Juni 2016 gilt die volle Personenfreizügigkeit mit Rumänien und Bulgarien (EU-2). Diese

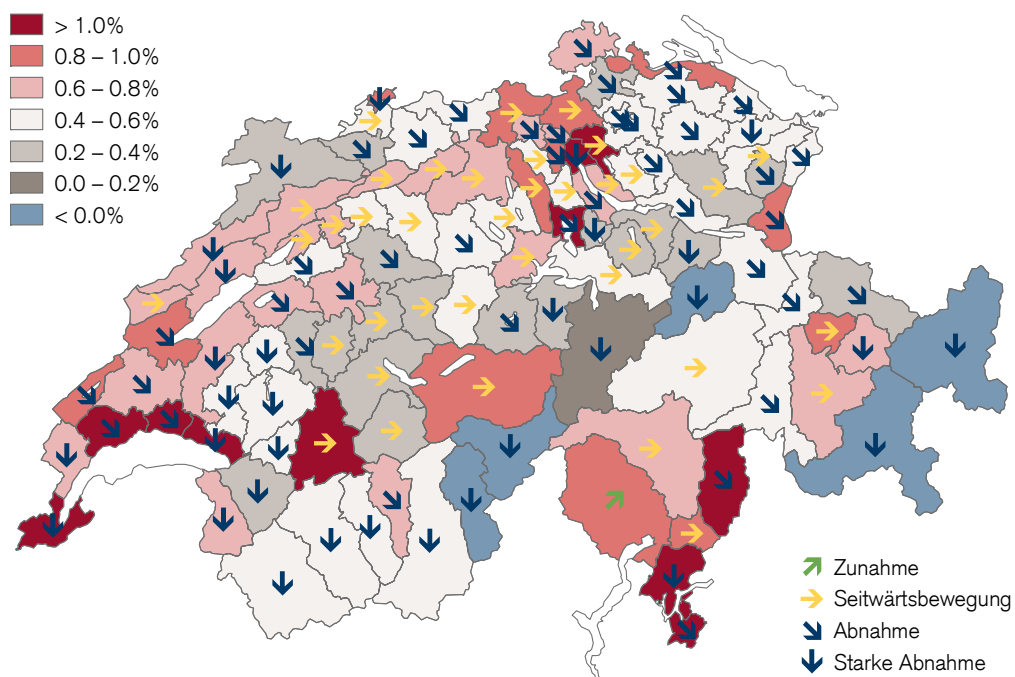
hat bereits für einen deutlichen Anstieg der Nettoeinwanderung aus diesen Staaten gesorgt (von 1700 Personen im Jahr 2015 auf 3300 im Jahr 2016). Noch nicht ins Gewicht fallen wird die per 1. Januar 2017 erfolgte Ausweitung der Personenfreizügigkeit auf Kroatien, da diese noch bis 2023 Kontingenten und einem Inländervorrang unterliegt. Weitere Faktoren, die 2017 die Zuwanderung stützen dürften, sind die Aufstockung der Drittstaatenkontingente um 1000 Personen und die anhaltend hohe Zahl laufender Asylentscheidungsprozesse (siehe unten). Insgesamt rechnen wir für 2017 mit einer Nettozuwanderung von rund 60'000 Personen.

Zuwanderungsrückgang regional breit abgestützt, aber unterschiedlich stark ausgeprägt

Betrachtet man die letztjährige Nettozuwanderung von Ausländern auf regionaler Ebene, fällt zunächst auf, dass mit Ausnahme von fünf Bergregionen alle Wirtschaftsregionen positive Wanderungssaldi aufwiesen (vgl. Abb. 28). Im Vergleich zum Durchschnitt der Jahre 2011 bis 2015 war 2016 jedoch bloss in einer der 110 Wirtschaftsregionen eine nennenswerte Zunahme der Nettozuwanderung zu verzeichnen (Locarno). In 38 Regionen entsprach sie dem langfristigen Mittel, während sich der Wanderungssaldo in 40 Regionen negativ und in 31 Regionen gar stark negativ entwickelte. Dabei sind gewisse regionale Muster augenfällig: Die Zuwanderung war insbesondere in beinahe allen französischsprachigen Regionen rückläufig. Ausgeprägt ist die Negativtendenz zudem in der Ostschweiz und in den Regionen westlich der Stadt Zürich. Auch alle Regionen der Grosszentren haben eine Abnahme (Lausanne, Bern) oder eine starke Abnahme (Zürich, Basel-Stadt, Genf) zu verzeichnen. Dagegen blieb die Zuwanderung 2016 in weiten Teilen des nordwestlichen Mittellands (Teile der Kantone Aargau, Basel-Landschaft, Solothurn und Bern) stabil.

Abb. 28: Nettozuwanderung der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung 2016

In % der ständigen Wohnbevölkerung 2015; Pfeile: Trend im Vergleich zum Mittel 2011 – 2015



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

Starker Rückgang dort, wo viele Portugiesen, Spanier und Deutsche leben ...

Ein Teil des räumlichen Musters der rückläufigen Zuwanderung lässt sich durch die Herkunftsstruktur der Zuwanderer erklären. Den in absoluten Zahlen mit Abstand stärksten Rückgang der Zuwanderer im Vergleich zur Periode 2011 bis 2015 stellte 2016 Portugal (–8400 Personen). Da sich Portugiesen überwiegend in der französischsprachigen Schweiz niederlassen – mehr als die Hälfte der portugiesischen Wohnbevölkerung der Schweiz ist in einem der fünf Kantone Genf, Waadt, Wallis, Neuenburg und Jura wohnhaft –, ist dieser Rückgang dort besonders stark spürbar. Hinzu kommt hier eine ebenfalls deutlich rückläufige Zuwanderung aus Spanien (–2200) und Frankreich (–300). Ein weiterhin sinkender Trend ist auch bei der Zuwanderung aus Deutschland auszumachen (–4100). Spürbar ist dies insbesondere in den Kantonen Thurgau, Schaffhausen, Basel-Stadt sowie Teilen des Kantons Zürich und der Zentralschweiz. Dort beträgt der Anteil der deutschen Staatsbürger an der gesamten ausländischen Wohnbevölkerung

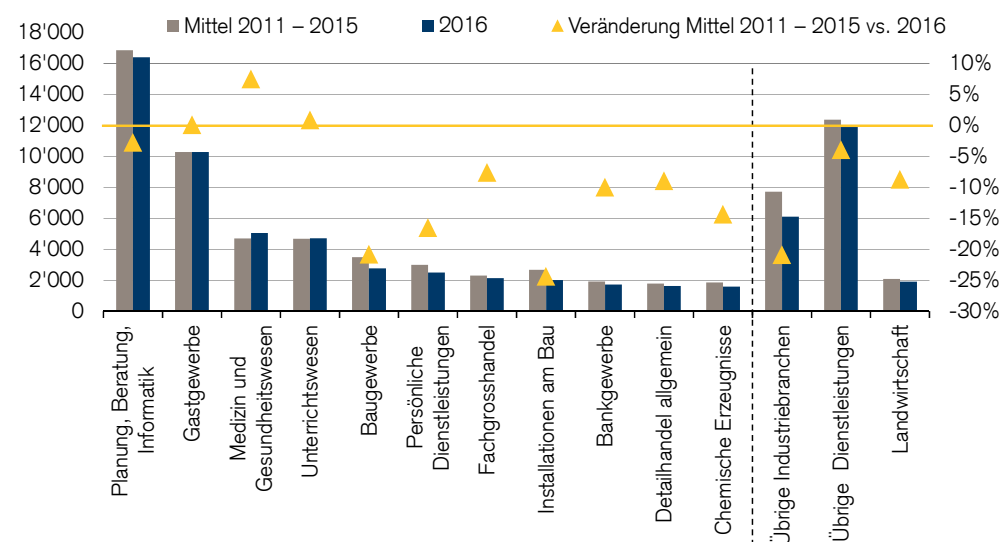
bis zu ein Drittel. Dass nur zwei der fünf Tessiner Regionen eine rückläufige Zuwanderung verzeichnen, liegt daran, dass noch immer relativ viele Italiener ihren Wohnsitz ins Tessin verlegen. Der Höhepunkt ist jedoch auch hier überschritten.

... und wo die Branchenkonjunktur leidet

Unterschiedliche Konjunkturverläufe in einzelnen Branchen tragen ebenfalls zur Erklärung der Zahl und Herkunft der Zuwanderer bei. Mit Ausnahme des Gastgewerbes, des Gesundheitswesens und des Unterrichtswesens stellten 2016 alle Branchen, in denen viele Zuwanderer tätig sind, weniger Immigranten ein als im Mittel der Jahre 2011 bis 2015 (vgl. Abb. 29). Mit einem Minus von bis zu 24% war der Rückgang im Baugewerbe und bei den Bauinstallationen, bei den persönlichen Dienstleistungen und in den übrigen Industriebranchen besonders stark. Dieses Bild widerspiegelt weitgehend die Entwicklung dieser Branchen im vergangenen Jahr. Der Beschäftigungsrückgang in der Bauindustrie – u.a. als Spätfolge des Baustopps für Zweitwohnungen – dürfte für den Rückgang der Zuwanderung insbesondere aus Portugal und Spanien mitverantwortlich sein. Für 2017 rechnen wir bei der Baubeschäftigung nur noch mit einem leichten Rückgang (Prognose 2017: –0.5%), während etwa beim Gastgewerbe, das mit strukturellen Schwächen und der Frankenstärke kämpft, ein Aderlass stattfinden dürfte (Prognose 2017: –1.0%). Insbesondere Tourismusregionen müssen sich folglich auf eine weiter rückläufige Zuwanderung einstellen.

Abb. 29: Erwerbstätige Zuwanderer nach Zielbranche

2016 und Mittelwert 2011 – 2015: Anzahl erwerbstätige Zuwanderer (linke Skala) und Veränderung in % (rechte Skala)



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Flüchtlingswelle wirkt der sinkenden Zuwanderung mit Verzögerung entgegen

Die Schweiz war kein Hauptschauplatz der europäischen Flüchtlingskrise von 2015. Trotzdem wurde auch hierzulande ein starker Anstieg der Asylgesuche verzeichnet (2015: 39'500). Im Verlauf des Jahres 2016 beruhigte sich die Situation unter anderem wegen der Schliessung der Balkanroute deutlich, sodass die Anzahl Asylgesuche auf 27'000 sank. Die Zahl der Asylgesuche, die noch in Bearbeitung sind (Asylentscheidungsprozess) ist jedoch weiterhin sehr hoch (vgl. Abb. 30). Trotz sinkender Anerkennungsquote könnte die Zahl der Asylgewährungen im Verlauf des Jahres 2017 also weiter steigen. Hoch bleiben dürfte auch die Zahl vorläufig aufgenommener Asylbewerber. Diese erscheinen nicht in der für obige Analysen verwendeten Ausländerstatistik, bleiben aber oft längerfristig in der Schweiz und beeinflussen folglich die Wohnungsnachfrage ebenfalls.

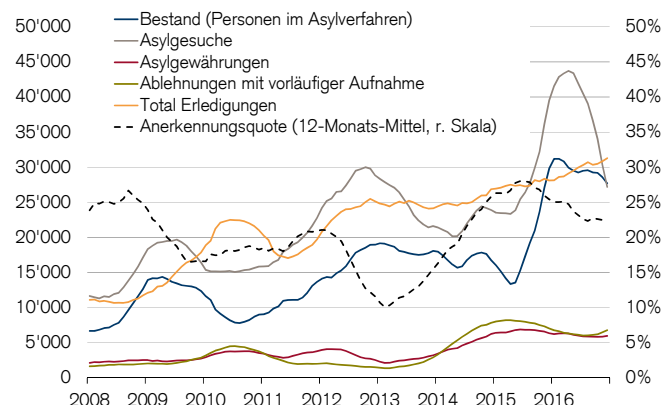
Masseneinwanderungsinitiative ohne dämpfende Wirkung

Knapp drei Jahre nach der Annahme der Masseneinwanderungsinitiative wurde ihre Umsetzung am 16. Dezember 2016 vom Parlament verabschiedet. Um die bilateralen Verträge mit der EU nicht zu gefährden, wurde im Ausführungsgesetz sowohl auf Kontingente und eine Schutzklausel als auch auf einen konsequenten Inländervorrang verzichtet. Hingegen müssen Unternehmen aus Branchen mit überdurchschnittlicher Arbeitslosigkeit den Arbeitsvermittlungsbehörden offene Stellen melden und dort registrierte Bewerber zu einem Gespräch empfangen. Zumindest im vorherrschenden Umfeld moderater Arbeitslosigkeit erwarten nicht, dass diese Gesetzesänderung die Zuwanderung dämpfen wird. Letztere bleibt jedoch im politischen Fokus. Auch wenn die Schweizerische Volkspartei auf ein Referendum gegen die Umsetzung ihres Volksbegehrens

verzichtet hat, könnte ein solches dennoch zustande kommen. Selbiges gilt für eine Initiative, die direkt auf die Abschaffung der Personenfreizügigkeit mit der EU abzielt. Ausstehend ist ausserdem die RASA-Initiative, welche die Masseneinwanderungsinitiative gänzlich rückgängig machen will. Sie wird den Stimmbürgern voraussichtlich Ende 2017 oder Anfang 2018 zusammen mit einem Gegenvorschlag des Bundesrats vorgelegt.

Abb. 30: Entwicklung im Asylwesen

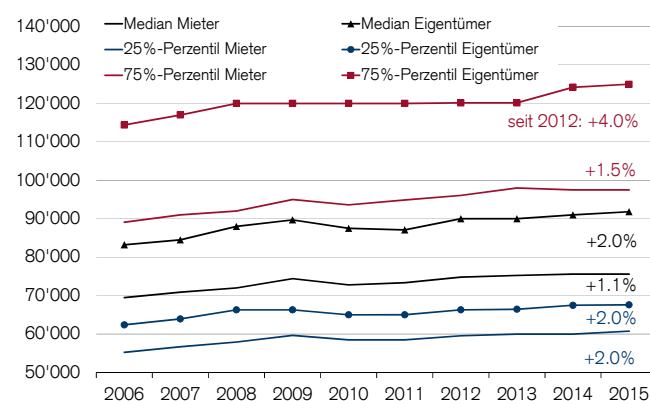
12-Monats-Summen; Bestand Asylprozess zum Monatsende



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Abb. 31: Bruttoeinkommen nach Wohnform

Erwerbstätige mit Mindestpensum von 80%, Perzentile des Bruttoeinkommens



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Verlagerung der Kaufkraft vom Miet- in den Wohneigentumsmarkt

Mit der zuwanderungsbedingt rückläufigen quantitativen Nachfrage nach Mietwohnungen erwächst dem Mietwohnungsmarkt eine zweite Belastung. Diese gesellt sich zu einer qualitativen Veränderung, die den Markt schon länger beeinträchtigt. Die Nachfrage wird bekanntermassen immer mehr von tieferen Kaufkraftschichten dominiert – zum einen, weil die Kaufkraft der Zuwanderer aufgrund neuer Herkunftsländer tendenziell sinkt (vgl. Kapitel direkte Immobilienanlagen, S. 68), zum anderen, weil die rekordtiefen Hypothekarzinsen der letzten Jahre viele kaufkräftige frühere Mieter ins Wohneigentum gelockt haben. Gemäss unseren Schätzungen beträgt die Wohneigentumsquote bei Erstwohnungen mittlerweile 39.1%; 2000 lag sie noch bei 34.6%. Ein Vergleich der Entwicklung der Bruttoeinkommen zwischen Mietern und Eigentümern (vgl. Abb. 31) zeigt, dass die Einkommen der Eigentümer in den durch Tiefzinsen geprägten Jahren seit 2012 stärker gestiegen sind als jene der Mieter, insbesondere die höheren Einkommen. Solange die Tiefzinsphase anhält, werden immer mehr einkommensstarke Mieter in das Eigentumssegment wechseln. Dies beeinflusst die Nachfrage nach Mietwohnungen der mittleren bis höheren Preissegmente weiterhin negativ, zumal immer weniger kaufkräftige Zuwanderer in die Bresche springen.

Angebot: Tiefzinsen verzögern Anpassung an Nachfrage

2017: Keine Abschwächung des Mietwohnungsbaus in Sicht

Trotz sinkender Nachfrage kamen 2016 schätzungsweise 24'000 Mietwohnungen auf den Markt (vgl. Abb. 32). Damit dürfte der Mietwohnungsbestand erneut um über 1% gewachsen sein. Ausserdem wurden Baugesuche für eine Rekordzahl von über 31'000 Wohneinheiten eingereicht. Wir erwarten daher für 2017 eine Zunahme des Reinzugangs auf über 26'000 Mietwohnungen. Dieser erneute Anstieg wird hauptsächlich in den sub- und periurbanen Gemeinden rund um die Grosszentren zu beobachten sein. In der 2. Jahreshälfte 2016 schwächte sich die Projektierungstätigkeit ausgehend von sehr hohem Niveau zwar leicht ab, in Anbetracht der hohen Arbeitsvorräte der Baufirmen und der lebhaften Planungstätigkeit dürfte die hohe Bautätigkeit aber sogar über 2017 hinaus anhalten.

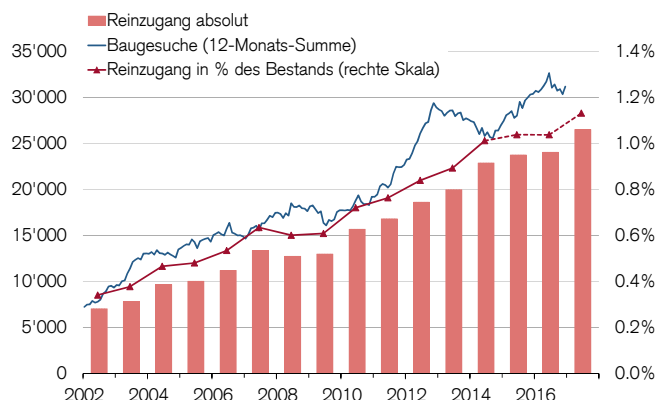
Agglomerationen zunehmend im Fokus

2017 sollte die Ausweitung insbesondere in den sub- und periurbanen Gemeinden um die Grosszentren – d.h. im Wesentlichen in den Agglomerationen rund um die Zentren – nochmals steigen (vgl. Abb. 33). Nach einer vorübergehenden Beruhigung dürfte dabei wieder die Westschweiz im Fokus der Bauherren stehen. Die im Verhältnis zum Mietwohnungsbestand höchste Ausweitung erwarten wir für Regionen abseits der Zentren, wie beispielsweise Gros-de-Vaud, Glâne-Veveyse und Sense. Im Wallis dürften vor allem die Regionen Leuk und Sierre zulegen, während in der Region Martigny nicht mehr ganz so viele Projekte in Planung sind wie im Vorjahr. Eher tief bleibt die Ausweitung in den Kantonen Jura und Neuenburg. In der Deutsch-

schweiz erwarten wir die höchste Ausweitung für die erweiterte Agglomeration Zürich, während die Entwicklung in der Stadt und in den Seeregionen voraussichtlich stabil verlaufen wird. Tendenziell etwas beruhigen dürfte sich der Mietwohnungsbau im Aargau – mit Ausnahme der Regionen Aarau und Freiamt. Im westlichen Mittelland verschiebt sich der Fokus tendenziell auf Solothurn, während im Kanton Bern mehrheitlich eine Seitwärtsbewegung zu beobachten ist. In der Ostschweiz ist das Bild heterogen. Eine hohe Ausweitung der Bautätigkeit erwarten wir im ganzen Rheintal, in Mittelbünden und im Domleschg.

Abb. 32: Reinzugang und Baugesuche Mietwohnungen

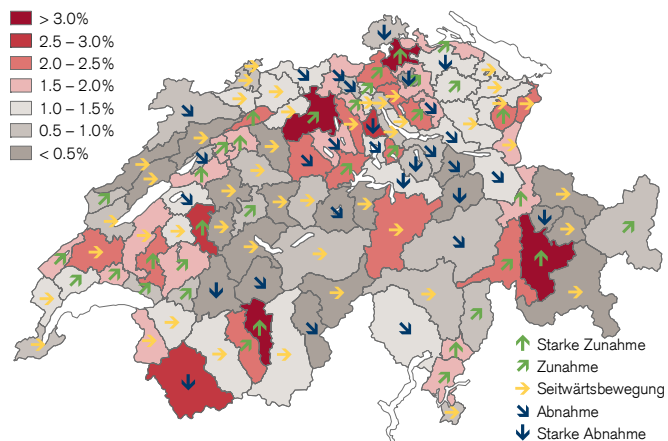
Reinzugang und Baugesuche in Wohneinheiten (linke Skala); Reinzugang in % des Mietwohnungsbestands (rechte Skala); 2015 – 2017: Schätzung/Prognose



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik, Baublatt

Abb. 33: Erwartete Ausweitung Mietwohnungen 2017

Erwartete Ausweitung in % des Mietwohnungsbestands; Pfeile: Trend im Vergleich zum Vorjahr



Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Geostat

Trotz hoher Leerstände wird in vielen Regionen ungebremsst geplant

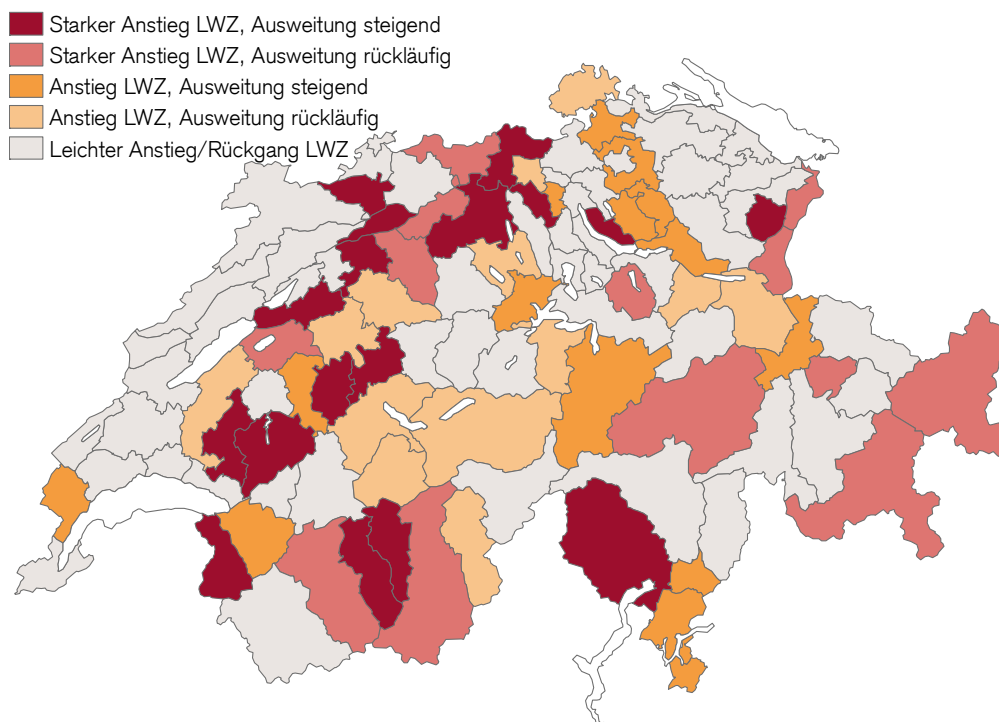
Nicht einmal überdurchschnittlich hohe Leerstände – im Vergleich zum langfristig üblichen Niveau in jeder Region – scheinen die Investoren von weiteren Projektentwicklungen abzuhalten. Aus [Abbildung 34](#) ist ersichtlich, wie sich die Ausweitung in Regionen mit höherer und stark höherer Leerwohnungsziffer (als historisch üblich) entwickelt. Unter den 30 Regionen mit stark höheren Leerständen zeichnet sich lediglich in 13 Regionen (hellrot eingefärbt) eine Korrektur der übermässigen Ausweitung ab. Es handelt sich dabei hauptsächlich um Regionen im Alpenraum, im Rheintal und in vereinzelten Teilen des Mittellands. In 17 Regionen dürfte die Ausweitung 2017 jedoch trotz bereits deutlich über dem regionalen Mittel liegender Leerstände weiter zunehmen. Dies gilt für die Aargauer Regionen Aarau, Brugg-Zürzach und Mutschellen, weite Teile des Kantons Solothurn sowie einzelne Regionen rund um Bern und im Kanton Freiburg. Insgesamt deutlich weniger ausgeprägt ist die Ausweitungproblematik in der Zentralschweiz und ganz im Westen des Landes – vom Jura bis zum Genfersee. Auch in den 28 Regionen mit als leicht erhöht eingestuftem Leerständen ist in 15 (dunkelorange eingefärbt) nicht mit einer baldigen Korrektur der übermässigen Ausweitung zu rechnen, womit die Leerstände in diesen Regionen gleichermassen ungebremsst zunehmen dürften.

Folge: Verdrängungswettbewerb um Mieter

Die anhaltende Bautätigkeit ist eine direkte Folge der weiterhin vorherrschenden Negativzinsen. Diese lassen die Renditen von Wohnliegenschaften im Vergleich zu anderen Anlagemöglichkeiten als derart attraktiv erscheinen, dass die Investoren fortgesetzt Kapital in Wohnimmobilien anlegen (vgl. [Kapitel direkte Immobilienanlagen](#), S. 66 ff.). Die Folgen sind ein Verdrängungswettbewerb um Mieter, von welchem Letztere zunehmend profitieren dürften. Aufgrund der hohen Preise und spiegelbildlich tieferen Renditen in den Zentren sowie angesichts der dort eingeschränkten Ausweitungsmöglichkeiten sind viele Investoren in eher periphere Regionen ausgewichen. Weil ihnen die Mieter dorthin nur partiell folgen, treten die höheren Leerstandsrisiken besonders in diesen Regionen zutage. Der Fokus der Bautätigkeit verschiebt sich daher wieder etwas stärker in Richtung der Zentren und ihren gut erschlossenen Agglomerationen.

Abb. 34: Ausweitung Mietwohnungsbestand in Regionen mit erhöhten Leerständen

Erwartete Ausweitung des Mietwohnungsbestands 2017 im Vergleich zum 5-Jahres-Mittel; Leerwohnungsziffer Mietwohnungen (LWZ) 2016: Abweichung vom regionalen langjährigen Mittel (2001 – 2016); starker Anstieg LWZ: Zunahme > 1.0 Prozentpunkte, Anstieg LWZ: Zunahme > 0.4 Prozentpunkte



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik, Baublatt, Geostat

Marktergebnis: Der Abschwung hat eingesetzt

Mietwohnungsmarkt kommt von zwei Seiten unter Druck

Der beschleunigte Nachfragerückgang bei gleichzeitig anhaltend hoher Investitionstätigkeit hinterlässt im Mietwohnungsmarkt zunehmend Spuren. Die Leerwohnungsziffer hat per Mitte 2016 von 1.77% auf 1.99% zugenommen (vgl. Abb. 35). Dies entspricht dem stärksten Anstieg und dem höchsten Niveau der letzten 15 Jahre. Kaum von Leerständen betroffen sind weiterhin die Grosszentren. Mieter ausserhalb der grossen Städte profitieren zusehends von mehr Auswahl und haben gute Chancen, mit begrenztem Aufwand ein passendes Objekt zu finden. Die Angebotsziffer von Mietwohnungen ist im Verlauf des letzten Jahres aus ihrem bisherigen Schwankungsbereich nach oben ausgebrochen. 4.0% des Mietwohnungsbestands waren Ende 2016 auf Online-Portalen zur Vermietung ausgeschrieben (Mittelwert der letzten zehn Jahre: 3.4%). Im Mittel blieb ein Inserat 43 Tage lang online – neun Tage länger als ein Jahr zuvor. Bei einem Viertel der Wohnungen überstieg die Insertionsdauer 121 Tage. Im laufenden Jahr dürfte sich die Situation weiter verschärfen. Während die Wohnungsabsorption aufgrund der schwächeren Zuwanderung kaum steigen dürfte, werden noch mehr neue Wohnungen auf den Markt gelangen als im letzten Jahr. Wir erwarten daher, dass sich der Anstieg der Leerstände weiter beschleunigt und sich die Absorptionszeiten nochmals verlängern.

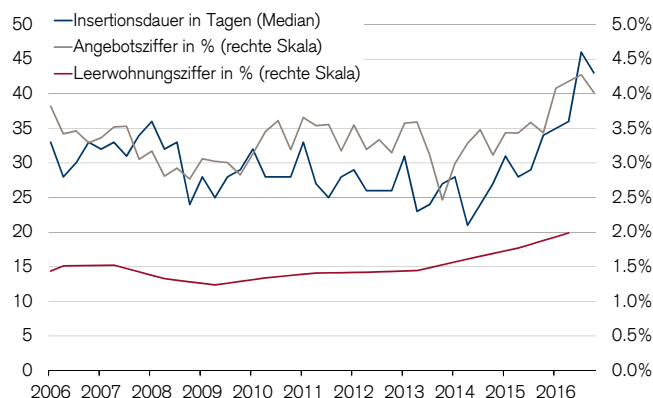
Hinauszögern von Mietpreisanpassungen mittels Anreizen

Sehen sich die Vermieter schwieriger werdenden Marktverhältnissen ausgesetzt, verstärken sie in der Regel als Erstes ihre Vermarktungsanstrengungen. Als Zweites wird oftmals die Vermarktungsstrategie geändert – und zuweilen auch gleich der Vermarktungspartner ausgewechselt. Fruchtet alles nichts, kommen sogenannte «Incentives» zum Einsatz, wie wir sie schon seit Längerem im Geschäftsflächenmarkt beobachten können. Diese reichen bei Mietwohnungen von Gutscheinen von Reinigungs- und Umzugsfirmen oder Lebensmittelhändlern über Geschenke wie E-Bikes oder Tablet-Computer bis hin zum Erlass einer oder mehrerer Monatsmieten bei Neuabschluss eines Mietvertrags. Die Vermieter versuchen damit, Zugeständnisse bei den Mietpreisen so lange wie möglich hinauszuzögern. Durch eine gezielte Suche nach entsprechenden Stichwörtern in über 2.5 Mio. Online-Wohnungsinseraten konnten wir seit 2014 einen solchen Trend zu Zusatzanreizen bestätigen (vgl. Abb. 36). Indessen handelt es sich bei Inseraten mit Incentives nicht um ein Massenphänomen, waren doch bisher in weniger als 0.5% der Inserate solche Zusatzanreize zu finden. Deren effektive Zahl dürfte allerdings noch etwas höher liegen,

da es schwierig ist, diese Inserate vollständig zu erfassen. Der Rückgang der identifizierten Incentives in den letzten Quartalen könnte darauf hinweisen, dass Zusatzanreize bereits nicht mehr ausreichen und Vermieter nicht mehr darum herumkommen, Zugeständnisse bei den Mietpreisen zu machen. Tatsächlich sind die in den Inseraten ausgeschriebenen Mieten ab 2015 gesunken und lagen Ende 2016 real um 1.0% unter dem Vorjahresniveau. Incentives bei der Vermarktung von Mietwohnungen könnten indessen 2017, wenn viele neue Wohnungen auf den Markt gelangen, allenfalls wieder häufiger werden.

Abb. 35: Zustandsindikatoren Mietwohnungsmarkt

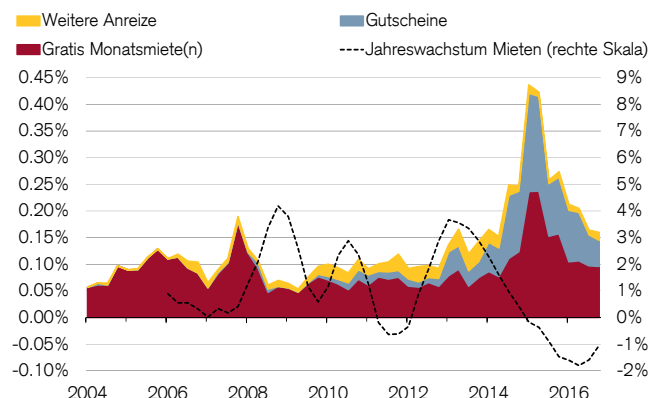
Angebots- und Leerwohnungsziffer in % des Mietwohnungsbestands



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

Abb. 36: Einsatz von Anreizen in der Vermarktung

Anteil der Inserate mit Zusatzanreizen und reales Mietpreiswachstum (Median-Angebotsmieten, gleitendes 4-Quartals-Mittel)



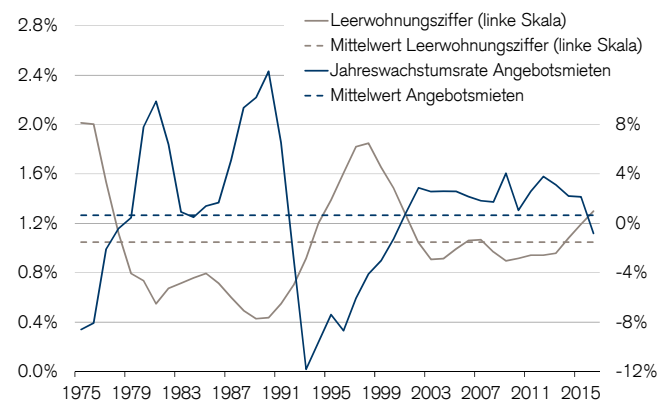
Quelle: Meta-Sys AG, Datastream, Credit Suisse

An Mietpreissenkungen führt kein Weg vorbei

Längerfristig führt in der jetzigen Marktsituation kein Weg an tieferen Mietpreisen vorbei, dafür sorgt der Marktmechanismus (vgl. Abb. 37). Mit 1.3% lag die Leerwohnungsziffer (Eigentum und Mietwohnungen) im vergangenen Jahr um 0.25 Prozentpunkte über dem 40-jährigen Mittel, das sich näherungsweise als Gleichgewichtswert betrachten lässt. Gleichzeitig hat sich das Wachstum der realen Angebotsmieten in den letzten drei Jahren kontinuierlich abgeschwächt und liegt mittlerweile im negativen Bereich. Von der Situation der 1990er-Jahre, als die Leerwohnungsziffer auf über 1.8% stieg und die Angebotsmieten kurzzeitig gar um mehr als 10% jährlich nachgaben, sind wir jedoch noch weit entfernt. Allerdings dürften sich sowohl die Leerstände als auch die Mieten im Verlauf des Jahres 2017 weiter von ihren Gleichgewichtswerten entfernen.

Abb. 37: Entwicklung Leerstände und Mieten

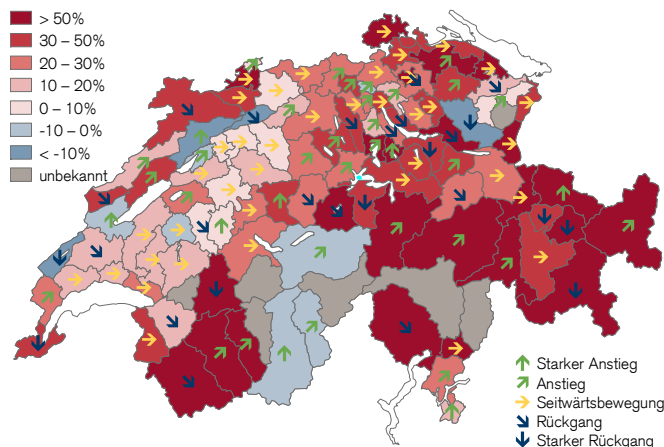
Angebotsmieten (qualitätsbereinigt, real) und Leerwohnungsziffer (inkl. Eigentum)



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Wüest Partner, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 38: Insertionsdauer und Mieten

Einführung: Abweichung der mittleren Insertionsdauer 2016 vom langfristigen regionalen Mittelwert (2006 – 2016), Pfeile: Jahreswachstum Angebotsmieten 2016



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse, Geostat

Entspannung erstreckt sich bis in die Zentren – wenn auch erst schwach

Der beschriebene Zusammenhang zwischen Leerständen und Mieten lässt sich auch im Querschnitt beim Vergleich der regionalen Entwicklung beobachten (vgl. Abb. 38). Anstelle der Leerwohnungsziffer betrachten wir hierfür die regionale Insertionsdauer, dargestellt als Abweichung von ihrem langfristigen Mittel. In ländlichen Regionen müssen Wohnungen typischerweise länger ausgeschrieben werden als in urbanen Gebieten. Deshalb ist diese Betrachtung hilfreich zur Identifikation von Ungleichgewichten, die sich letztlich auf die Entwicklung der Mietpreise auswirken können. Auffällig ist zunächst, dass die Insertionsdauer lediglich in 11 Regionen unter ihrem langjährigen Durchschnitt lag. Es handelt sich dabei grösstenteils um eher ländliche Gebiete mit einem zumeist hohen Ausgangsniveau. Mit drei Ausnahmen verzeichneten alle diese Regionen 2016 noch steigende oder stagnierende Angebotsmieten. Umgekehrt tendieren Regionen mit starker Zunahme der Insertionsdauer – mit einigen Ausnahmen, insbesondere im Kanton Graubünden – zu rückläufigen oder stagnierenden Mieten. Auch in allen fünf Grosszentren liegt die Insertionsdauer mittlerweile über ihrem langjährigen Durchschnitt. Obwohl Wohnungen in diesen Städten noch immer verhältnismässig schnell vom Markt absorbiert werden, deutet dies auf eine gewisse Entspannung dieser von Knappheit geprägten Märkte hin. 2016 reichte die Bandbreite der mittleren Insertionsdauer von 22 Tagen (Zürich) bis 34 Tagen (Basel-Stadt). Gleichzeitig stiegen die Angebotsmieten in diesen Städten nicht weiter und gingen im Falle von Genf gar deutlich zurück.

Mieter in immer besserer Position, ...

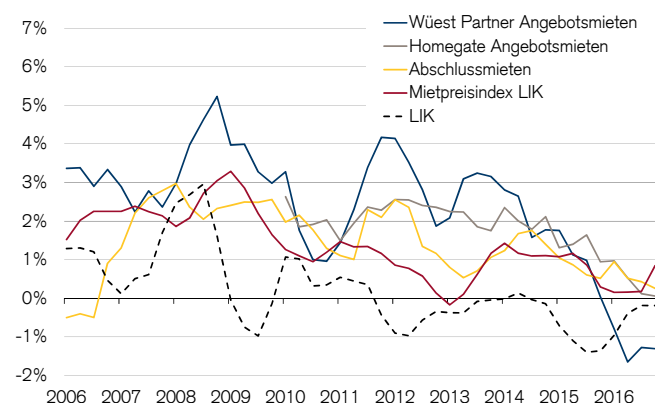
Abbildung 39 zeigt, dass sich das Auseinanderklaffen von Nachfrage und Angebot auf dem Mietwohnungsmarkt zunehmend auch in einem stagnierenden oder gar sinkenden Mietpreiswachstum bemerkbar macht. Die nominalen Mieten der effektiven Vertragsabschlüsse konnten bis zum 2. Quartal 2016 ihr Vorjahresniveau noch halten (+0.3%). Der Mietpreisindex des Bundesamts für Statistik, der Neumieten und Bestandsmieten abbildet, ist sogar wieder leicht gestiegen (+0.8%). Mit Blick auf die inserierten Mieten reichten die Schätzungen Ende 2016 von –1.3% (Wüest Partner) bis +0.1% (Homegate). Der Rückgang des Mietpreiswachstums gegenüber dem Vorjahr verstärkt sich noch, wenn statt nominale reale Werte betrachtet werden. Nach einem deutlichen Rückgang von 1.1% sind die Konsumentenpreise 2016 nur noch leicht gefallen (–0.4%) und dürften im laufenden Jahr sogar wieder leicht zunehmen (0.5%).

... besonders in den höheren Preissegmenten

Besonders stark hat die Mietpreisdynamik in den höheren Preissegmenten nachgelassen (vgl. Abb. 40). Bei den teuersten 10% der inserierten Wohnungen (90%-Perzentil) betrug das Minus zum Vorjahr Ende 2016 sogar 1.9%. Ähnlich wie beim Wohneigentum ist die Vermarktung von Mietwohnungen im Hochpreissegment anspruchsvoll geworden – zum einen, weil zu viele hochpreisige Wohnungen gebaut wurden, zum anderen, weil sich die Nachfrage nach Mietwohnungen strukturell in Richtung geringerer Kaufkraft verändert hat (vgl. Kapitel Immobilienanlagen, S. 66 ff.).

Abb. 39: Mietpreisindizes im Vergleich

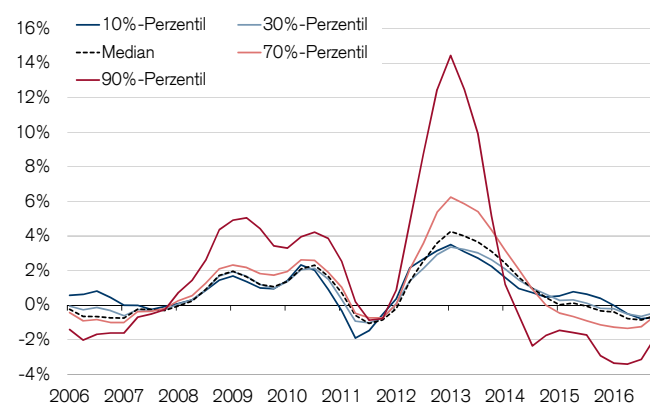
Jahreswachstum (nominal), LIK: Landesindex der Konsumentenpreise



Quelle: Wüest Partner, Homegate, Datastream, Credit Suisse

Abb. 40: Angebotsmieten nach Mietpreissegment

Jahreswachstum (nominal), gleitendes 4-Quartals-Mittel (nicht qualitätsbereinigt)



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Abwärtsdruck auf die Mieten dürfte 2017 weiter zunehmen

Da sich die Schere zwischen Angebot und Nachfrage weiter öffnet, rechnen wir für 2017 mit einem leichten Minus bei den Abschlussmieten. Auch Mieter in bestehenden Mietverhältnissen dürften ab Ende 2017/Anfang 2018 erneut von tieferen Mieten profitieren. Wir erwarten, dass der Referenzzinssatz per 1. Juni 2017 von 1.75% auf 1.5% gesenkt wird.

Ausblick Mietwohnungen 2017

Der Abschwung des Mietwohnungsmarktes, der im vergangenen Jahr eingeläutet wurde, setzt sich 2017 fort. Die Geldpolitik, die mittels Negativzinsen Ungleichgewichte (d.h. vor allem die Frankenstärke) beseitigen soll, hat im Inland ein neues Ungleichgewicht geschaffen: Die ultratiefen Zinsen verzerren die Anlageallokation und verursachen eine übermässige Produktion von Mietwohnungen. Sichtbar wird dies in der fehlenden angebotsseitigen Reaktion auf den Nachfragerückgang, der sich im vergangenen Jahr akzentuiert hat. Immerhin dürften die fortschreitende Erholung vom Frankenschock und der damit verbundene Konjunkturaufschwung bewirken, dass die Nettozuwanderung 2017 nur geringfügig unter dem Vorjahreswert bleiben und sich der Nachfragerückgang folglich in Grenzen halten wird. Die Ausweitung des Mietwohnungsbestands hingegen dürfte sich im Vergleich zum Vorjahr nochmals beschleunigen. Vermieter sehen sich demzufolge mit weiter steigenden Leerständen und Insertionszeiten konfrontiert. Die Überangebote dürften sich auch in den Agglomerationen immer stärker bemerkbar machen. Einzig in den Zentren, wo Bodenknappheit und eine hohe Regulierungsdichte das Angebotswachstum begrenzen, bleibt Wohnraum insgesamt knapp. Für Wohnungssuchende wird die Suche jedoch in weiten Teilen des Landes einfacher, und sie profitieren erstmals seit Jahren von tieferen Mieten. Dank einer weiteren Senkung des Referenzzinssatzes, die wir für Juni 2017 erwarten, kommen auch zahlreiche Mieter, die keinen Umzug planen, in den Genuss von Mietsenkungen.

Nachfrage

Ausgangslage: ↘

Ausblick: →

Die Nettozuwanderung dürfte sich wegen der Konjunkturerholung in Europa auch 2017 abschwächen. Wir erwarten einen Wanderungssaldo, der mit 60'000 Personen allerdings nur geringfügig unter dem Vorjahreswert bleiben dürfte. Die hohen Wohneigentumspreise und die regulatorischen Massnahmen verhindern zudem, dass viele Mieter ins Wohneigentum abwandern. Am stabilsten dürfte sich die Nachfrage nach Mietwohnungen in den günstigsten Preissegmenten entwickeln, also vor allem in den Agglomerationen der Grosszentren.

Angebot

Ausgangslage: →

Ausblick: ↗

Der von den Negativzinsen ausgelöste Boom im Mietwohnungsbau setzt sich fort. 2017 dürften über 26'000 neue Mietwohnungen auf den Markt kommen – rund 2000 mehr als im Vorjahr. Die Entwicklung der Baugesuche lässt darauf schliessen, dass die hohe Ausweitung des Mietwohnungsbestands mindestens bis ins Jahr 2018 anhalten wird.

Leerstände

Ausgangslage: ↗

Ausblick: ↗

Vor dem Hintergrund einer leicht rückläufigen Nachfrage und eines ungebremst wachsenden Angebots rechnen wir für 2017 erneut mit einem deutlichen Anstieg der Leerstände von Mietwohnungen. Am stärksten betroffen sein dürften Lagen ausserhalb der grösseren Städte und Wohnungen im Hochpreissegment. In den Grosszentren sollten sich die Märkte leicht entspannen, von Überangeboten kann hier jedoch weiterhin keine Rede sein.

Mietpreise

Ausgangslage: →

Ausblick: ↘

Das wachsende Überangebot wirkt sich dämpfend auf die Mieten neu abgeschlossener Verträge aus. Diese dürften daher leicht zurückgehen, die Angebotsmieten sogar deutlich. Ausserdem erwarten wir für Juni 2017 eine weitere Senkung des Referenzzinssatzes von 1.75% auf 1.5%. Vermieter dürften sich daher in der 2. Jahreshälfte mit einer steigenden Zahl von Mietzinssenkungsbegehren konfrontiert sehen.

Performance (Total Return)

Ausgangslage: ↘

Ausblick: ↘

Rückläufige Mieten und wachsende Leerstände hinterlassen zunehmend Spuren in den Mieterträgen. Dazu gesellen sich höhere Vermarktungs- und Sanierungsaufwände. Der Druck auf die Cashflow-Renditen dürfte 2017 daher zunehmen. Aufgrund der Negativzinsen und der folglich hohen Renditespreads bleibt die Nachfrage nach Wohnrenditeliegenschaften jedoch hoch, sodass die Wertänderungsrenditen weiterhin leicht positiv ausfallen dürften. Insgesamt rechnen wir jedoch mit etwas tieferen Gesamterträgen als im Vorjahr.

Exkurs Mietregulierung

Jahrzehntelanges Warten auf eine Mietwohnung

Die Schweiz verfügt über einen im weltweiten Vergleich sehr gut funktionierenden Mietwohnungsmarkt. Dieser fusst auf einem Kompromiss zwischen Mieterschutz und zurückhaltendem Markteingriff. Jüngst häufen sich die Angriffe auf dieses Modell, und es werden weitergehende Regulierungen gefordert. Eine übermässige Regulierung des Mietwohnungsmarktes ist jedoch mit Risiken für die Mieter verbunden, wenn die Marktkräfte ausgehebelt werden. Wir haben bereits in der Immobilienmarktstudie 2014 am Beispiel des Mietwohnungsmarktes in Genf auf die unbeabsichtigten Folgen für Mieter hingewiesen. Ein weiteres Beispiel, das wir nachfolgend vorstellen, ist der Mietwohnungsmarkt in Stockholm. In der Hauptstadt Schwedens äussern sich die Folgen der Mietregulierung in einer Wohnungsknappheit, wie sie in kaum einer anderen Stadt zu beobachten ist. Wer in Stockholm auf der Suche nach einer Mietwohnung ist, braucht vor allem eines: Geduld. Bis zu zwei Jahrzehnte kann es von der Bewerbung bis zum Einzug in eine Wohnung dauern.

Der Mietwohnungsmarkt in Schweden

Wohnungsbau in der Hand der Kommunen

Schweden ist der Prototyp eines Wohlfahrtsstaats. Das Land verfügt über einen grosszügigen sozialen Ausgleich, ein kostenloses Gesundheitssystem sowie ein umfassendes Netz an Kindertagesstätten. Auch die Wohnsituation der Bürger hat einen hohen Stellenwert: Ein Dach über dem Kopf gilt als eines der elementarsten Grundbedürfnisse. Aus sozialpolitischen Motiven hat Schweden daher in den 1930er-Jahren zu Zeiten grosser Wohnungsknappheit den Wohnungsbau in die Hände der Gemeinden, der sogenannten Kommunen, gelegt. Heutzutage leben ungefähr 36% aller Schweden zur Miete, rund die Hälfte davon in Wohnungen im Besitz von gemeinnützigen kommunalen Wohnungsunternehmen unter Mitfinanzierung durch den Staat. Hauptziel ist die Bereitstellung von attraktiven und qualitativ hochwertigen Wohnungen für jede gesellschaftliche Gruppe, unabhängig von ethnischem Hintergrund, Alter, Einkommen und familiärer Situation. Auch ärmere Bevölkerungsschichten sollen sich eine Wohnung an einer Toplage leisten können. Dies hat unter anderem zum Ziel, die soziale Durchmischung zu fördern und die Lücke zwischen Arm und Reich zu verkleinern. Aus sozialpolitischen Überlegungen, die in Schweden klar im Vordergrund stehen, scheint es daher naheliegend zu sein, den Mietwohnungsmarkt und insbesondere die Mietzinsen zu regulieren.

Mietzinse werden kollektiv verhandelt

Nach schwedischem Gesetz ist ein Mieter berechtigt, eine Wohnung so lange zu mieten wie er will, solange er sich an die Regeln hält. Beispiele aus dem Mietrechtsgesetz für einen Regelbruch sind nachteiliger Gebrauch, störendes Verhalten und Vertragsverletzungen verschiedenster Art, wie etwa das Nichtbezahlen der Miete. Aufgrund dieses Gesetzes ist eine Höchstmiete nach SABO, der Dachorganisation der kommunalen Wohnungsunternehmen, zwingend erforderlich, da die freie Festsetzung der Miete dieses Gesetz untergraben würde: Der Vermieter könnte beispielsweise die Miete so weit erhöhen, dass der Mieter diese nicht mehr bezahlen kann und die Wohnung verlassen muss. Die Mieten werden daher in jährlichen Verhandlungen zwischen den Liegenschaftseigentümern und der lokalen Mietergewerkschaft festgelegt. Der Prozess ist vergleichbar mit Kollektivvertragsverhandlungen auf dem Arbeitsmarkt. Massgebend für die Höhe der Miete sind zwei Faktoren. Erstens der Nutzen, den eine Liegenschaft generiert. Darunter fallen beispielsweise die Art der Liegenschaft, Ausbaustandard, Umgebung, Qualität der Liegenschaftsverwaltung und in gewissen Gemeinden auch die Lage. So kann für eine Attikawohnung mit grosszügiger Terrasse eine höhere Miete verlangt werden als für eine Wohnung im ersten Obergeschoss mit knappen Grundrissen. Zweitens werden auch Kostensteigerungen beim Unterhalt und bei der Verwaltung der Liegenschaft berücksichtigt. Anhand dieser Faktoren wird der Aufschlag auf die Gesamtmiete aller Liegenschaften im Portfolio bestimmt. Anschliessend werden die zusätzlichen Kosten auf die einzelnen Wohnungen verteilt und die Mieten entsprechend erhöht. Dieser Prozess wird in Schweden Gebrauchswertsystem genannt und ist im «Rent Negotiation Act» geregelt. Zudem können die Kriterien für die Festlegung des Nutzens einer Liegenschaft zwischen den Gemeinden variieren. In Malmö wird beispielsweise die Lage einer Liegenschaft miteinbezogen, währenddessen in Stockholm identische Wohnungen gleich viel kosten, unabhängig davon, ob sie am Stadtrand oder im Zentrum liegen.

Mietzinsen sind nach oben begrenzt

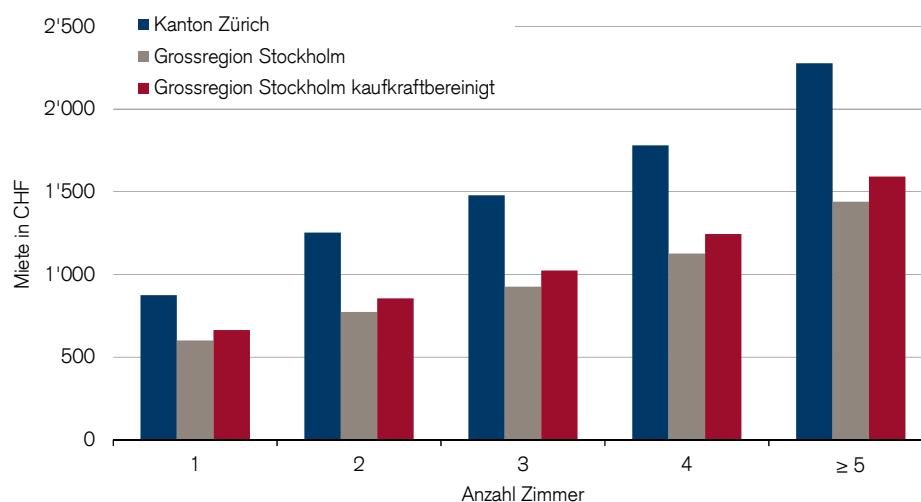
Mietwohnungen in Stockholm fast unerreichbar, dafür sehr günstig

Auch die andere Hälfte der Mietwohnungen, die sich in Privatbesitz befindet, ist von der Mietpreisfestlegung betroffen. Ihre Miete darf die Gebrauchswertmiete um maximal 5% überschreiten. Ein neu einziehender Mieter hat das Recht, sechs Monate nach Einzug in eine private Mietwohnung einen Vergleich anzuordnen. Dabei wird die bisher bezahlte Miete mit jener ähnlicher Objekte in der Umgebung verglichen. Vergleichsobjekte sind ausschliesslich Mietwohnungen, die sich im Besitz der kommunalen Wohnungsunternehmen befinden und deren Miete mittels Gebrauchswertsystem festgelegt wurde. Ist die bisher bezahlte Miete höher, muss sie gesenkt werden.

Schwedens Wohnpolitik schlägt sich in deutlich tieferen Nettomietzinsen nieder. Während der Konsum in der Schweiz generell bereits knapp ein Drittel teurer ist als in Schweden, klafft zwischen den Mietpreisen der Stadt Zürich und denjenigen in Stockholm gar eine noch grössere Lücke (vgl. Abb. 41). So zahlte man im Kanton Zürich im Jahr 2014 für eine 3-Zimmer-Wohnung durchschnittlich CHF 1479 pro Monat, während eine ähnlich grosse Wohnung in der Grossregion Stockholm umgerechnet lediglich CHF 926 kostete. Auch wenn man die Mietpreise in Stockholm zum Vergleich um die höhere Kaufkraft in der Schweiz bereinigt (CHF 1024), verbleibt ein grosser Unterschied. Die regulatorisch tief gehaltenen Mietzinsen in Stockholm haben ökonomisch gesehen jedoch trotzdem ihren Preis, der sich in mehr oder weniger gravierenden Marktverzerrungen – zum Beispiel die Rationierung – äussert.

Abb. 41: Mietzinsvergleich Zürich und Stockholm

Durchschnittliche Nettomietzinsen pro Monat für 1- bis 5-Zimmer-Wohnungen, 2014



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Knappheit und Rationierung als unmittelbare Folgen

Folgen der Mietzinsregulierung

Aufgrund der Festsetzung der Mietzinsen, die auch für private Liegenschaftseigentümer bindend ist, herrscht auf dem Mietwohnungsmarkt faktisch ein Höchstpreis. Wer in Schweden auf der Suche nach einer Mietwohnung ist, stellt entweder einen Antrag auf eine Wohnung bei einer Kommune oder versucht sein Glück auf dem privaten Mietwohnungsmarkt. Das erfordert jedoch Geduld. Wegen der Mietpreiseingriffe sind ältere Wohnungen sehr günstig und dadurch begehrt. Das bedeutet, dass niemand seine Wohnung kündigt, weil er für denselben Preis keine andere findet. Auch Wohnungen, die zum Beispiel nach dem Auszug der Kinder zu gross geworden sind, gelangen nicht mehr auf den Markt, was als Remanenzeffekt bezeichnet wird. Dies führt zu einem zu kleinen Angebot und einer Rationierung auf dem kommunalen Markt, was sich in Form langer Wartelisten widerspiegelt. In der Region Stockholm dauert es von der Antragsstellung bis zum Erhalt des Mietvertrags durchschnittlich acht Jahre. In der Innenstadt kann es sogar 20 bis 30 Jahre dauern. Die Zahl der vermittelten Wohnungen in den Stadtbezirken liegt jeweils bei weniger als 20 pro Jahr. Fast eine halbe Million Menschen haben derzeit einen Antrag auf eine Wohnung in Stockholm hängig – dies bei einer Bevölkerung von 1.4 Mio. Dass ausgerechnet in Schwedens Hauptstadt die Situation so prekär ist, ist nicht weiter verwunderlich. Grund dafür ist unter anderem die Tatsache, dass der Standort einer Liegenschaft bei der Mietpreisfestsetzung nur ungenügend berücksichtigt wird. Da die Marktmiete an ausserordentlich guter Lage be-

trächtlich höher ist als die regulierte Höchstmiets, ist der Nachfrageüberschuss in den Zentren grösser und sind die Wartelisten somit länger. Interessant ist zudem, dass ältere Wohnungen in der Innenstadt teilweise weniger kosten als Wohnungen in den Agglomerationen – was bei einer angemessenen Berücksichtigung der Lage sicherlich nicht der Fall wäre.

Zu geringe Bautätigkeit mangels Anreizen

Die Knappheit ist selbst eine direkte Folge der Mietzinsregulierung, weil Letztere mangels Anreizen eine geringe Bautätigkeit nach sich zieht. Das Angebot an Mietwohnungen konnte folglich mit dem Wachstum der Nachfrage, insbesondere nach Wohnungen in Stockholm, nicht mithalten. Die Investitionen im Bausektor bewegen sich auf einem tiefen Niveau: 2000 bis 2014 betrugen sie im Schnitt nur 3.4% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). In den benachbarten Ländern Dänemark und Finnland waren die BIP-Anteile der Bauinvestitionen im selben Zeitraum fast eineinhalbmal (4.9%) bzw. fast doppelt so hoch (6%). Gemäss SABO wurden zwischen 2008 und 2013 rund 150'000 Wohnungen gebaut – in Anbetracht des anhaltenden Bevölkerungswachstums rund 126'000 zu wenig. Bis 2020 dürften total 436'000 neue Wohnungen notwendig sein, insbesondere in den Städten, zumal auf dem Land kein Nachfrageüberschuss herrscht.

Gedeckelte Mietpreise entschädigen Risiken zu wenig

Infolge der faktischen Höchstmiets haben weder die kommunalen Wohnungsunternehmen noch die Immobilieninvestoren genügend finanzielle Anreize zum Bau neuer Mietwohnungen. Obwohl es bei Neubauten möglich ist, die Mietpreise während der ersten 15 Jahre ausserhalb des Gebrauchswertsystems festzulegen, ist der Ertrag des Investors langfristig nach oben begrenzt. Aus Renditeüberlegungen ist die Erstellung neuer Mietwohnungen schlichtweg nicht attraktiv, weil das Kosten-Ertragsverhältnis nicht stimmt. Ganz zu schweigen von den Risiken. Ein regulierter Mietwohnungsmarkt birgt nämlich das Risiko, dass sich die Mieten in Zukunft zuungunsten des Vermieters verändern können. Derartige Rahmenbedingungen sind für Investitionsentscheidungen nicht förderlich. Zudem wird der Wohnungsbau zu stark den passiven Kommunen überlassen, die ihre Versprechungen hinsichtlich der Zahl zu bauender Wohnungen regelmässig nicht einhalten können.

Abdrängung ins Wohneigentum

Wegen der Mietzinsregulierung ist der Bau von Wohneigentum für Projektentwickler um einiges interessanter, weil beim Verkauf höhere Renditen erzielt werden können als bei einer Vermietung. Aufgrund der Höchstmiets ist zudem die Umwandlung von Mietwohnungen in Eigentumswohnungen sehr attraktiv. Sie steigert die Rendite der Liegenschaftseigentümer, verringert jedoch gleichzeitig den Bestand an Mietwohnungen. Staatlich geförderte Umwandlungsprogramme haben ebenfalls nicht zur Verbesserung der Wohnungsnot beigetragen. Kommunale Mietwohnungen wurden von 2007 bis 2014 vermehrt in Eigentumswohnungen umgewandelt. Bedingt war dies durch zusätzliche steuerliche Anreize, welche die Nachfrage nach Wohneigentum erhöhten. Nicht zuletzt drängt die Knappheit bei den Mietwohnungen die Menschen – mangels Alternativen – ins Eigentum, was mit zu einem Run auf Eigentumswohnungen und zu einem entsprechenden Immobilienpreisanstieg geführt hat. Zwischen 2004 und 2014 haben die Preise für Wohneigentum in Schweden um 67% zugelegt. In Grossbritannien waren es im selben Zeitraum 42%, in der Schweiz 37% und in Deutschland 24%. In Spanien war ein Rückgang von 2% zu verzeichnen, und in Irland gar einer von 26%. Das Preiswachstum in Schweden ist so ausgeprägt, dass mittlerweile von einer Immobilienblase gesprochen wird.

Entstehen von Sekundär- bzw. Schwarzmärkten

Sogar der Arbeitsmarkt wird von der prekären Situation auf dem Mietwohnungsmarkt in Mitleidenschaft gezogen. Schwedische Arbeitskräfte sind bei der Arbeitssuche aufgrund der Unmöglichkeit, innerhalb nützlicher Frist eine Wohnung zu finden, entweder geografisch sehr eingeschränkt oder müssen bei einem Jobwechsel lange Arbeitswege in Kauf nehmen. Als Folge sind Wucher und Missbrauch im privaten Wohnungsmarkt nicht unüblich: Die Knappheit der Wohnungen in den Zentren führt dazu, dass nicht mehr benötigter Wohnraum nicht zurückgegeben, sondern gehortet wird. Wohnungen werden zu über der Vertragsmiets liegenden Preisen illegal untervermietet. Die Differenz fliesst in die Tasche des bestehenden Mieters. Beim Abschluss von Mietverträgen auf privater Basis werden zudem oft Nebenzahlungen in Form von «Schlüsselgeldern» geleistet, entweder direkt als Überweisung an den Vermieter oder indirekt via Übernahme des Mobiliars zu Wucherpreisen. Dies, obwohl das Mietrechtsgesetz Bereicherungen solcher Art verbietet. Die Leidtragenden sind in der Regel junge Leute und Neuzuzüger, die wegen des Wohnungsmangels keine Wohnung mieten können und jahrelang im Untermietverhältnis von Wohnung zu Wohnung ziehen. Auch auf die Wirtschaftstätigkeit und die Attraktivität Schwedens als Unternehmensstandort wirkt sich die Mietzinsregulierung indirekt negativ aus. Für Unternehmen ist es beispielsweise ein Nachteil, sich im Wirtschaftsraum Stockholm niederzulassen, weil die Angestellten keinen Wohnraum finden. Vor Kurzem haben Start-ups öffentlich dazu aufgerufen, das Wohnungsproblem zu lösen, da sie Mühe bekunden, Mitarbeiter für Stockholm zu gewinnen.

Weitere Ursachen der Knappheit

Das ungünstig ausgestaltete Mietrecht ist indessen nur eine von mehreren Ursachen, deren Zusammenspiel zur prekären Knappheit an Mietwohnungen geführt hat. Auch die Verhältnisse auf dem Baumarkt sind für diese entscheidend mitverantwortlich. In Schweden kommt den Gemeinden beim Bau neuer Wohnungen eine zentrale Rolle zu. Sie planen und finanzieren die öffentliche Infrastruktur und besitzen einen Grossteil des Baulands, womit sie faktisch ein Planungsmonopol haben. Dementsprechend langsam und träge ist der Planungs- und Einzonungsprozess für Bauprojekte. Die Dauer von der Planung eines Projekts bis zur Vollendung des Baus wurde infolge von Vereinfachungen im Planungsprozess in den letzten Jahren zwar von acht bis zehn auf fünf bis sechs Jahre verkürzt, ist im Vergleich zu anderen Ländern aber immer noch lang. In Deutschland dauert der Prozess gerade mal drei Jahre. Anreize, insbesondere finanzieller Art, zur Umsetzung einer genügenden Anzahl Bauprojekte sind nicht vorhanden. Die Standards und Normen betreffend Bauvorschriften sind sehr hoch angesetzt. Dies betrifft vor allem die Qualität, die Langlebigkeit der Materialien, die Grösse der Bauteile sowie die Komptabilität mit anderen Produkten. Die Gemeinden haben zudem weitgehende Mitspracherechte beim Bau. Diese Mitspracherechte sind in jeder Gemeinde unterschiedlich, was den Markt fragmentiert und den Prozess undurchsichtig macht, sodass der Markteintritt für neue Bauunternehmen erschwert wird. Die Folge davon ist ein Oligopol von vier grossen Firmen in der Baubranche, die sowohl Projekte realisieren als auch das Baumaterial herstellen. Damit haben sie gegenüber kleineren und neuen Mitbewerbern einen Wettbewerbsvorteil. Nicht nur die im Mietrechtsgesetz verankerten hohen Standards wirken sich auf die Baupreise aus: Das Oligopol führt ebenfalls dazu, dass auf dem Baumarkt allgemein wenig Wettbewerb herrscht und daher die Wohnbaupreise höher sind. Vor dem Hintergrund der Mietzinsregulierung ist es folglich schwierig, Renditeobjekte gewinnbringend umzusetzen.

Ein gewisser Mieterschutz ist gerechtfertigt, ...

Nicht nur sozialpolitisch, sondern auch ökonomisch kann es durchaus gerechtfertigt sein, die Mietzinsen zu regulieren. Ein Eingriff in das Marktgefüge lässt sich teilweise mit einem Marktversagen begründen. So haben Liegenschaftseigentümer bei der Festlegung der Miete mehr Macht, da Mieter bei Wohnungswechseln einseitig mit Transaktionskosten in Form von Such- und Umzugskosten konfrontiert sind. Vermieter könnten sich diese Kostenasymmetrie zunutze machen und höhere Mieten verlangen. Dies führt dazu, dass Mieter auf einem komplett freien Markt eine zu hohe Miete bezahlen. Ein gewisser Mieterschutz ist also legitim. Beim schwedischen System werden die Mieter durch eine Organisation mit grösserer Verhandlungsmacht vertreten, und das Marktversagen wird damit teilweise eliminiert. Nach SABO bringt dies auch den Vermietern Vorteile: Sie können auf einen Schlag effizient Mieterhöhungen für alle Liegenschaften in ihrem Besitz aushandeln. Der Mietwohnungsmarkt in Schweden zeigt jedoch eindrücklich, welche unerwünschten Effekte eine nicht optimal ausgestaltete Mietzinsregulierung haben kann. Im schlimmsten Fall torpediert die Regulierung die Erreichung der ursprünglichen Ziele, weil die unbeabsichtigten Folgen, wie jahrelange Wartefristen, letztlich auf die Mieter zurückfallen. Die bei Abschluss eines Mietvertrags auf privater Basis häufig geforderten Nebenzahlungen übersteigen beispielsweise die finanziellen Mittel der ärmeren Bevölkerungsschichten. Bei einem derart grossen Nachfrageüberschuss wie in Schweden kann sich der private Vermieter seine Mieter zudem aussuchen. Logischerweise wird er sich für den zahlungskräftigeren Mieter entscheiden, da das Risiko eines Ausfalls bei diesem wesentlich geringer ist.

... aber ökonomische Anreize dürfen nicht vernachlässigt werden

All dies legt nahe, dass der Mieterschutz anreizgerecht ausgestaltet werden muss. In Schweden kann dies beispielsweise geschehen, indem die Lage der Liegenschaft in die Festsetzung der Mieten miteinbezogen wird. Der Fokus der Bemühungen muss zudem auf dem Bau möglichst vieler Wohnungen liegen. Ein üppiges Angebot schafft Wettbewerb und zwingt die Vermieter dazu, mieterfreundliche Konditionen anzubieten. Bei einer Regulierung der Mietpreise ist also grösste Vorsicht geboten, weil dann die Preise ihre Funktion zur Beseitigung der Knappheit nicht mehr ausüben können. Eingriffe in die Mietpreise können nur funktionieren, wenn die Regulierung periodisch Anpassungsmöglichkeiten an die Marktmiete vorsieht. Derartige Anpassungen sind vor Abschluss der Mietverträge am sinnvollsten, weil zu diesem Zeitpunkt beide Vertragsparteien in relativ guter Verhandlungsposition sind. Die Schweiz besitzt ein solches System und wäre gut beraten, ihm Sorge zu tragen und die Anpassungsmöglichkeiten eher weiter auszubauen als einzuschränken. Schweden hat erkannt, dass der Ansatz der Gebrauchswertmiete in der heutigen Form nicht zielführend ist. Seit 2011 wird dem Standort der Wohnung bei der Bestimmung der angemessenen Miete mehr Gewicht beigemessen: Wenn in einer Stadt die Nachfrage das Angebot signifikant übersteigt und Wartefristen von mehreren Jahren die Folge sind, dürfen Mieten pro Jahr um 5% angehoben werden. Um Angebot und Nachfrage wieder ins Gleichgewicht zu bringen, sind weitere Anstrengungen nötig, insbesondere mit Blick auf das Angebot.

Büroflächen

Unklare Nachfrageaussichten

Der Büroflächenmarkt befindet sich in einer verzwickten Lage. Einerseits setzt das tiefe Zinsumfeld nach wie vor Anreize für Investitionen in Büroobjekte. Folglich werden trotz des bestehenden Überangebots weiterhin grosszügig neue Flächen erstellt. Gebaut wird zumeist für den Eigenbedarf oder an sehr guten Lagen, was Vermieter von älteren Bestandsflächen unter Druck setzt. Andererseits bleibt die Nachfrageseite problematisch. Es tauchen zwar neue Nachfrager am Markt auf, die aber die schwächelnde Absorptionskraft der traditionellen Flächenabnehmer kaum kompensieren. Letztere sind bestrebt, die Nutzung zu optimieren und weniger Fläche zu benötigen. Derweil erschwert die prognostizierte Automatisierung von Bürotätigkeiten die langfristige Investitionsplanung seitens der Immobilieninvestoren.

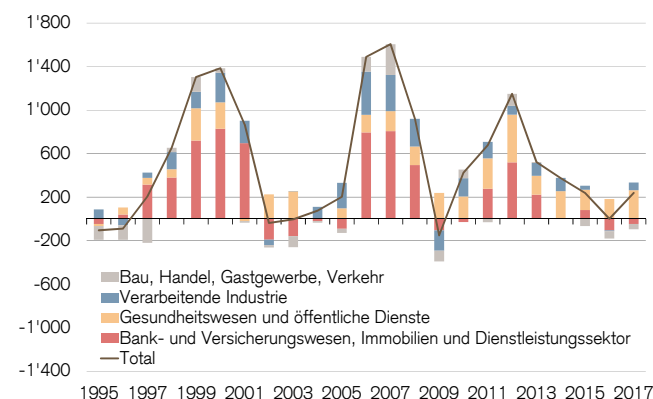
Nachfragestruktur im Wandel

Flächennachfrage dürfte 2017 wieder zunehmen

Der überbewertete Schweizer Franken und die schleppende Entwicklung der europäischen Wirtschaft haben den Spardruck auf Schweizer Unternehmen erhöht. Das Beschäftigungswachstum stagnierte deshalb im Jahr 2016. Zwar nahm die Beschäftigung in den Branchen Unternehmensdienstleistungen sowie Gesundheit/öffentliche Dienste weiter zu, Einbussen bei den Finanz- und Versicherungsdienstleistungen, dem Baugewerbe und der Industrie führten aber insgesamt zu einem Nullwachstum. Die Zahl der Vollzeitstellen war 2016 erstmals seit Anfang 2010 rückläufig. Demgegenüber verzeichneten die Teilzeitstellen erneut ansehnliche Wachstumsraten, vorwiegend im Dienstleistungssektor. Das Wachstum der Arbeitsplätze sollte folglich etwas höher als das Beschäftigungswachstum ausgefallen sein, der Trend zum geteilten Arbeitsplatz dürfte diesen Effekt jedoch fortlaufend marginalisieren. Für 2017 erwarten wir mit einem Wachstum von 0.5% auf Vollzeitbasis eine leichte Erholung der Beschäftigung. Darauf aufbauend schätzen wir die Zusatznachfrage nach Büroflächen für 2017 auf 240'000 m² (vgl. Abb. 42). Dies ist im Vergleich zu den Boomjahren ein tiefer Wert, gegenüber dem flauen Wachstum von 2016 jedoch eine positive Entwicklung. Wie schon in den Vorjahren dürfte das Wachstum 2017 vorwiegend vom Gesundheitswesen und den öffentlichen Diensten geprägt sein. Zudem sollten die Unternehmensdienstleistungsbranche und die Industrie wieder vermehrt Büroflächen nachfragen. Der strukturelle Wandel in der Finanzindustrie wird aber auch in diesem Jahr noch auf die Flächennachfrage drücken. Dies macht insbesondere den Finanzzentren zu schaffen – allen voran Zürich, Genf und Lugano, die unter den 15 grössten Büroflächenmärkten die schwächsten Wachstumsaussichten aufweisen (vgl. Abb. 43). Die besten Perspektiven für 2017 haben die Regionen La Sarine (Freiburg), Neuenburg und Aarau.

Abb. 42: Zusatznachfrage nach Büroflächen

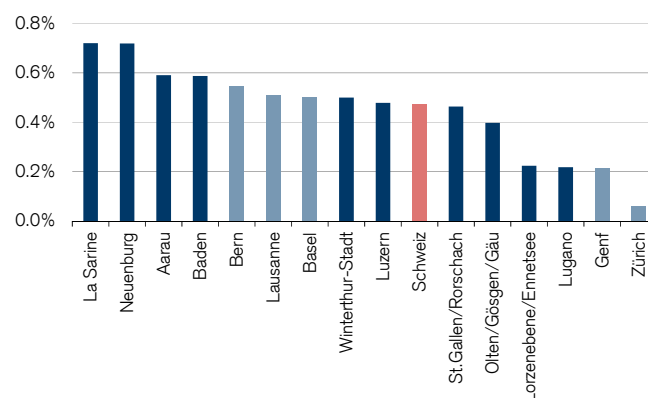
Geschätzte Zusatznachfrage in 1000 m²; 2016 und 2017: Prognosen



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abb. 43: Regionale Prognose des Büroflächenwachstums

Prognostiziertes Nachfragewachstum der 15 grössten Büroflächenmärkte in % des Bestands, 2017



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Standortattraktivität bleibt hoch

Positive Impulse für die Flächennachfrage könnten mittelfristig von einer Lösungsfindung bei der Masseneinwanderungsinitiative (MEI) und der Unternehmenssteuerreform (USR) III ausgehen. Mit der Vorzugsbehandlung der Stellensuchenden aus der Schweiz und dem Verzicht auf Kontingente für Ausländer wird die MEI wirtschaftsfreundlich umgesetzt. Der Arbeitsmarkt dürfte damit keine negativen Konsequenzen erfahren. Auch nach Ablehnung der USR III an der Urne, wird die Standortqualität der Schweizer Wirtschaft auf einem im internationalen Vergleich hohen Niveau bleiben. Bis eine neue mehrheitsfähige Reform ausgearbeitet ist, kann eine international akzeptierte und attraktive Unternehmensbesteuerung vorerst lediglich durch die Reduktion der ordentlichen Steuersätze erreicht werden. Gewisse regionale Verschiebungen in der Standortqualität sind aufgrund solcher Senkungen zu erwarten, wobei Basel-Stadt sowie die Genferseeregion an Attraktivität gewinnen dürften, während Zürich voraussichtlich an Attraktivität verliert.

Home Office zunehmend akzeptiert

Der Vormarsch der Sharing Economy und moderner Arbeitsplatzmodelle sowie erhöhte Ansprüche der Generation Y an ihre Arbeitgeber verändern die Nachfragestruktur. Diesen Trends wird das bereits länger existierende Home Office teilweise gerecht. Nicht zuletzt dank immer effizienterer Kommunikations- und Informationstechnologien hat der Anteil der Erwerbstätigen, die zeitweise zu Hause arbeiten, zwischen 2010 und 2015 von 19.4% auf 21.5% zugenommen. Das Home Office als reguläre Arbeitsform findet auch bei den Arbeitgebern zunehmend Akzeptanz: 2015 zählten 13.0% der befragten Personen die in der Privatwohnung geleisteten Arbeitsstunden zur regulären Arbeitszeit, während 1.5% das Home Office als Überzeit klassifizierten und 7.0% die zu Hause geleisteten Arbeitsstunden nicht angerechnet erhielten. 2010 betrug der Anteil der regulären Arbeitszeit erst 9.5%. Die Nachteile dieser Arbeitsform (z.B. Isoliertheit, eingeschränkte Infrastruktur) sind jedoch nicht zu unterschätzen. Dem Wachstumspotenzial von Home-Office-Tätigkeiten sind deshalb Grenzen gesetzt, und der Büroflächenmarkt dürfte sich wegen der Auswirkungen von Home Offices alleine nicht fundamental verändern.

Coworking – die neue Art von Büro

Ein noch junges, aber zukunftssträchtiges Arbeitsplatzmodell sind die sogenannten Coworking Spaces. Freelancer und Jungunternehmer, vermehrt aber auch Angestellte etablierter Unternehmen mieten sich in gemeinsam genutzten Büroflächen ein. Der Austausch und die Vernetzung innerhalb der Gemeinschaft sind dabei ein zentrales Element. Schweizweit existieren aktuell rund 90 Coworking Spaces, wobei deren Zahl in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen ist. Die meisten dieser Coworking-Infrastrukturen befinden sich derzeit in urbanen Gegenden von Zürich und Winterthur, gefolgt von Bern und Basel. Unter dem Strich bieten Coworking Spaces heute rund 2000-3000 Arbeitsplätze an und entsprechen damit weniger als 0.2% der Schweizer Bürofläche. Im Vergleich zu weiter entwickelten Coworking-Märkten ist dieser Anteil gering. Die USA wiesen beispielsweise bereits 2014 einen Coworking-Büroflächenanteil von 0.7% aus. Um innerhalb von fünf Jahren ein ähnliches Niveau zu erreichen, müsste das Coworking-Angebot in der Schweiz um etwa 1600 Arbeitsplätze pro Jahr steigen. Bis 2020 wird in den USA ein Coworking-Flächenanteil von bis zu 2% prognostiziert.

Hohes Nachfragepotenzial bei Coworking Spaces

Der amerikanische Coworking-Markt wird heute von den zwei grössten Anbietern Regus und Wework mit einem Anteil von 80% dominiert. Regus ist mit 26 Standorten auch in der Schweiz bereits einer der grössten Anbieter, und von Wework ist bekannt, dass ein Eintritt in die Schweiz in naher Zukunft möglich ist. Zusätzlichen Schub könnte dieses Arbeitsmodell von der 2015 ins Leben gerufenen «Work Smart Initiative» erhalten. Mehrere grosse Arbeitgeber – darunter AXA, Swisscom, SBB und die Post – planen, künftig in Coworking Spaces Arbeitsplätze zu mieten und selber Arbeitsplätze für Externe anzubieten. Die Initiative dürfte sowohl die Nachfrage nach als auch das Angebot an Coworking Spaces positiv beeinflussen. Das Nachfragepotenzial wird in der Schweiz allgemein als hoch eingestuft, bezeichneten sich im 3. Quartal 2016 doch 12.4% aller Erwerbstätigen in der Schweiz als selbstständig. 580'000 Personen gehen somit während mindestens einer Stunde pro Woche auf eigene Rechnung einer produktiven Arbeit nach und sind oftmals auf einen flexiblen Arbeitsplatz angewiesen. Investoren sollten Coworking-Anbieter daher bei der Planung und Vermarktung von Büroflächen in den potenziellen Mieterkreis aufnehmen. Aufgrund ihrer häufig trendigen Aufmachung könnten Coworking Spaces zudem eine sinnvolle Nutzung für die zunehmend leer stehenden Gewerbeflächen an Erdgeschosslagen darstellen.

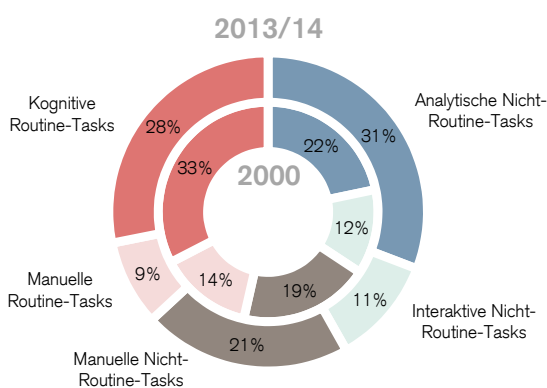
Automatisierung verändert Aufgabenspektrum

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass längerfristige Prognosen zur Arbeitsmarktentwicklung äusserst schwierig sind. Insbesondere im Rahmen der Automatisierungsthematik ist die Bandbreite der Beschäftigungsprognosen riesig. Dass einige Tätigkeiten demnächst automatisiert werden dürften, gilt zwar als unbestritten, wie viele neue Stellen aber durch den kreativen Zerstörungsprozess entstehen werden, ist unklar. Die folgende Analyse zielt deshalb nicht darauf ab zu klä-

ren, wie viele Jobs in Zukunft wegen der Automatisierung verschwinden oder geschaffen werden. Vielmehr ist sie eine Bestandsaufnahme des heutigen Arbeitsmarktes. Kernfrage ist, welche Berufe substituierbar sind, wenn Aufgaben, die heute noch von Menschen erledigt werden, demnächst vom Computer übernommen werden. Gemäss neuerer Forschung werden indessen nicht ganze Berufe, sondern lediglich einzelne Aufgaben automatisiert werden. Basierend auf der Methodik von Dengler/Matthes/Paulus konnten wir anhand der Berufsklassifikation von in der Schweiz wohnhaften und auf dem Arbeitsmarkt aktiven Personen fünf verschiedene Aufgabekategorien unterscheiden (Task-Based Approach). Die Differenzierung der verschiedenen Aufgaben basiert auf der Logik, dass Routine-Tasks – sowohl manueller als auch kognitiver Art – vom Computer substituiert werden können, während dies bei Nicht-Routine-Tasks (noch) nicht der Fall ist. Dies bedeutet jedoch nicht, dass sämtliche Stellen, die vorwiegend aus Routineaufgaben bestehen, verschwinden werden. Vielmehr dürfte sich das Berufsprofil in Zukunft verändern. Es handelt sich dabei um eine Entwicklung, die bereits rückblickend beobachtet werden konnte. Gemessen an den jeweiligen Hauptaufgaben hat sich der Anteil der Berufe, die grösstenteils aus einer Routine-Task bestehen, zwischen 2000 und 2013/14 schweizweit von 47% auf 37% reduziert (vgl. Abb. 44). Im Gegenzug hat der Anteil von Berufen mit analytischen Nicht-Routine-Hauptaufgaben von 22% auf 31% zugenommen. Mit der fortschreitenden Automatisierung dürfte diese Entwicklung in die gleiche Richtung weitergehen. Da Berufe, die mehrheitlich aus kognitiven Routine-Tasks bestehen, unter den fünf Task-Gruppen im Durchschnitt am meisten Bürofläche nachfragen, dürfte diese Entwicklung den Büroflächenmarkt nicht unberührt lassen.

Abb. 44: Wandel der beruflichen Hauptaufgaben

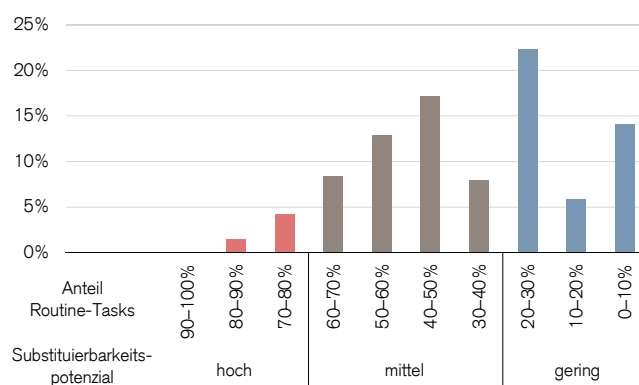
Anteil der Berufe nach deren Haupttätigkeit, in der Schweiz wohnhafte Personen



Quelle: Bundesamt für Statistik, Bundesagentur für Arbeit, Credit Suisse

Abb. 45: Maschinelle Substituierbarkeit der Berufe

Anteil der Erwerbstätigen nach Substituierbarkeitspotenzial ihrer Berufe, 2013/14



Quelle: Bundesamt für Statistik, Bundesagentur für Arbeit, Credit Suisse

Mögliche Folgen der Automatisierung

Welche Berufe letztlich der Automatisierung zum Opfer fallen, dürfte vorwiegend von der Häufigkeit von Nicht-Routine-Tasks abhängen. Anhand der Aufgabenanteile eines Berufs lässt sich abschätzen, wie hoch das Substituierbarkeitspotenzial ist. Von einem geringen Substitutionspotenzial wird in Forschungsarbeiten gesprochen, wenn maximal 30% der Tätigkeiten eines Berufs durch Computer erledigt werden können. In der Schweiz gehen aktuell etwa 42% der Erwerbstätigen einem solchen Beruf nach (vgl. Abb. 45). Können hingegen mehr als 70% der Tätigkeiten automatisiert werden, gilt das Substitutionspotenzial als hoch. Rund 6% aller Erwerbstätigen dürften in diese Kategorie fallen. Wenn diese hoch substituierbaren Berufe alle verschwinden, würde dies den Büroflächenmarkt nicht grundlegend erschüttern.

Kann ein Fünftel der Büroflächen durch neue Jobs kompensiert werden?

Was wären aber die Folgen, wenn nicht nur hoch substituierbare Berufe, sondern darüber hinaus die Routineaufgaben in allen Berufen bis zu einem gewissen Grad rationalisiert würden? Berechnet man ein Szenario, bei dem höchstens noch ein Routineaufgaben-Anteil von 30% toleriert wird und alle über dieser Schwelle liegenden Routine-Tasks automatisiert werden, entspräche dies über alle Berufe hinweg einer zu ersetzenden Flächennachfrage von schätzungsweise 7 Mio. m². Bei einem maximal erlaubten Routine-Anteil von 20% wären dies bereits 11 Mio. m², etwa ein Fünftel des gesamten Flächenbestands. Betroffen wären insbesondere die Zentren, da dort die meisten Routineaufgaben ausgeführt werden. Die neuen technischen Möglichkeiten werden jedoch auch zahlreiche neue Nicht-Routineaufgaben entstehen lassen. Deren Flächen-

potenzial zu bestimmen, ist ungleich schwieriger. Die Gretchenfrage lautet: Könnten diese neuen Nicht-Routine-Jobs den überflüssig gewordenen Fünftel an Bürofläche aufwiegen oder – noch besser – sogar überkompensieren? Für die Antwort auf diese Frage und den Saldo der Flächen-nachfrage dürfte insbesondere auch das Tempo des Transformationsprozesses eine grosse Rolle spielen. Das Tempo des strukturellen Wandels wird zumindest darüber entscheiden, ob überhaupt genügend Arbeitskräfte mit den für die neuen Jobs geforderten neuen Fähigkeiten zur Verfügung stehen werden.

Angebot: Erstaunlich stabil

Ausweitung verbleibt unbeirrt auf langjährigem Mittel

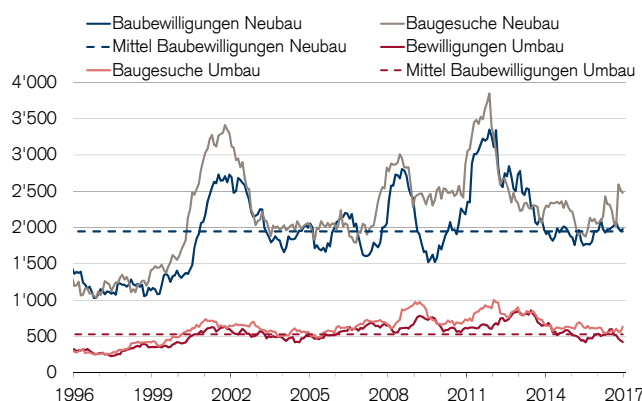
Die tiefen Zinsen und folglich fehlende Anlagealternativen lassen weiterhin Kapital in Immobilienprojekte fließen. Die Summe der bewilligten Bürobauprojekte lag 2016 weiterhin im Bereich des langjährigen Mittels von knapp CHF 2 Mrd. (vgl. Abb. 46). Die Flächenausweitung verharret damit seit Ende 2013 auf einem vergleichbaren Niveau. Etwa die Hälfte der bewilligten Bausumme ist für den Eigenbedarf geplant. Einige dieser Objekte dürften bereits bezugsbereit oder in der Fertigstellung sein und Umzüge aus bestehenden Büros mit sich bringen. Weiterhin zurückhaltend ist die Investitionstätigkeit in den Grosszentren, wo die aufsummierten Baubewilligungen um 14% unter dem langjährigen Mittel liegen. Vor allem in Zürich (–31%) und Genf (–67%) wird weniger geplant. Das Kapital fliesst dagegen bevorzugt in die Mittelzentren (+33%). Ungefähr dem langfristigen Mittel entsprechen die Baubewilligungen ausserhalb der Zentren (+6%). Da sich die Leerstandssituation nicht nur bei kommerziellen Flächen, sondern mittlerweile auch bei den Mietwohnungen verschärft hat, dürften Investitionen in Büroflächen auf relativer Basis wieder attraktiver geworden sein. Die Baugesuche signalisieren derzeit mit CHF 2.5 Mrd. eine sich tendenziell beschleunigende Ausweitung. Dass die Gesuche damit den höchsten Wert seit Sommer 2012 erreichen, ist aber vorwiegend dem Eingang des Gesuchs für den zweiten Roche-Turm in Basel geschuldet.

Angebot auf hohem Niveau leicht rückläufig

Die Summe der online angebotenen Büroflächen hat sich per Ende 2016 im Vorjahresvergleich leicht reduziert (vgl. Abb. 47). Angesichts der tiefen Zusatznachfrage und der anhaltenden Ausweitung kommt dies eher überraschend. Ein Grund hierfür dürfte sein, dass 2016 in den Grosszentren nur wenige neue grössere Flächen ins Angebot gekommen sind. Rund ein Viertel der angebotenen Flächen sind Neubauten – nur geringfügig mehr als Ende 2015. Mit etwas mehr als 2.2 Mio. m² Fläche und einer Angebotsquote von 4.2% verbleibt das Angebot aber auf einem historisch betrachtet hohen Niveau. Wie auch die Ausweitung verschiebt sich das ausgeschriebene Angebot weg von den Grosszentren, die insgesamt ein rückläufiges Angebot verbuchen. Diese Entwicklung wurde massgeblich durch die äusseren Geschäftsgebiete der Büroflächenmärkte Genf und Bern sowie dem erweiterten Geschäftsgebiet in Lausanne beeinflusst, die 2016 zusammen per saldo 110'000 m² absorbierten. Ausserhalb der Grosszentren haben die ausgeschriebenen Flächen dagegen um 103'000 m² zugenommen, nachdem sie seit 2013 nicht mehr gestiegen waren.

Abb. 46: Geplante Ausweitung von Büroflächen

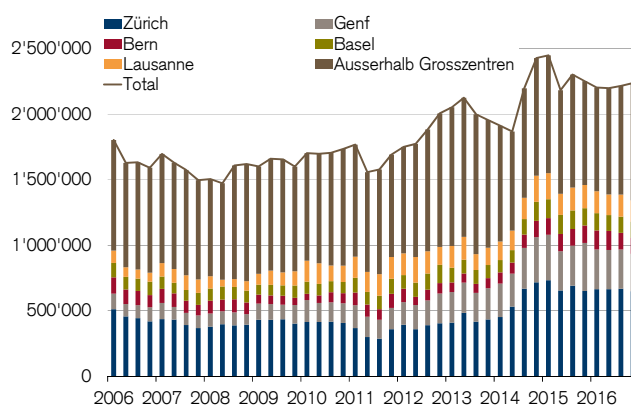
Baubewilligungen und -gesuche, gleitende 12-Monats-Summe, in CHF Mio.



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 47: Angebotene Büroflächen

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Flächen, in m²



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Kein deutlicher Rückgang des Angebots in Sicht

Ein Rückgang des Angebots ist für 2017 nicht in Sicht. Da einige sich noch im Bau befindliche Objekte bereits ausgeschrieben sind, muss 2017 jedoch nicht mit einer deutlich ansteigenden Angebotsquote gerechnet werden. Das Angebot dürfte sich in den kommenden Jahren weniger infolge grosser Neubauflächen ausweiten, vielmehr dürften Bestandsflächen das Angebot prägen, die durch Unternehmensumzüge in neue, häufig für den Eigenbedarf gebaute Objekte leer werden.

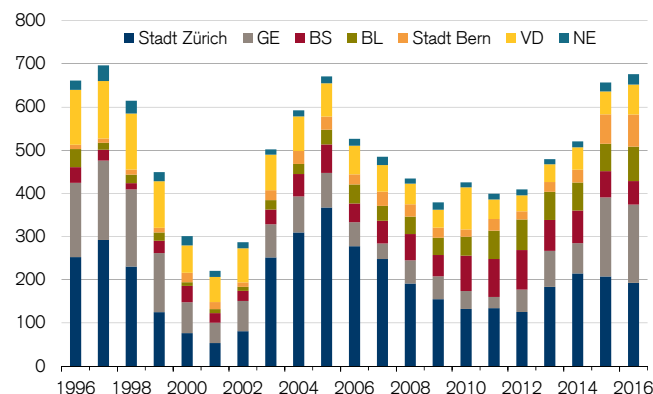
Abschwung verlangsamt sich

Marktergebnis: Vermarktungsaufwand nimmt weiter zu

Ähnlich den Angebotszahlen haben sich auch die verfügbaren Leerstandsdaten 2016 (Teilerhebung über rund 43% der Flächen) auf hohem Niveau relativ stabil entwickelt (vgl. Abb. 48). Gegenüber dem Vorjahr haben die kumulierten leer stehenden Büroflächen um 2.9% zugenommen, nachdem der Anstieg ein Jahr zuvor noch über 26% betragen hatte. Während die Stadt Zürich sowie die Kantone Genf und Basel-Stadt rückläufige Leerstandszahlen auswiesen, haben die leeren Flächen in den Kantonen Waadt und Basel-Landschaft sowie der Stadt Bern zugenommen. Die Abschlussmieten haben frühzeitig auf das steigende Angebot und die unsicher werdende Nachfragesituation reagiert (vgl. Abb. 49). In der Deutschschweiz sinken sie seit 2012, in der Stadt Genf seit Mitte 2013. Einzig in der Stadt Lausanne stiegen die Mietpreise noch weiter, mit einem vorläufigen Höhepunkt im Herbst 2015. Am stärksten korrigiert haben die Mietpreise per 2. Quartal 2016 im Vergleich zum Vorjahr zum wiederholten Male in der Stadt Genf mit -3.5%. Auch in der Stadt Zürich waren die Mieten mit -1.3% rückläufig. In Bern und Basel, wo die Angebotsquoten unter dem Schweizer Mittel liegen und zudem sinkende Tendenz aufweisen, haben sich die Mietpreise im Vergleich zum Vorjahr erhöht. Allerdings sind 2016 erfolgreiche Vermietungen in den von Überkapazitäten geprägten Grosszentren zumeist mit Sonderkonditionen in Form von mietfreier Zeit oder anderen Anreizen erkaufte worden. Diese Rabatte widerspiegeln sich nicht im vertraglichen Mietzins, weshalb die Entwicklung der Abschlussmieten ein zu positives Bild zeichnet.

Abb. 48: Leerstände von Büroflächen

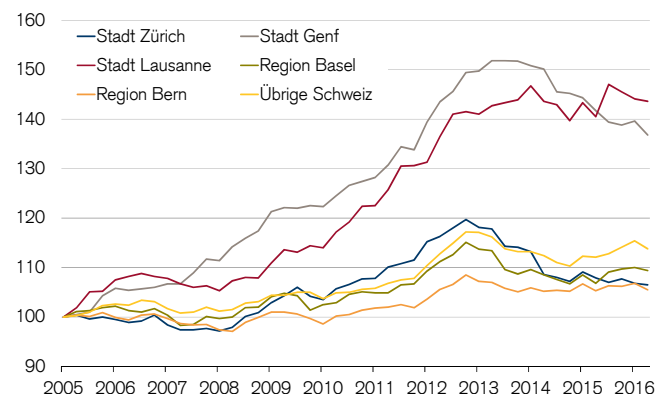
In 1000 m²; Teilerhebung über rund 43% des Schweizer Büroflächenmarkts



Quelle: Kantonale statistische Ämter, Credit Suisse

Abb. 49: Regionale Mietpreisentwicklung

Hedonischer Mietpreisindex auf Basis von Vertragsabschlüssen, Index: 2005 = 100



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

Insertionsdauer der Büroflächen nimmt weiter zu

Nicht nur die sinkenden Mietpreise weisen auf eine anspruchsvolle Vermarktungssituation hin. Auch die Entwicklung der Insertionsdauer der im Internet ausgeschriebenen Angebote zeigt steil nach oben. Zwischen Anfang 2014 und Ende 2016 hat sich die mittlere Insertionsdauer nahezu verdoppelt und beträgt aktuell über 150 Tage. Der Vermarktungsaufwand dürfte sich für Vermieter und Makler demnach weiter erhöht haben. Um zu verstehen, welche Standort- und Objektfaktoren für die Insertionsdauer massgebend sind, haben wir die Angebotsdaten mit einem ökonometrischen Modell genauer analysiert. Inserate sind gemäss diesen Berechnungen an Orten länger ausgeschrieben, wo die Erreichbarkeit mit dem motorisierten Individualverkehr (MIV) zwar hoch, die Anbindung an den öffentlichen Verkehr (ÖV-Lagegüte) aber vergleichsweise gering ist (z.B. in Zentren abseits der ÖV-Hauptachsen). Ebenfalls schwieriger zu vermieten sind grössere Flächen und solche, die im Vergleich zum lokalen Mietpreinsniveau überdurchschnittlich teure Mieten aufweisen. Die räumliche Komponente ist ebenfalls äusserst signifikant. So sind Büros in den Regionen Zürich und Zentralschweiz, bei identischen Standortfaktoren und Flächen, deutlich weniger lange im Angebot als in der Genferseeregion oder im Tessin.

ÖV-Lagegüte dürfte vorerst zentral bleiben

Investoren und Entwickler haben die ÖV-Lagegüte längst als zentralen Standortfaktor identifiziert. Laut Modell dürfte ein Büro mit ansonsten vergleichbaren Eigenschaften an höchster ÖV-Lagegüte eine halb so lange Insertionsdauer aufweisen wie an einem Standort mittlerer Lagegüte. Erst das Aufkommen von selbstfahrenden Autos könnte die Bedeutung der ÖV-Erschliessung wieder reduzieren. Autonome Fahrzeuge werden die Effizienz und Zweckmässigkeit des MIV zweifellos erhöhen und viele Strecken schneller bedienen als der ÖV. Das Bundesamt für Raumentwicklung rechnet zwischen 2010 und 2040 mit einer Zunahme des Personenverkehrs um 25%. Dem MIV wird dabei ein Wachstum von 18% unterstellt. Da der Ausbau der Strasseninfrastruktur nicht mit diesem Wachstum Schritt halten kann, dürften die Stauzeiten überproportional zunehmen und den ÖV weiter attraktiver machen. Für den ÖV wird deshalb bis 2040 eine markante Zunahme um 51% prognostiziert. Bis eine hoch effiziente Nutzung der Infrastruktur dank autonomer Fahrzeuge möglich wird, dürfte es noch eine Weile dauern. So lange wird die ÖV-Lagegüte für Büroflächen ein äusserst zentraler Standortfaktor bleiben.

Die 15 grössten Büroflächenmärkte im Überblick

Abbildung 50 fasst die Entwicklung der 15 grössten Büroflächenmärkte zusammen. 63.5% der Schweizer Büroflächen befinden sich in diesen Top-15-Büroflächenmärkten. Noch höher ist der Anteil bei den angebotenen Flächen: 74.2% des gesamten Flächenangebots entfallen auf diese Gruppe, was auf eine Angebotskonzentration in den Zentren hindeutet. Insbesondere die fünf Grosszentren drücken die schweizweite Angebotsziffer von 4.2% massgeblich nach oben. Sie haben einen Anteil von 60.0% an allen angebotenen Flächen, aber einen Flächenanteil von lediglich 44.1%. Viele der aufgelisteten Regionen verfügen über eine Angebotsziffer unter 3.0%. Dies hat Investoren dazu bewogen, ihre Tätigkeiten regional zu diversifizieren und verstärkt auf Mittelzentren auszuweichen. Die erwartete Ausweitung dürfte besonders in den Regionen La Sarine, Luzern, Lugano und Aarau überdurchschnittlich ausfallen.

Abb. 50: Bestands- und Angebotsflächen der 15 grössten Büroflächenmärkte

Bestands- und Angebotsflächen (Bestand und Neubau) in m² per 4. Quartal 2016; flächengewichtete Durchschnittspreise (netto) 2016 in CHF/m²; erwartete Ausweitung und Preistrend für 2017

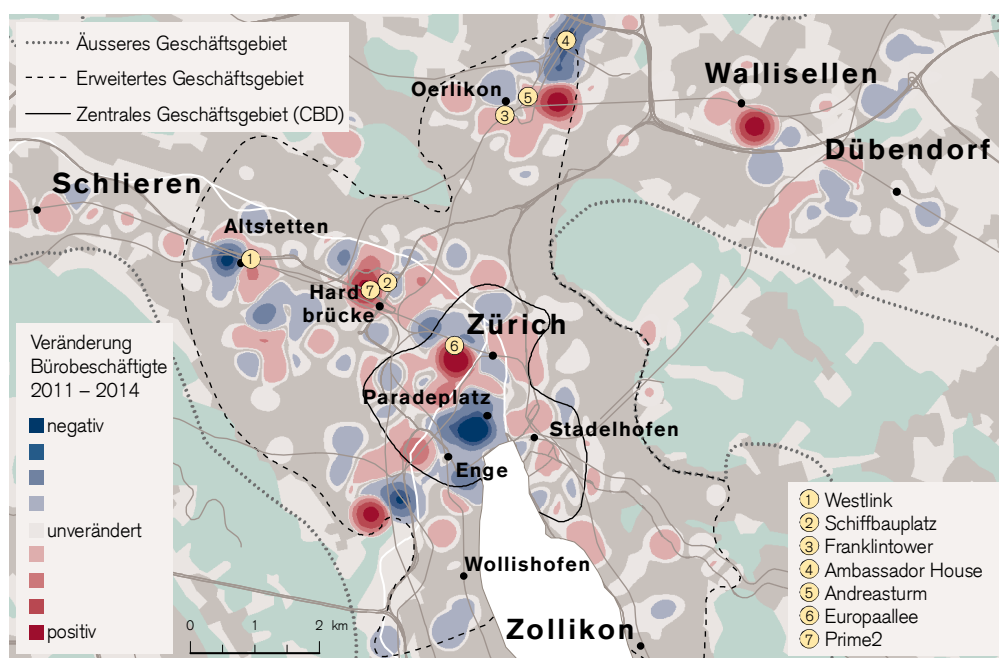
Büroflächenmarkt	Bürofläche Bestand	Angebotsfläche	Angebotsziffer	Erwartete Ausweitung	Durchschn. Miete	Preistrend
Zürich	10'037'599	648'581	6.5%	↘	259	↘
Genf	4'081'178	284'995	7.0%	↘	431	↘
Bern	3'433'471	121'902	3.6%	↗	271	→
Basel	3'236'968	122'609	3.8%	↗	214	→
Lausanne	2'568'998	163'635	6.4%	↗	269	↘
Wirtschaftsregion						
Luzern	1'582'156	65'855	4.2%	↗	185	
St. Gallen/Rorschach	1'430'485	29'676	2.1%	↘	186	
Aarau	1'343'237	48'643	3.6%	↗	169	
Lugano	1'274'781	38'753	3.0%	↗	231	
Lorzenebene/Ennetsee	1'261'864	39'475	3.1%	→	240	
Winterthur-Stadt	763'101	14'394	1.9%	↗	253	
La Sarine	723'794	20'994	2.9%	↗	226	
Baden	694'249	30'801	4.4%	↘	237	
Neuenburg	637'209	12'644	2.0%	↗	155	
Olten/Gösigen/Gäu	578'710	17'285	3.0%	↘	143	
Schweiz	53'003'528	2'237'188	4.2%	→	267	→

Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Zürich

Abb. 51: Räumliche Entwicklung der Zürcher Bürobeschäftigung

Veränderung der Bürobeschäftigung, absolut pro ha, 2011 – 2014



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

Nur noch punktuelles Wachstum

Die Nachfrage auf dem Büroflächenmarkt Zürich hat sich in den letzten Jahren markant abgekühlt. Nach einem starken Wachstum von 17% in den Jahren 2008 bis 2011 hat die Bürobeschäftigung in Zürich zwischen 2011 und 2014 nur noch um 1.7% zugenommen und seither kaum wieder an Dynamik gewonnen. Insgesamt dürfte die Flächennachfrage dadurch um rund 170'000 m² gestiegen sein. Vom einst fast flächendeckenden Beschäftigungswachstum ist in der Dreijahresperiode bis 2014 nur noch ein punktuelles Wachstum übriggeblieben (vgl. Abb. 51). Der Zusammenzug von Arbeitsplätzen einiger Grosskonzerne an gut erreichbaren, aber günstigeren Standorten hat im Central Business District (CBD) eine temporäre Abnahme der Flächennachfrage verursacht. Gewachsen ist die Nachfrage im erweiterten und äusseren Geschäftsgebiet mit jeweils zwischen 80'000 m² und 100'000 m². In kleinräumiger Betrachtung gewannen Standorte jenseits der Sihl von der Europaallee über die Binz bis zum Üetlihof an Bürobeschäftigten, hauptsächlich auf Kosten der Zürcher Innenstadt. Andere Wachstumsschwerpunkte lagen als Folge von Neubauten beim Bahnhof Hardbrücke sowie auf dem Richti-Areal und dem ehemaligen Industriegebiet Leutschenbach.

Finanzdienstleistungsbranche drückt auf die Flächennachfrage

In den vergangenen beiden Jahren dürfte die Nachfrage nach Büroflächen in Zürich unter dem Strich kaum zugenommen haben. Der strukturelle Wandel in der Finanzdienstleistungsbranche fordert hinsichtlich des Flächenbedarfs seinen Tribut, wovon Zürich mit seinem hohen Beschäftigungsanteil von 13.6% im Finanzsektor besonders stark betroffen ist. Expandierende Branchen wie das Gesundheitswesen vermögen die rückläufige Flächennachfrage seitens der Banken zwar zu kompensieren, aber es fehlt an Wachstumsbranchen, die eine spürbare Expansion anstossen könnten. Für 2017 rechnen wir deshalb für den Büroflächenmarkt Zürich lediglich mit einer Zusatznachfrage von wenigen Tausend Quadratmetern. Mit der Umsetzung der USR III dürfte Zürich im Standortwettbewerb gegenüber anderen Zentren zudem an Vorsprung einbüßen. In Zürich würde eine Reduktion der ordentlichen Steuersätze deutlich grössere Mindereinnahmen bei den ordentlichen Steuerzahlern verursachen als andernorts. Der Kanton Zürich beabsichtigt denn auch lediglich eine Senkung des kantonalen Gewinnsteuersatzes von 8% auf 6%. In der Stadt Zürich käme die effektive Gewinnsteuerbelastung (Bund, Kanton und Gemeinde) ungefähr bei 18.2% zu liegen und verbliebe damit in den hinteren Rängen. Die Genferseeregion wie auch Basel-Stadt werden, bei erfolgreicher Umsetzung der Reform, mit deutlich tieferen ordentlichen Steuern um die Gunst der Unternehmen werben können.

Weitere Stabilisierung von Angebot und Leerstand

Die tiefe prognostizierte Zusatznachfrage für 2017 entspricht nur einem Bruchteil der aktuell angebotenen Büroflächen. Die Angebotsziffer auf dem Büroflächenmarkt Zürich liegt per Ende 2016 bei 6.5%, dem höchsten Wert unter den Deutschschweizer Zentren. Die Summe der

ausgeschriebenen Flächen hat sich zwar nach dem Höchststand von Anfang 2015 etwas reduziert, verharrte jüngst aber auf einem hohen Niveau von 649'000 m² (vgl. Abb. 53). Trotz einiger erfolgreicher Wiedervermietungen resultiert bezüglich ausgeschriebenem Angebot letztlich ein Nullsummenspiel, da die von den neuen Mietern andernorts gekündigten Flächen alsbald im ausgeschriebenen Angebot auftauchen. Etwa die Hälfte der angebotenen Flächen befindet sich im erweiterten Geschäftsgebiet Zürichs, wo die Angebotsziffer hohe 7.6% beträgt. Allerdings sind viele dieser Flächen neu errichtet worden, und längst nicht alle dieser Büros sind schon bezugsbereit. Interessant ist ferner, dass vor allem grosse Flächen teilweise nur noch über Projekt-Homepages und nicht mehr über die Online-Marktplätze ausgeschrieben werden. Zu etwas Hoffnung geben die offiziellen Leerstandszahlen der Stadt Zürich Anlass. Die leer stehenden Büroflächen sind im zweiten Jahr in Folge leicht gesunken und beliefen sich per 1. Juni 2016 auf 193'000 m². Der Rückgang fand vorwiegend im CBD statt, wo knapp 16'000 m² Büroflächen weniger leer standen als noch 2015. Der innerstädtische Büromarkt erholt sich also allmählich vom hohen Flächenanstieg im Jahr 2014. Die Mietpreise der leer stehenden Büroflächen haben in den teuren Stadtkreisen Innenstadt, Enge und Seefeld seit 2014 mit 8% bis 14% deutlich korrigiert. Die meist attraktiven Flächen dürften aufgrund der gesunkenen Mieten neue Nachfrager gefunden haben. Zugenommen hat dagegen der Leerstand in Quartieren ausserhalb des Zentrums, insbesondere in Altstetten und Seebach. Altstetten ist neu das Quartier mit den meisten leer stehenden Flächen, Seebach dasjenige mit der höchsten Leerstandsquote (5.6%).

Intensiver Wettbewerb führt zu sinkenden Mieten

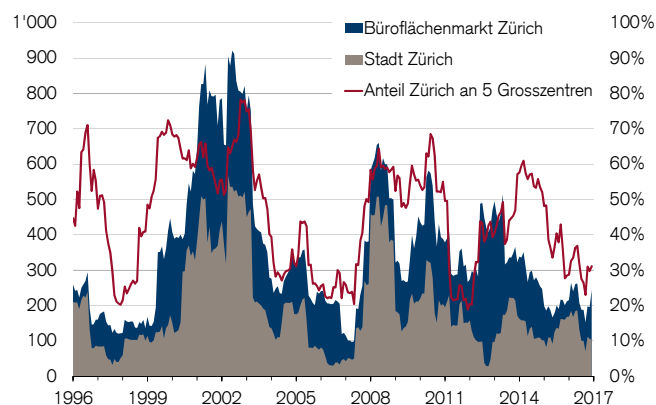
Die Stabilisierung des Angebots machte den Wettbewerb nicht weniger intensiv. Im CBD verlängerte sich die Median-Insertionsdauer um 55 Tage auf 153 Tage. Am längsten ausgeschrieben sind mit 202 Tagen Bestandsflächen im äusseren Geschäftsgebiet; dies sind 48 Tage mehr als noch Ende 2015. Die Vermarktungssituation dürfte sich damit weiter verschärft haben, was in vielfältigen Zugeständnissen bei den Mietkonditionen zum Ausdruck kommt. Auch ohne Einrechnung dieser mannigfachen Zusatzleistungen korrigieren die Transaktionsmieten bereits seit 2012. In der Stadt Zürich sind die Mietpreise 2016 gegenüber dem Vorjahr um 1.3% zurückgegangen, in der gesamten Region betrug der Rückgang 0.6%. Das aktuelle Mietpreisniveau liegt um 11.0% unter dem Höchststand von 2012, womit Zürich die stärkste relative Mietpreiskorrektur aller Grosszentren erfahren hat.

Keine rasche Abnahme des Angebots zu erwarten

2017 dürften sich die Vermietungsleistung und die Angebotsausweitung in etwa die Waage halten, da nur wenige grössere Projekte fertiggestellt werden. Dazu gehören das Projekt Westlink sowie das Geschäftshaus am Schiffbauplatz, die beide hohe Vorvermietungsquoten aufweisen. Investoren agieren auf dem Zürcher Büromarkt seit zwei Jahren vorsichtiger. Die 12-Monats-Summe der Baubewilligungen bewegt sich seither auf einem Niveau von rund CHF 244 Mio. und damit um rund CHF 108 Mio. unter dem langjährigen Mittel (vgl. Abb. 52). Als einziges prestigeträchtiges Bauvorhaben wurde 2016 der Franklintower in Oerlikon bewilligt, der bereits 2018 fertig bezugsbereit sein soll. Im selben Jahr sollen das Ambassador House, der Andreasturm und das Baufeld B der Europaallee fertiggestellt werden. Im Folgejahr sollte The Circle bezugsbereit sein. Unter dem Namen Prime2 befindet sich zudem ein Ersatzneubau auf dem Welte-Furrer-Areal mit 18'000 m² Bürofläche im Bewilligungsprozess. Vor diesem Hintergrund erwarten wir mittelfristig keine Abnahme des Flächenangebots.

Abb. 52: Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

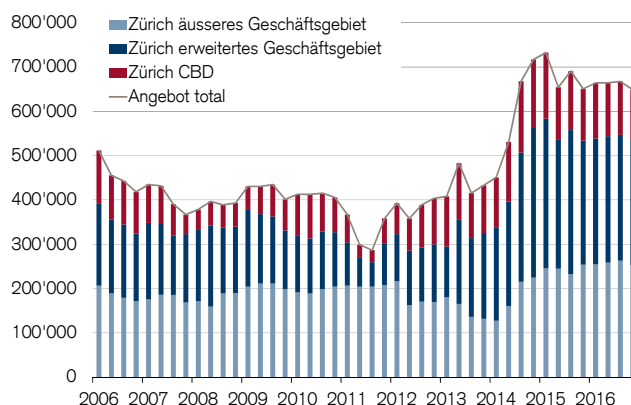
12-Monats-Summe in CHF Mio.; Anteil am Total der Grosszentren (rechte Skala)



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 53: Entwicklung der angebotenen Büroflächen*

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Flächen (Bestand und Neubau), in m²



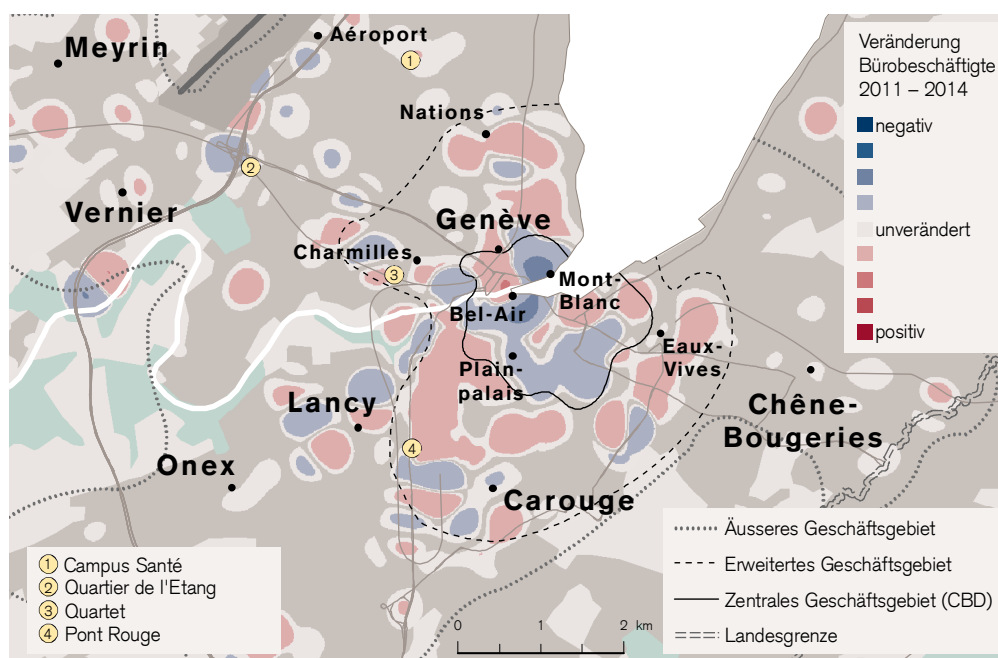
Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

*ohne The Circle

Genf

Abb. 54: Räumliche Entwicklung der Genfer Bürobeschäftigung

Veränderung der Bürobeschäftigung, absolut pro ha, 2011 – 2014



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

Rückgang der Flächennachfrage im CBD

Die Genferseeregion mit Genf als bedeutendstem Zentrum war jahrelang ein einflussreicher Treiber der Schweizer Wirtschaftsentwicklung. Angesichts wirtschaftlicher Herausforderungen und standortbezogener Unsicherheiten (MEI, USR III) hat die Entwicklung ab 2010 jedoch an Dynamik verloren. Zwischen 2011 und 2014 wuchs die Genfer Bürobeschäftigung nur noch um 1.7%, was zu einem geschätzten Büroflächenwachstum von 70'000 m² führte. Standorte, die ein starkes Beschäftigungswachstum verzeichnen konnten, sind folglich dünn gesät (vgl. Abb. 54). Zugenommen hat die Flächennachfrage insbesondere im erweiterten Geschäftsgebiet, während im Central Business District (CBD) bis zu 50'000 m² weniger Büroflächen nachgefragt wurden. Im Gegensatz zu anderen Grosszentren liegen dieser Entwicklung weniger Standortoptimierungen von Unternehmen zugrunde, denn grössere Verschiebungen waren auf dem Genfer Büroflächenmarkt kaum zu beobachten. Vielmehr dürften die Folgen des Strukturwandels die Hauptursache sein.

Zusatznachfrage dürfte 2017 tief bleiben

Die Branchenstruktur Genfs wird vom Bankensektor und dem Grosshandel mit Beschäftigungsanteilen von 7.2% bzw. 6.9% geprägt. Beide Branchen sind von strukturellen Veränderungen betroffen und haben jüngst weniger Flächen nachgefragt. Genf verfügt zwar über einige andere zugkräftige Dienstleistungsbranchen, das Flächenwachstum dürfte sich aber in den vergangenen zwei Jahren gesamthaft auf rund 10'000 m² beschränkt haben. Auch für 2017 rechnen wir für den Büroflächenmarkt Genf mit einer tiefen Zusatznachfrage von unter 10'000 m². Dass die Dynamik in der lokalen Wirtschaft aber nicht zum Stillstand gekommen ist, zeigt unter anderem die steigende Zahl der Grenzgänger, die derzeit im Kanton Genf mit jährlich 6000 Grenzgängern weiter linear zunimmt. Mit Blick auf die ausgewiesenen Standortqualitäten wird Genf langfristig ein attraktiver Bürostandort bleiben. Im Zuge der USR III dürften in der Westschweiz – Standort zahlreicher privilegiert besteuelter Konzerne – die Unternehmenssteuern besonders stark fallen. Der ordentliche Gewinnsteuersatz sollte in Genf von rund 24% letztlich auf 13.49% gesenkt werden. Im Ranking der steuerlichen Gesamtbelastung würde Genf damit in Zukunft Rang 10 belegen.

Angebot verharrt auf hohem Niveau

Trotz verhaltener Beschäftigungsdynamik ist das ausgeschriebene Angebot auf dem Genfer Büroflächenmarkt nicht weiter gestiegen (vgl. Abb. 56), sondern hat sich gegenüber dem Höchststand von 2015 spürbar um 81'000 m² reduziert. Genf weist mit 7.0% aber nach wie vor die höchste Angebotsziffer aller Schweizer Zentren auf. Am höchsten ist die Quote im äusseren Geschäftsgebiet mit 8.6%, aber auch im CBD sind schätzungsweise 6.9% aller Flächen im Angebot zu finden. Abgenommen hat das Angebot vorwiegend im äusseren Geschäftsgebiet mit –30.5%. Ursache ist die ausgesprochen verhaltene Investitionstätigkeit der letzten Jahre, auf-

grund derer derzeit kaum neue grössere Flächen auf den Markt kommen, sodass sich das Flächenangebot nicht weiter ausweitete. Lediglich 7.7% des Genfer Büroflächenangebots sind deshalb Neubauten.

Leerstand verschiebt sich in den Altbestand

Die schwache Dynamik des Büromarktes Genf widerspiegelt sich auch in den offiziellen Leerständen. Die leer stehenden Flächen verharrten im Kanton Genf trotz geringer Bautätigkeit per Juni 2016 auf einem hohen Niveau von 181'000 m². Die Stabilisierung ist indes positiv zu werten, waren doch die Leerstände im Vorjahr noch um 162% gestiegen. Zugenommen haben die Leerstände vor allem in der Stadt Genf und in Lancy, während in Meyrin, Vernier und Versoix weniger Flächen leer stehen. Im vergangenen Jahr haben sich die leeren Flächen von neueren Bauten, die nach 2010 erstellt wurden, markant (–40'000 m²) hin zu älteren Gebäuden verschoben, die vor 1970 entstanden. Im Zuge einer fortgesetzten Verlagerung dürften vorwiegend ältere Bestandsflächen von Leerständen betroffen sein.

Mietpreiskorrektur setzt sich fort

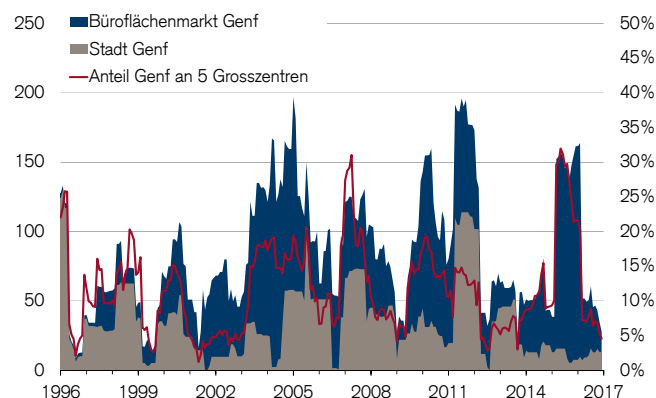
Die Vermarktungssituation bleibt trotz Stabilisierung der ausgeschriebenen und leer stehenden Flächen anspruchsvoll. Ein Indikator ist die hohe mittlere Insertionsdauer, die in allen drei Genfer Geschäftsgebieten über die Schwelle von 150 Tagen gestiegen ist. Im erweiterten und äusseren Geschäftsgebiet hat die Dauer seit 2015 um etwa 40 Tage zugenommen. Die angespannte Situation zeigt sich ebenso in den Mietpreisen. Sogar die Angebotsmieten, die aufgrund von Messschwierigkeiten ein zu positives Bild zeichnen, sind im CBD seit dem Kulminationspunkt von 2012 um beachtliche 8.1% gefallen. Die Abschlussmieten vermitteln ein ähnliches Bild: Die Mieten in der Stadt Genf sind per 2. Quartal 2016 gegenüber dem Vorjahr um weitere 3.5% gesunken und liegen nun um 9.9% unter dem Höchststand von Mitte 2013. Trotz dieser Korrekturen bleiben die Genfer Mietpreise die höchsten der Schweiz. In Anbetracht der fehlenden Nachfragedynamik dürften die Mieten indessen auch 2017 unter Druck bleiben.

Trügerische Ruhe bei der Bautätigkeit

Mit Ausnahme des neuen Campus Santé in Grand-Saconnex, der Ende 2017 mit einer Bruttogeschossfläche von 40'000 m² eröffnet wird, ist die Bautätigkeit auf dem Genfer Büroflächenmarkt verhalten geblieben. Die unsicheren Nachfrageaussichten haben die Investoren vorsichtig agieren lassen. Die geplante Ausweitung liegt mit CHF 28 Mio. denn auch um 67% unter dem langjährigen Mittel, und der Anteil bewilligter Büroflächen an den fünf Grosszentren beträgt gerade einmal 4.2% (vgl. Abb. 55). In der Stadt Genf verbleiben die Bewilligungen auf vergleichsweise tiefen CHF 13 Mio. Die Ruhe ist indes trügerisch. Die eingegangenen Baugesuche deuten darauf hin, dass sich die Ausweitung auf dem Büroflächenmarkt Genf bald wieder beschleunigen könnte. In der Vorortsgemeinde Vernier im zukünftigen Quartier de l'Etang ist ein Geschäftshaus mit einer Bausumme von insgesamt CHF 90 Mio. zur Bewilligung eingereicht worden. Bis zu 500 Arbeitsplätze sollen in dem neuen Quartier entstehen. Im CBD könnte das Projekt Quartet, das an zentraler Lage 15'000 m² an Büroflächen bereitstellen soll, Veränderung bringen. Grössere Flächen entstehen im Rahmen des Projekts Pont Rouge, dessen erste Etappe mit 30'000 m² bereits im Bau ist. Frischer Wind dürfte dann definitiv mit der Eröffnung der CEVA-Bahnlinie und der Entwicklung der Bahnhofsbereiche aufkommen. Dies könnte in Genf eine Welle von Standortoptimierungen auslösen.

Abb. 55: Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

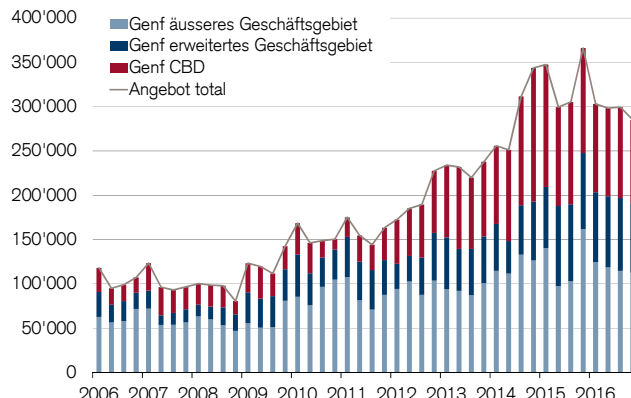
12-Monats-Summe in CHF Mio.; Anteil am Total der Grosszentren (rechte Skala)



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 56: Entwicklung der angebotenen Büroflächen

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Flächen (Bestand und Neubau), in m²

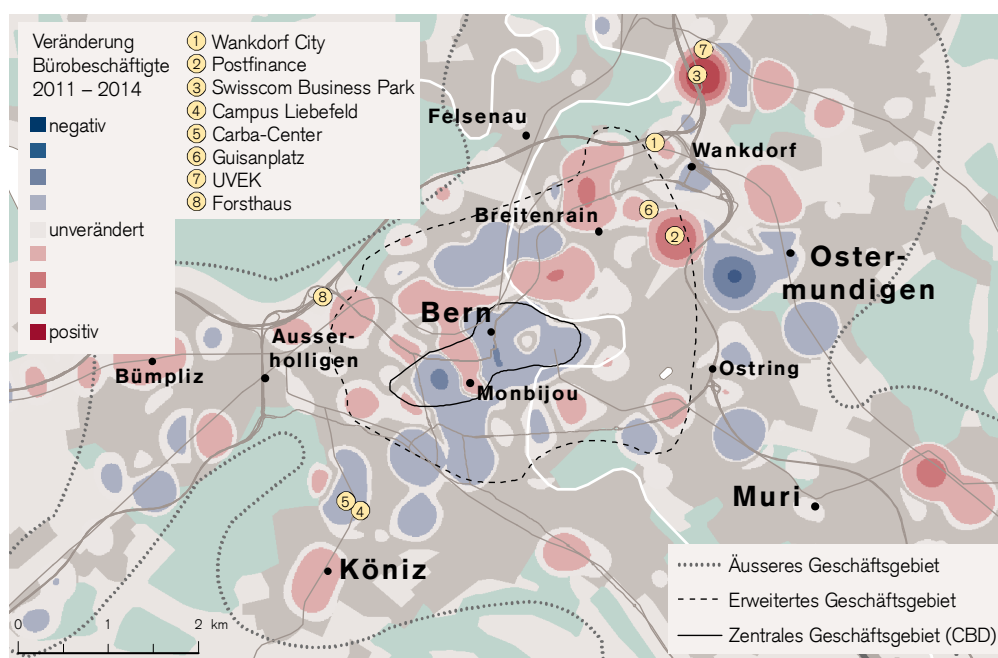


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Bern

Abb. 57: Räumliche Entwicklung der Berner Bürobeschäftigung

Veränderung der Bürobeschäftigung, absolut pro ha, 2011 – 2014



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

Der Büromarkt wächst vor allem im Nordosten

Der Berner Büroflächenmarkt wächst weniger kräftig, jedoch nach wie vor hauptsächlich an seinen Rändern. Zwischen 2011 und 2014 nahm die Bürobeschäftigung um 2.8% zu, was in einer zusätzlichen Flächennachfrage von schätzungsweise 100'000 m² resultierte. Gewachsen ist der Flächenbedarf ausschliesslich im erweiterten und äusseren Geschäftsgebiet mit jeweils über 60'000 m² (vgl. Abb. 57). Der Berner Büroflächenmarkt dehnt sich schwergewichtig in nordöstlicher Richtung aus, mit Wankdorf als neuem Zentrum. Prägnante Wachstumspole waren der Postfinance-Hauptsitz, der Swisscom Business Parc in Ittingen und das Bundesamt für Informatik in Zollikofen. Doch auch im Süden, in Liebefeld, wächst der Büromarkt. Die Bundesverwaltung hat den Campus Liebefeld bezogen, das neuerstellte Carba Center ist bald voll vermietet, und ein weiteres Bürogebäude sollte noch folgen. Der Berner Central Business District (CBD) durchlief derweil eine gegenläufige Entwicklung und büsste an Beschäftigung ein: 2014 wurden schätzungsweise 3.8% weniger Flächen benötigt als noch 2011. Der Nachfragerückgang wurde vorwiegend durch die öffentliche Verwaltung und Finanzdienstleister verursacht, die ihre Tätigkeiten aus der Innenstadt verschoben. Die höchste Zusatznachfrage stammt von Architektur- und Ingenieurbüros, gefolgt von Interessenvertretungen.

Nachfrage bleibt verhalten stabil

Seit 2014 dürfte die Flächennachfrage im tiefen fünfstelligen Quadratmeter-Bereich zugenommen haben. Insbesondere das Gesundheitswesen und die Unternehmensdienstleistungen sollten die Flächennachfrage gestützt haben. Die von der öffentlichen Verwaltung dominierte Branchenstruktur geht mit verhaltenen, dafür stabilen Wachstumsaussichten einher. Die grössten Entwicklungspotenziale versprechen das Gesundheitswesen und die Informatikbranche. Für 2017 rechnen wir für den Büroflächenmarkt Bern mit einer organisch wachsenden Zusatznachfrage von rund 15'000 m². Gemessen am Bestand ist dies der höchste Wert unter den Grosszentren. Auf längere Sicht könnte Bern jedoch im Zuge der Umsetzung der USR III gegenüber anderen Grosszentren an Standortattraktivität einbüßen. Bern gehört zu jenen Kantonen, deren Steuereinnahmen zu einem grösseren Teil auf ordentlich besteuerte Firmen entfallen. Eine Reduktion der ordentlichen Steuersätze auf das Niveau der günstigsten Kantone würde folglich hohe Mindereinnahmen bei den ordentlichen Steuerzahlern verursachen. Der Kanton Bern rechnet in Szenarien mit einer Gewinnsteuerbelastung von 16.37%. Damit wäre der Unternehmensstandort Bern aus steuerlicher Sicht zwar attraktiver als Zürich, würde im Steuerranking aber deutlich hinter die anderen Grosszentren zurückfallen.

Flächenangebot mit Ausnahme des CBD rückläufig

Gegenwärtig weist der für seine Stabilität bekannte Büromarkt Bern mit insgesamt 122'000 m² an ausgeschriebenen Bestands- und Neuflächen die tiefste Angebotsziffer (3.6%) unter den Grosszentren auf (vgl. Abb. 59). Seit Ende 2015 sind die ausgeschriebenen Flächen um ge-

samthaft 8.8% zurückgegangen. Insbesondere im erweiterten Geschäftsgebiet sind derzeit kaum Flächen im Angebot. Abgenommen hat das Berner Büroflächenangebot aber vor allem im äusseren Geschäftsgebiet, wo 23'000 m² weniger im Angebot stehen als noch Ende 2015. Im CBD sind die ausgeschriebenen Flächen dagegen kräftig um 67.8% gestiegen (+16'000 m²). Der Zusammenzug von Büros des Bundes und staatsnahen Betrieben ausserhalb des CBD schreitet voran und sorgt dafür, dass Büros an attraktiven Innenstadtlagen ins Angebot gelangen. In Anbetracht der tiefen Angebotsziffer liegen die offiziellen Leerstände von Büro und Praxisräumlichkeiten in der Stadt Bern auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Per Juni 2016 standen 99 Objekte mit einer Gesamtfläche von 75'000 m² leer. Die vakanten Büroflächen bestehen zu grossen Teilen aus schwierig vermietbaren Bestandsflächen, die bereits seit über einem Jahr leer stehen. Gegenüber dem Vorjahr sind die Leerstände zwar um 10% gestiegen, die Zunahme ist im Vergleich zur Verdoppelung im Vorjahr aber überschaubar. Wir erwarten, dass die Leerstände im nächsten Jahr erstmals wieder abnehmen werden.

Kurze Insertionsdauer

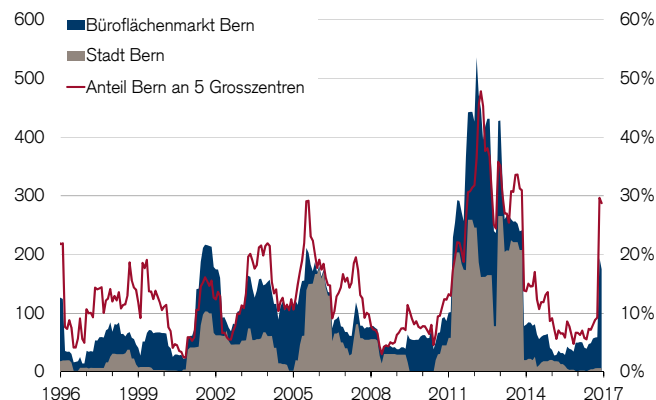
Trotz des in den letzten Jahren gestiegenen Angebots kann von einem übersättigten Markt in der Berner Innenstadt derzeit kaum die Rede sein. Dies belegt die kurze Insertionsdauer. Im Berner CBD und im erweiterten Geschäftsgebiet beträgt diese nur 70 bzw. 83 Tage und hat im CBD gegenüber 2015 sogar abgenommen. Zum Vergleich: In keinem anderen Grosszentrum liegt die Insertionsdauer in einem Geschäftsgebiet unter 110 Tagen. Einzig im äusseren Geschäftsgebiet Berns beträgt die mittlere Dauer 150 Tage, was für die Peripherie aber nicht unüblich ist. Die Abschlussmieten sind in der gesamten Region Bern per 2. Quartal 2016 gegenüber dem Vorjahr leicht gestiegen (0.2%). Seit Mitte 2013 bewegen sich die Berner Mieten auf stabilem Niveau.

Konsolidierung des Bundes erzeugt viel Dynamik

Wir erwarten vorerst einen weiteren Rückgang des Flächenangebots. Erst mit der Fertigstellung der zweiten Entwicklungsphase im Wankdorf City sowie dem Zusammenzug des Bundes im Gebiet rund um den Guisanplatz dürfte das vergleichsweise tiefe Angebot auf dem Berner Büroflächenmarkt einen deutlichen Anstieg erfahren. Mit einer bewilligten Bausumme von CHF 175 Mio., die sich deutlich über dem langjährigen Mittel von CHF 118 Mio. bewegt, kündigt sich die neue Ausweitungswelle bereits an (vgl. Abb. 58). Der Anteil der Ausweitung in Bern an allen fünf Grosszentren ist mit 26.4% beinahe doppelt so hoch wie im langjährigen Mittel. Ausschlaggebend für die Dynamik ist der Neubau eines Verwaltungsgebäudes des Eidgenössischen Departements für Umwelt, Verkehr, Energie und Kommunikation (UVEK) in Ittigen mit einer Bausumme von CHF 150 Mio. In einer ersten Ausbaustufe sollen in dem neuen Verwaltungszentrum 600 neue Arbeitsplätze geschaffen werden. In einer zweiten Etappe dürfte der Standort mit rund 2200 Arbeitsplätzen zu einem der grösseren Standorte der Bundesverwaltung ausgebaut werden. Als weiterer Konsolidierungsschritt soll in Zollikofen auf dem Areal Meilen bis 2021 ein zweites Verwaltungsgebäude realisiert werden. Die Berner Stadtverwaltung plant ihrerseits, die baubezogenen Verwaltungsabteilungen mit 370 Büroarbeitsplätzen am Standort Forsthaus zusammenzuführen. Angesichts dieser fortgesetzten Standortkonzentration und eines in der Stadt Bern tiefen Niveaus der Baubewilligungen von CHF 7 Mio. dürften in der Innenstadt weiterhin überwiegend Bestandsflächen auf den Markt kommen. Der Umbau des Berner Büromarktes schreitet damit voran.

Abb. 58: Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

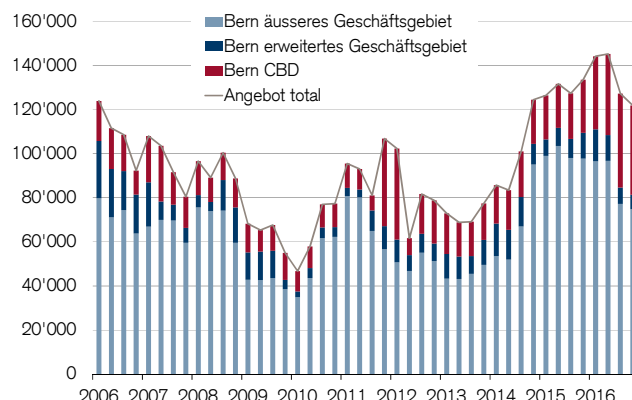
12-Monats-Summe in CHF Mio.; Anteil am Total der Grosszentren (rechte Skala)



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 59: Entwicklung der angebotenen Büroflächen

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Flächen (Bestand und Neubau), in m²

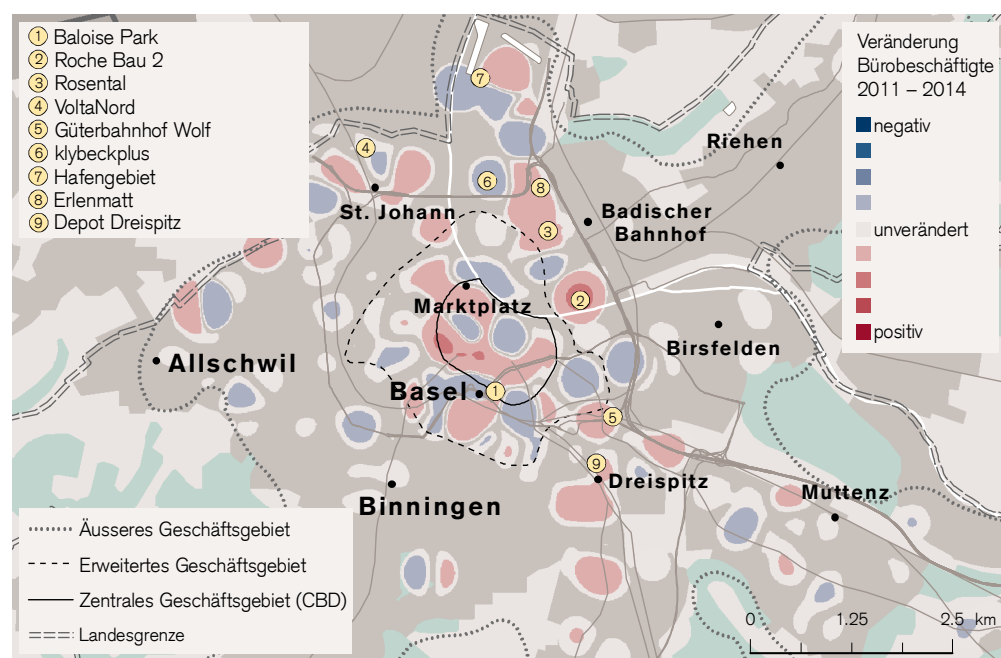


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Basel

Abb. 60: Räumliche Entwicklung der Basler Bürobeschäftigung

Veränderung der Bürobeschäftigung, absolut pro ha, 2011 – 2014



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

Beschäftigungswachstum ist breit abgestützt

Mit dem Standortversprechen der beiden Pharmamultis hat der Wirtschaftsstandort Basel neues Selbstvertrauen gefunden, was sich in einem vielschichtigen Wachstum niedergeschlagen hat. Die erhöhte Dynamik zeigt sich unter anderem an der wachsenden Zahl von Grenzgängern mit Arbeitsort in der Stadt Basel. Deren Zahl hat seit 2011 um 3.0% pro Jahr zugenommen, nachdem sie zuvor jahrelang konstant geblieben war. Zwischen 2011 und 2014 wuchs die Bürobeschäftigung auf dem Büroflächenmarkt Basel um 2.8%, was die Nachfrage nach Büroflächen um schätzungsweise 90'000 m² steigerte. Das Flächenwachstum war dabei mit fünf Branchen, die je eine Zusatznachfrage von gegen 20'000 m² generierten, breit abgestützt. Abgenommen hat der Flächenbedarf hingegen bei der chemischen Industrie, der Rechts- und Steuerberatung sowie dem Versicherungswesen. Räumlich betrachtet hat die Flächennachfrage in allen drei Geschäftsgebieten zugenommen – mit 3.6% am deutlichsten im äusseren Geschäftsgebiet, namentlich in Kleinbasel (vgl. Abb. 60). Rund ein Drittel des Nachfragewachstums in diesem Gebiet stammt von der Pharmaindustrie. Während die Flächennachfrage in zentralen Geschäftsgebieten (CBD) einiger Gross- und Mittelzentren zwischen 2011 und 2014 rückläufig war, konnte die Basler Innenstadt ebenfalls ein Wachstum ausweisen. Im CBD wurden 2014 geschätzte 20'000 m² Bürofläche mehr benötigt als noch drei Jahre zuvor.

Rahmenbedingungen versprechen weiteres Wachstumspotenzial

Angeführt von der Pharmaindustrie weist die Basler Branchenstruktur eines der schweizweit höchsten mittelfristigen Wachstumspotenziale auf. Für 2017 rechnen wir für den Büroflächenmarkt Basel mit einer organisch wachsenden Zusatznachfrage von bis zu 20'000 m². Im Rahmen der USR III dürfte zudem die Standortqualität Basels aus Unternehmersicht gestärkt werden. Basel-Stadt beabsichtigt eine Reduktion des Gewinnsteuersatzes von heute 22.2% auf 13.0%. Weiter soll der heute mit 5.25 Promille relativ hohe Kapitalsteuersatz auf 1 Promille gesenkt werden. In der Kantonsrangliste der steuerlichen Attraktivität resultiert für das heutige Schlusslicht Basel-Stadt eine Verbesserung um 19 Ränge auf Platz 8. Im Standortqualitätsindikator wird sich Basel-Stadt damit gar auf den zweiten Kantonsrang vorschieben.

Angebot besteht mehrheitlich aus Neubauf Flächen

Die auf dem Büroflächenmarkt Basel ausgeschriebenen Flächen haben sich seit Ende 2014 kontinuierlich reduziert und belaufen sich derzeit auf noch etwa 123'000 m² oder rund 3.8% des Bestands (vgl. Abb. 62). Während die Angebotsflächen im CBD und im erweiterten Geschäftsgebiet abgenommen haben, sind sie im äusseren Geschäftsgebiet konstant geblieben. Im Basler CBD ist die Angebotsziffer mit 2.0% besonders tief. Der Grossteil der ausgeschriebenen Flächen konzentriert sich auf das erweiterte Basler Geschäftsgebiet, das mit 7.0% die höchste Angebotsziffer in Basel aufweist. Ein ausgesprochen hoher Anteil des Basler Angebots entfällt dabei auf neu erstellte oder geplante Büroflächen, während nur gerade 45% des ausgeschrie-

benen Angebots dem Bestand entstammen. Im erweiterten Geschäftsgebiet macht der Bestand sogar lediglich 16% aus. Zum Vergleich: In den übrigen Grosszentren entfallen nie weniger als 48% des Angebots auf den Bestand.

Tiefe Leerstandsnummer im Stadtkanton

Da ein grosser Teil des Angebots auf im Bau befindliche oder erst geplante Flächen entfällt, lag die Leerstandsnummer der Büroflächen in Basel-Stadt per 1. Juni 2016 bei tiefen 2.5%. Die Basler Leerstände sind gegenüber dem Vorjahr um 6000 m² auf 55'000 m² gesunken und liegen damit auf dem tiefsten Stand der letzten sieben Jahre. Dazu beigetragen hat die temporäre baubedingte Zusatznachfrage seitens Baloise. Mit der Fertigstellung des Baloise Park im Jahr 2020 dürften diese Flächen allerdings wieder frei werden. Zusätzlich sollten mit dem Zusammenschluss von Roche auf dem Wettsteinareal in den nächsten sechs bis sieben Jahren sukzessive bis zu 70'000 m² an Bestandsflächen ins Angebot gelangen. Wir rechnen daher künftig mit höheren Leerständen im Stadtkanton. Im Gegensatz zur Stadt sind die leer stehenden Büroflächen in Basel-Landschaft um knapp 16'000 m² auf 79'000 m² gestiegen, nachdem sie seit 2011 mehr oder weniger stagniert hatten.

Konstante Insertionsdauer und steigende Mieten

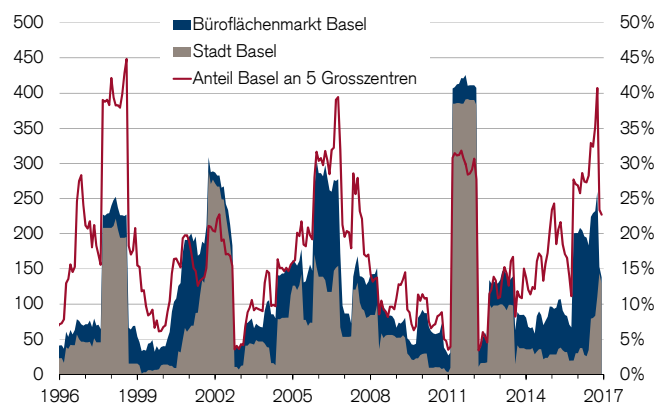
Der Basler Büromarkt präsentiert sich zurzeit stabil, was die im Vergleich zu anderen Grosszentren seitwärts tendierende mittlere Insertionsdauer für Büroflächen bestätigt. Im CBD und im äusseren Geschäftsgebiet beläuft sich die Insertionsdauer auf über 160 Tage, im erweiterten Gebiet liegt sie mit 113 Tagen deutlich tiefer. Dass auf dem Büroflächenmarkt Basel kein Überangebot herrscht, widerspiegelt die Entwicklung der Mieten. Gemäss dem hedonischen Mietpreisindex stiegen die Abschlussmieten in der Region Basel per 2. Quartal 2016 im Vorjahresvergleich um 2.4%. Damit konnte sich der Basler Markt dem Mietpreisrückgang, der vor allem in den grossen Märkten Genf und Zürich zu beobachten ist, erfolgreich entziehen.

Baubewilligungen dürften 2017 Rekordstand erreichen

Bekanntlich werden auf dem Basler Büroflächenmarkt in den kommenden Jahren neue Büroflächen in beträchtlichem Umfang errichtet werden. Derzeit liegt die 12-Monats-Summe der Baubewilligungen mit CHF 138 Mio. indessen nur wenig über dem langjährigen Mittel von CHF 134 Mio. (vgl. Abb. 61). Gestützt wird diese Summe durch den Neubau des Baloise-Hauptsitzes am Aeschengraben. Wie den Baugesuchen zu entnehmen ist, dürfte die Ausweitung bald auf ein Rekordhoch steigen. Weitere Baugesuche für den Baloise-Hauptsitz stehen zur Prüfung bereit, und das zweite Roche-Hochhaus (Bau 2) mit einer Investitionssumme von CHF 550 Mio. wartet ebenfalls auf eine Genehmigung. Für die weitere Flächenexpansion verfügt die Stadt Basel über diverse unternutzte Areale, die entwickelt werden können (Rosental, VoltaNord, Dreispitz, Güterbahnhof Wolf, Klybeckplus, Hafengebiet Klybeck-Kleinhüningen). Trotz wachsender Fortschritte auf dem Erlenmattareal dürfte daher das städtebauliche Potenzial, neue Nutzungen zu realisieren und gar ganze neue Stadtquartiere entstehen zu lassen, so rasch nicht schwinden. Derartige Entwicklungen brauchen jedoch Zeit, wie das Beispiel des geplanten Hochhauses Am Depot Dreispitz zeigt, um das es in letzter Zeit ruhig geworden ist.

Abb. 61: Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

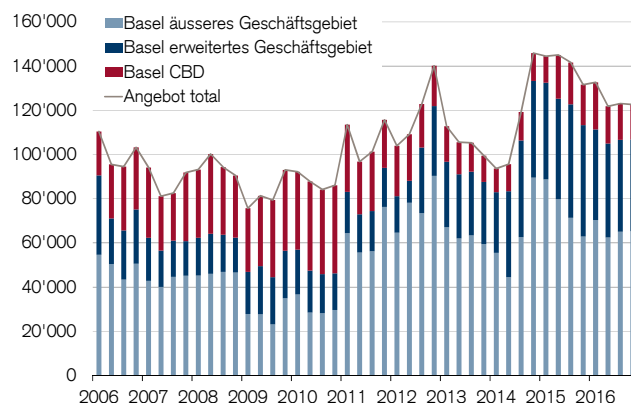
12-Monats-Summe in CHF Mio.; Anteil am Total der Grosszentren (rechte Skala)



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 62: Entwicklung der angebotenen Büroflächen

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Flächen (Bestand und Neubau), in m²

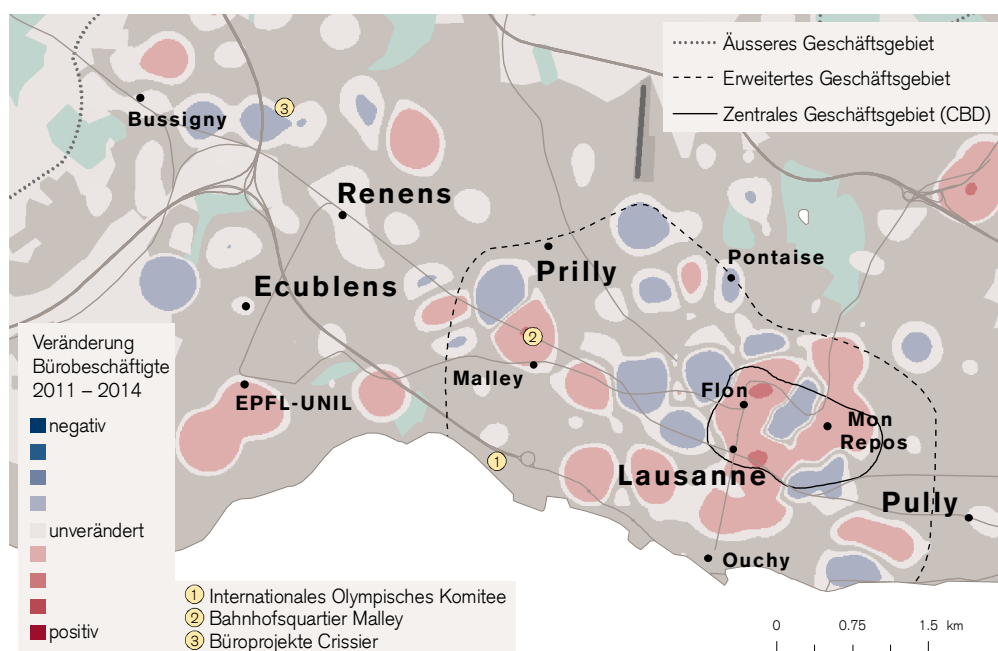


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Lausanne

Abb. 63: Räumliche Entwicklung der Lausanner Bürobeschäftigung

Veränderung der Bürobeschäftigung, absolut pro ha, 2011 – 2014



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

Lausanne mit grösstem Beschäftigungswachstum aller Grosszentren

Die Genferseeregion war bis 2010 jahrelang einer der zentralen Treiber der Schweizer Wirtschaftsentwicklung. Der darauf folgende Dynamikverlust prägt seither die regionale Entwicklung in Form einer reduzierten Flächennachfrage und eines hohen Angebots. Der Büroflächenmarkt Lausanne ist allerdings weit weniger stark betroffen als Genf und verzeichnete zwischen 2011 und 2014 mit 3.4% das höchste Bürobeschäftigungswachstum aller fünf Grosszentren. Dies dürfte einen zusätzlichen Bedarf von schätzungsweise 85'000 m² Büroflächen generiert haben (vgl. Abb. 63). Das Wachstum war mit der öffentlichen Verwaltung, Unternehmensführung und -beratung, Architektur- und Ingenieurbüros sowie der Personalvermittlung breit abgestützt. Flächeneinbussen waren vorwiegend in der Finanzindustrie und damit verbundenen Tätigkeiten zu beobachten. Das Beschäftigungswachstum war über die drei Geschäftsgebiete hinweg relativ homogen, wobei im Unterschied zu anderen Grosszentren vor allem der Central Business District (CBD) eine sehr positive Entwicklung erfuhr. Dies dürfte dadurch bedingt sein, dass Lausanne weniger von Bestrebungen zur Zusammenlegung und Zentralisierung von Unternehmens- und Verwaltungsstandorten betroffen ist als andere Grosszentren. Flächenmässig am meisten zulegen konnte allerdings das weitläufige äussere Geschäftsgebiet mit rund 40'000 m², gefolgt vom CBD mit rund 26'000 m².

Verbesserung der Lausanner Standortqualität

Den aktuellen wirtschaftlichen Herausforderungen und Unsicherheiten vermag sich die diversifizierte Lausanner Branchenstruktur kaum zu entziehen, und das Beschäftigungswachstum dürfte 2015 und insbesondere 2016 tiefer ausgefallen sein. 2016 nahm die Beschäftigung im Dienstleistungssektor der gesamten Genferseeregion bis zum 3. Quartal sogar um 0.1% ab. Mittelfristig verspricht die vom Gesundheits- und Bildungswesen geprägte Branchenstruktur ein leicht überdurchschnittliches Wachstumspotenzial. Für 2017 rechnen wir für den Büroflächenmarkt Lausanne mit einer Zusatznachfrage von gut 10'000 m². Im Rahmen der USR III dürften im Kanton Waadt die Unternehmenssteuern besonders stark fallen. Die Waadtländer Stimmbürger stimmten im März 2016 der Reduktion des ordentlichen Gewinnsteuersatzes von heute 21.7% auf 13.8% deutlich zu. Im Kantonsranking der steuerlichen Gesamtbelastung wird Waadt in Zukunft voraussichtlich Rang 5 belegen und braucht damit den internationalen Vergleich bezüglich Standortqualität nicht zu scheuen.

Leichte Reduktion des Überangebots

Dank der relativ robusten Entwicklung konnte das ausgeschriebene Büroflächenangebot in den letzten Quartalen stabilisiert und jüngst sogar leicht reduziert werden. Die derzeit inserierten 164'000 m² entsprechen einer Angebotsziffer von 6.4% – dem nach Genf und Zürich dritthöchsten Wert der Schweiz (vgl. Abb. 65). Die vergleichsweise hohe Angebotsziffer auf dem Büromarkt Lausanne ist in erster Linie auf das äussere Geschäftsgebiet zurückzuführen, wo

gegenwärtig 10.4% der Flächen im Angebot sind. Diese Flächen entsprechen 75% des gesamten Angebots in Lausanne. Am meisten Flächen offeriert nach wie vor das Business Village in Bussigny-près-Lausanne mit 24'000 m² – allerdings nur auf Plan. Über den gesamten Büroflächenmarkt sind die ausgeschriebenen Büroflächen seit Ende 2015 um 7.5% gesunken. Im Gegensatz zum äusseren Geschäftsgebiet haben sich die Flächen im Lausanner CBD und dem erweiterten Geschäftsgebiet deutlich reduziert, was das intakte Nachfragebild für den Kern des Lausanner Büroflächenmarktes unterstreicht. Die Angebotsziffer im CBD ist mit 4.1% eine der tiefsten unter den Schweizer Grosszentren. Äusserst selten sind neue Flächen im Angebot zu finden. Entsprechend weist Lausanne mit 11.3% einen fast so tiefen Neufächenanteil auf wie Genf. Das bereits seit 2010 bestehende hohe Flächenangebot, das ursprünglich angebotsseitig getrieben war, hat dazu geführt, dass Investitionen in Büroneubauten rar geworden sind. Trotz des hohen Angebots an Bestandsflächen sind die Leerstandszahlen vergleichsweise tief, sind jüngst aber etwas gestiegen. In den beiden Stadtbezirken Lausanne und Ouest lausannois haben die leer stehenden Flächen 2016 um 10'000 m² zugenommen und liegen mit 39'000 m² wieder im Bereich des Niveaus von 2014. Ausserhalb der Stadt verzeichnete der Bezirk Morges mit 8000 m² den grössten Anstieg. Die Zahl der leer stehenden Objekte ist auf dem Büroflächenmarkt Lausanne innert Jahresfrist von 103 auf 119 gestiegen. Weil sich die Bautätigkeit in den letzten Jahren stark beruhigt hat, rechnen wir nicht mit einem weiteren Anstieg der Leerstände im laufenden Jahr.

Höchste Insertionsdauer aller Grosszentren

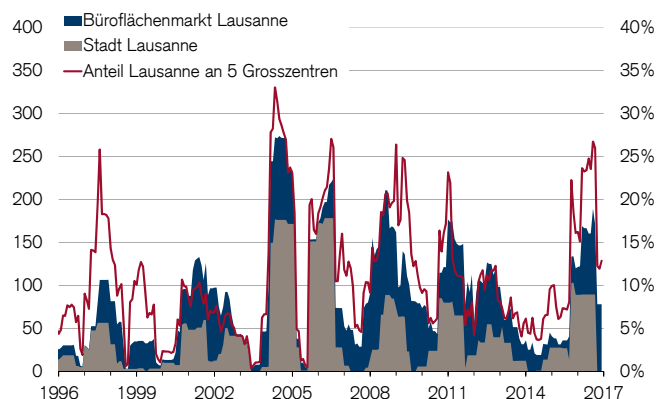
Das anhaltende Überangebot sowie die leicht gestiegenen Leerstände hinterlassen ihre Spuren in der Vermarktung. Mit Ausnahme des äusseren Geschäftsgebiets ist die Insertionsdauer in Lausanne die längste aller Grosszentren und beträgt in allen Geschäftsgebieten über 165 Tage. Auch die Mietpreisentwicklung deutet auf eine intensive Wettbewerbssituation hin: Seit Ende 2015 haben die Abschlussmieten um 2.3% abwärts korrigiert. Gemessen an den Abschlussmieten weist Lausanne seit 2005 jedoch mit 43.6% noch vor Genf das höchste Mietpreiswachstum aller Grosszentren auf. In Anbetracht der schwachen Nachfrageentwicklung und ihres hohen Niveaus dürften die Mietpreise unter Druck bleiben.

Ausweitung schreitet im Westen Lausannes voran

Mit dem Bau des neuen Hauptsitzes des Internationalen Olympischen Komitees, der dem Zusammenzug von rund 600 Mitarbeitern dient, regt sich die Bautätigkeit in Lausanne wieder etwas stärker. In den Jahren 2014/2015 waren kaum Aktivitäten zu beobachten. Die bewilligten Bauvorhaben summieren sich gegenwärtig auf CHF 78 Mio., womit die Ausweitung leicht stärker ist als im langfristigen Mittel (vgl. Abb. 64). Auf die Stadt Lausanne entfällt dabei ein nur noch vernachlässigbares Volumen; der Grossteil der Ausweitung wird demzufolge in den Agglomerationsgemeinden erfolgen. Am stärksten zu Buche schlagen zwei Bürogebäude in der Gemeinde Crissier. Vom Stimmvolk abgesegnet wurde zudem die Umgestaltung des Bahnhofquartiers Malley. Das neue Quartier soll dereinst Raum für 630 neue Arbeitsplätze und 420 neue Bewohner bieten. An weiteren Projektideen mangelt es in Lausanne nicht. Insbesondere bei den regionalen Bahnhöfen sind Arealentwicklungen – an bester ÖV-Lagegüte – in Planung. Das Angebot dürfte damit im erweiterten und äusseren Geschäftsgebiet auch künftig eher von hohen Angebotsziffern gekennzeichnet bleiben.

Abb. 64: Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

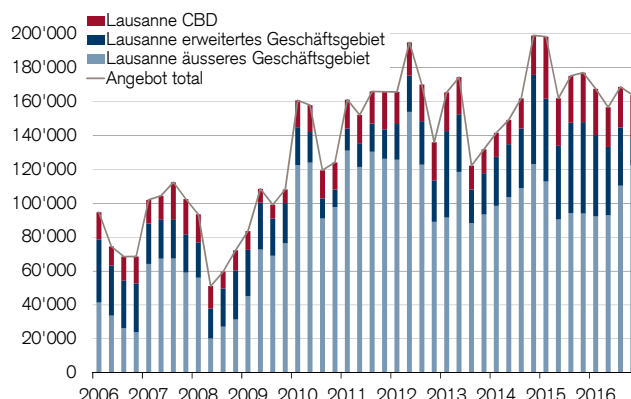
12-Monats-Summe in CHF Mio.; Anteil am Total der Grosszentren (rechte Skala)



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 65: Entwicklung der angebotenen Büroflächen

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Flächen (Bestand und Neubau), in m²



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Ausblick Büroflächen 2017

Die Schweizer Wirtschaft dürfte gemäss unseren Einschätzungen 2017 um 1.5% expandieren. Das Wirtschaftswachstum bleibt damit hinter der Dynamik von vor der Aufhebung des Mindestwechsellkurses zurück. Der Spardruck infolge des starken Schweizer Frankens zwingt die Unternehmen, ihre Prozesse zu optimieren und die Kosten zu reduzieren. Den Büroflächenmarkt betrifft dies in Form von ressourcenoptimierenden Arbeitsplatzmodellen oder wegfallenden Arbeitsplätzen, die entweder der Automatisierung oder einer Verlagerung ins Ausland zum Opfer fallen. Zudem gelangen wegen des anhaltenden Strukturwandels in der Finanzindustrie zusätzliche Flächen auf den Markt. Unter dem Strich dürfte das Wirtschaftswachstum aber ausreichen, um wieder eine moderate zusätzliche Nachfrage nach Büroflächen zu generieren. Die Schweizerische Nationalbank wird die Zinsen mit hoher Wahrscheinlichkeit im negativen Terrain belassen, sodass Anlagen und Investitionen in Büroimmobilien attraktiv bleiben. Die Ausweitung dürfte daher etwa auf dem aktuellen Niveau verharren, sich jedoch verstärkt in die Mittelzentren verlagern. Bei dieser Ausgangslage dürfte das Überangebot indes kaum schrumpfen, weshalb sich die Mieter weiterhin einer komfortablen Verhandlungsposition erfreuen. Bei Investoren beliebt bleiben dürften Büroobjekte an sehr guten Lagen, während sich die Vermarktungssituation bei schlecht erreichbaren oder veralteten Büroflächen weiter verschärfen wird.

Nachfrage

Ausgangslage: ➔

Ausblick: ➔

Ein aufkeimendes Beschäftigungswachstum sollte die Zusatznachfrage nach Büroflächen 2017 mit rund 240'000 m² wieder in den leicht positiven Bereich steuern. Wie bereits in den vergangenen drei Jahren dürfte das Nachfragewachstum schwergewichtig dem Gesundheitswesen und den öffentlichen Diensten zu verdanken sein. Diese positive Entwicklung dürfte zusätzlich vom Abklingen der Standortunsicherheiten getragen werden. Flächenoptimierungen und der Automatisierungstrend dämpfen demgegenüber die Nachfrage.

Angebot

Ausgangslage: ➔

Ausblick: ➔

Das anhaltend tiefe Zinsniveau macht Investitionen in neue Büroflächen weiterhin attraktiv, weshalb die bewilligten Bauvorhaben auf dem langjährigen Mittel von CHF 2 Mrd. verharren. In Anbetracht der verhaltenen Nachfrageaussichten dürfte die Ausweitung zu hoch sein, um eine Kehrtwende bei den Leerständen zu bewirken. Immerhin ist das schweizweite Angebot trotz der schwachen Nachfrage 2016 stabil bei 2.2 Mio. m² geblieben. Eine Erholung ist für 2017 aber nicht in Sicht.

Leerstände

Ausgangslage: ➔

Ausblick: ➔

Die Leerstandsziffer, die als Teilerhebung 43% des Büroflächenmarktes abdeckt, ist im fünften Jahr in Serie gestiegen – jedoch weniger deutlich als noch in den Jahren zuvor. Wegen der etwas positiveren Beschäftigungsaussichten und der Verschiebung der Ausweitung weg von den Grosszentren dürften sich die Leerstände 2017 in den beobachteten Regionen auf hohem Niveau seitwärts bewegen. Dies auch, weil die Leerstände vermehrt in den von der Teilerhebung weniger gut abgedeckten Geschäftsgebieten ausserhalb der Innenstädte anfallen.

Mietpreise

Ausgangslage: ➔

Ausblick: ➔

Die Mietpreise für Büroflächen dürften 2017 rückläufig bleiben – insbesondere in Grosszentren mit hoher Angebotsquote wie Genf, Zürich und Lausanne. In einzelnen Zentren nehmen die Abschlussmieten zwar zu, sie dürften aber aufgrund nicht abgebildeter verkaufsfördernder Konzessionen seitens der Vermieter tendenziell gegen oben verzerrt sein.

Performance (Total Return)

Ausgangslage: ➔

Ausblick: ➔

Die nach wie vor hohe Renditedifferenz zu anderen Anlageklassen und die fehlenden Anlagealternativen halten die Nachfrage nach Büroimmobilien aufrecht. Dies insbesondere an Top-Lagen, was dort zu weiteren Wertzunahmen führt. Abseits der Top-Lagen beginnt sich die verhaltene Nachfrage auf die Verkaufspreise auszuwirken. Die sinkenden Mieten, die höheren Leerstände und der gestiegene Vermarktungsaufwand drücken zudem auf die Ertragssituation. Gesamthaft rechnen wir mit leicht steigenden Renditen, gleichzeitig aber auch mit einer zunehmenden Zerteilung des Marktes zwischen Top-Lagen und dem übrigen Markt.

Exkurs Digitalisierung

Vom Digital Day zum Digital Age

Jeder Geschäftsführer, jeder Verwaltungsratspräsident und jedes Geschäftsleitungsmitglied hat irgendwann in den letzten Jahren seinen persönlichen Digital Day erlebt. Den Tag der Erleuchtung. Den Tag, an dem sich letztlich die persönliche Erkenntnis durchsetzte, dass die Digitalisierung nicht einfach ein neuer Trend ist, den es, wie zum Beispiel den Nachhaltigkeitstrend, in die eigene Geschäftstätigkeit einzubauen gilt, sondern ein Trend, der das eigene Geschäftsmodell mit grosser Wahrscheinlichkeit infrage stellt.

Nicht digitale Strategien sind gefragt, sondern Strategien in einer digitalen Welt

Zu dieser Erkenntnis beigetragen haben die unzähligen Wirkungspunkte, welche die Digitalisierung praktisch in jedem Glied der eigenen Wertschöpfungskette hat, sowie die vielen IT getriebenen Innovationen, welche die globalen Märkte verändert haben. Den Führungskräften dämmert es, dass jahrzehntealte Gesetzmässigkeiten an Bedeutung verlieren und ein neues Zeitalter – ein digitales Zeitalter – angebrochen ist. Entsprechend stehen sie vor der Aufgabe, ihr bestehendes Geschäftsmodell in ein digitales Geschäftsmodell zu transformieren.

Disruptiver Charakter der Digitalisierung

Was die Digitalisierung von anderen Trends unterscheidet – und seien es auch Megatrends – ist ihr disruptiver Charakter. Digitalisierung ist Revolution. Am Beispiel von iTunes, dem ersten global erfolgreichen digitalen Vertrieb von Musik, wurde der Unterschied zwischen bewahrenden Innovationen – die an den grundlegenden Verhältnissen nichts ändern – und disruptiven Innovationen besonders deutlich. Auch die Erfindung der CD war eine bahnbrechende technische Innovation. Sie verbannte die Schallplatte in ein Nischendasein, änderte jedoch an der Wertschöpfungskette nichts. Die Hersteller von Unterhaltungselektronik boten CD-Spieler anstelle von Plattenspielern an, die Presswerke verlegten sich auf die neuen Tonträger und blieben ebenso im Geschäft wie die Plattenhändler. Auch im Verhältnis zwischen Künstlern und Musikverlagen änderte sich nicht viel. Der Markt blieb, wie er war. Der iTunes Music Store nahm hingegen nicht nur Presswerke und Händler aus dem Spiel, er hat auch dem Zwang, für ein Musikstück ganze Alben zu kaufen, beseitigt.

Immobilienwirtschaft als digitaler Nachzügler

Die Immobilienwirtschaft hierzulande ist relativ spät in den Sog der Digitalisierung geraten. Dabei waren die elektronischen Immobilienmarktplätze wie homegate oder ImmoScout24 bereits ab der Jahrtausendwende aktiv und erreichten rasch eine grosse Verbreitung. Gerade das direkte Zusammenführen von Anbietern und Nachfragern ist eine der grossen Errungenschaften der Digitalisierung. Airbnb und Uber sind nur zwei Beispiele, die dank digitaler Technik exakt diese Vermittlerfunktion perfektioniert haben. Trotzdem steht die Immobilienwirtschaft erst am Anfang des Transformationsprozesses. Nur die wenigsten Immobilienunternehmen haben eine digitale Grundstrategie für alle Unternehmensbereiche. Vieles ist noch Stückwerk. Viele dachten zunächst, die Immobilienbranche sei eine analoge Branche auf der Basis von Backstein und Ziegel, und sahen daher keinen Handlungsbedarf. Doch die Digitalisierung tangiert Immobilien, weil sie die Art, wie wir leben und arbeiten, fundamental verändert. Andere begnügen sich damit, nur die Verkaufskanäle und gegebenenfalls auch die Produkte zu digitalisieren. Sie glauben, mit einem Vertrieb über das Internet und dem Einbau von gewissen Sensoren in die Produkte genug für die digitale Transformation zu tun. Doch digitale Technologien helfen etablierten Firmen nicht bloss, Bisheriges etwas schneller oder besser zu tun. Digitale Technologien ändern die Art und Weise, wie Geschäftsprozesse ablaufen, sie durchdringen jeden Teil einer Firma und verändern Wertschöpfungsketten. Erst seit gut einem Jahr steht nach Fintech und Insurtech nun auch die Immobilienwirtschaft im Fokus der Digitalisierung, wie das Entstehen zahlreicher sogenannter Proptech-Unternehmen neuerdings deutlich macht. Der Anspruch vieler dieser Startup-Gründer ist es, nicht nur neue Produkte zu kreieren, sondern die Marktstrukturen zu verändern.

Neue digitale Welt

Die digitale Revolution beruht auf zwei zentralen Entwicklungen. Immer kleiner werdende Mikrochips haben es einerseits erlaubt, ungeheure Mengen von Informationen kostengünstig zu speichern und zu verarbeiten. Mit der Vernetzung über das Internet wurden diese Informationen andererseits jederzeit und überall verfügbar. Die Auswirkungen sind fundamental. Man denke nur daran, wie Building Information Modeling (BIM) dank Vernetzung unterschiedlicher Akteure die Planung, Erstellung und Bewirtschaftung von Gebäuden verändert.⁵ Das Zusammenführen von

⁵ Vgl. Credit Suisse Economic Research (2016): «Schweizer Immobilienmarkt 2016», S. 32 ff.

Anbietern und Nachfragern über digitale Plattformen wird dadurch überhaupt erst möglich. Im Kern bewirken diese beiden Entwicklungen eine massive Senkung der Transaktionskosten. Nach diesen Prinzipien funktionieren beispielsweise die Marktplätze von Amazon und eBay mit ihren professionellen und semi-professionellen Händlern. Auf dieselbe Weise vermitteln auch Airbnb und Uber private Übernachtungen bzw. private Taxifahrten. Die ganze Sharing Economy wird dank der Senkung der Such- und Transaktionskosten erst wirtschaftlich. Ob dabei vakante Büroflächen, freie Privatzimmer, unternutzte Geräte oder andere Leistungen angeboten werden ist schon fast zweitrangig.

Vom Wesen der Digitalisierung

Das Aufkommen derartiger Marktplätze oder Plattformen erlaubt dank zentraler Informationsverwaltung eine sehr effiziente Allokation. Güter oder Dienstleistungen können exakt in der erforderlichen Menge, am richtigen Ort und zur richtigen Zeit zur Verfügung gestellt werden. Zwischenhändler werden vielfach ausgeschaltet, weil auch Kleinbestellungen effizient abgewickelt werden können. Die Ausschaltung der Intermediäre ist wohl eine der bedeutendsten Leistungen des Internets. Mit der Abschaffung der Vermittlerrolle einher geht eine Form der Demokratisierung oder Enthierarchisierung. Historisch gesehen war die Verbreitung von Wissen ein Flaschenhals, der den Wert der Information in ungleicher Hierarchie von Arzt zu Patient, von Anwalt zu Klient, von Lehrer zu Student, von Autoverkäufer zu Käufer verteilte. Das Internet hat diese Hierarchie zum Einsturz gebracht. Bildung, die plötzlich an jedem Punkt der Welt mit Internetanschluss zur Verfügung steht, ist dafür das Paradebeispiel. Solche Beispiele gibt es auch in der Immobilienwelt. Crowdfunding ermöglicht es tieferen Einkommensschichten beispielsweise, direkt in Immobilien zu investieren – was zuvor nur Vermögenden vorbehalten war.

Schlussfolgerungen für die digitale Transformation

Welche Schlussfolgerungen ergeben sich daraus für die transformationswilligen Unternehmen? Welche Fertigkeiten müssen sie erlernen? Welche Richtlinien befolgen, um in einer digitalen Welt zu bestehen? Am vordringlichsten für analoge Firmen ist es, digitalisierungsfähig zu werden. Dies bedeutet die konsequente Digitalisierung aller Arbeitsabläufe. Nur wenn jeder Prozessschritt digital abgebildet ist, kann die Prozessautomatisierung greifen. Nur wenn beispielsweise Mieterbeanstandungen vollständig digital prozessiert werden, können die Durchlaufzeiten drastisch verringert werden. Gleichzeitig lassen sich damit auch Arbeitsschritte auslagern, sogar kostensparend an die Kunden selber, wenn beispielsweise die Mieter eine Schadensmeldung mittels elektronischen Formulars selber ausfüllen. Solange eine Unternehmung nicht voll digitalisiert ist, kann sie die Vorteile der Digitalisierung nur unvollständig ausschöpfen. Alle Daten, die dabei anfallen, gilt es zudem konsequent zu nutzen. Nur wer seine Kunden kennt, kann diese optimal und individualisiert bedienen. Solche Kenntnisse werden immer mehr zum entscheidenden Faktor. Zahlreiche Firmen sitzen diesbezüglich auf einem Schatz, den sie aber mangels Operationalisierbarkeit der Daten oft gar nicht heben können.

It's the software ...

Auf dem Weg zur digitalen Firma kann dafür die Hardware zumeist vernachlässigt werden. Rechenkapazitäten werden heute von grossen weltweiten Anbietern, die von riesigen Skaleneffekten profitieren, angeboten (siehe Exkurs Datacenter, S. 62). Der Unterhalt einer eigenen Serverarchitektur lohnt sich deswegen nur in den wenigsten Fällen und ist oft ein Zeitverlust. Umso mehr lohnt sich eine Konzentration auf die Software. In einer digitalen Welt verschiebt sich der Fokus zusehends auf kundenorientierte Dienstleistungen. Vermieter können ihr Kerngeschäft zum Beispiel mit softwaregestützten Dienstleistungen rund um die vermieteten Flächen ergänzen, damit Zusatzgeschäfte tätigen und gleichzeitig ihre Mieter besser kennenlernen. Bezüglich der Vorgehensweise gibt es verschiedene Wege: Übernahmen oder Beteiligungen an PropTech-Unternehmen, die Gründung von Tochterfirmen oder Joint Ventures, die Lancierung digitaler Projekte oder ein umfassendes Consulting. Entscheidend ist es, innerhalb der Organisation eine Kultur zu schaffen, die digitale Innovationen fördert und Berührungängste abbaut.

Schwierige Unterscheidung zwischen Hype und nachhaltigem Trend

Eine der grossen Schwierigkeiten im Transformationsprozess zu einer digitalen Welt ist stets die Unterscheidung, ob es sich bei einer neuen Technologie um einen Hype oder um einen nachhaltigen Trend handelt. Die Blockchain-Technologie – eine der am meisten diskutierten Technologien der jüngeren Vergangenheit – zählt mit Sicherheit zur zweiten Kategorie. Ihr wird viel disruptives Potenzial zugebilligt, weshalb wir sie hier vorstellen. Die bekannteste bereits existierende Anwendung ist die Kryptowährung Bitcoin, die auf der Blockchain-Technologie gründet. Inzwischen weiss man, dass jede Geschäftstätigkeit, die auf Verträgen und Handlungsabläufen basiert, mithilfe einer Blockchain und sogenannter Smart Contracts automatisiert und damit sehr viel schneller und sicherer abgewickelt werden kann.

Blockchain – der nächste «Game Changer»?

Auf einer Blockchain werden sämtliche verschlüsselten Informationen aneinandergekettet, wodurch eine Historie entsteht. Ein derartiges digitales Register ermöglicht es, alle in der Vergangenheit getätigten Transaktionen schnell aufzurufen und zu vergleichen. Die Kette wird auf einer Vielzahl von miteinander interagierenden Computern hinterlegt, ohne einen zentralen Server zu benötigen. Dieses Netzwerk ist wichtig, denn ein Teil davon authentifiziert neu hinzugefügte Glieder der Kette. Die dezentrale Struktur stellt sicher, dass die Transaktionshistorie der Blockchain praktisch nicht oder nur mit ungeheurem Aufwand manipulierbar ist. Folglich ist die Blockchain ein Netzwerk, bei dem jeder Nutzer grundsätzlich etwas hinzufügen, aber niemand etwas entfernen kann, wobei bei jeder Transaktion die gesamte Historie weitergegeben wird. Kraft seiner lückenlosen und nicht veränderbaren Historie erlangt das System Beweiskraft. Schon das Arpanet, der für militärische Zwecke geschaffene Vorläufer des Internets, setzte auf eine dezentrale Netzwerkstruktur, weil eine solche nur schwer anzugreifen ist.

Blockchain macht Drittparteien überflüssig

Die herkömmliche Abwicklung einer Transaktion benötigt eine zentrale, unabhängige Instanz, die für die Gültigkeit der Transaktion Gewähr bietet. Dies ist beim Wareneinkauf mittels Kreditkarte beispielsweise die Kreditkartenfirma. Der grosse Vorteil der Blockchain-Technologie besteht darin, dass sie ohne diese Instanz auskommt. Die Verifizierung erfolgt automatisch durch das dezentrale Blockchain-System. Wäre z.B. das Grundbuch einer Gemeinde auf einer Blockchain hinterlegt, könnten Interessierte die Besitzverhältnisse einer Liegenschaft in Sekunden überprüfen, bei Stimmigkeit zwischen den involvierten Parteien eine Immobilientransaktion in wenigen Minuten abwickeln und schliesslich innerhalb von wenigen Stunden verifizieren lassen.

Blockchain-Technologie auf das Grundbuch angewendet

Mit einem dezentralen, auf Blockchain basierenden Grundbuch würden die weitgehend zentralen Dienstleistungen der öffentlichen Verwaltung obsolet oder zumindest effizienter. Dies würde sich wiederum positiv auf die Transaktionskosten auswirken. Eine Studie über den amerikanischen Markt kam zum Ergebnis, dass rund 75% aller rechtlichen Kosten, die infolge von Unklarheiten im Grundbuch entstehen, durch die Überführung auf die Blockchain-Technologie eingespart werden könnten.⁶ Zum Beispiel entfällt durch den Einsatz der Blockchain die notarielle Beglaubigung, die im aktuellen Zustand dafür sorgt, dass alle beteiligten Parteien zu ihrem Recht kommen. Bereits haben diverse Länder die Initiative ergriffen und damit begonnen, das Grundbuch auf eine Blockchain zu migrieren. In Schweden beispielsweise dauert der gesamte Übertragungsprozess einer Immobilie zurzeit mindestens einen Monat. Durch die Einführung der Blockchain erhofft man sich massive Effizienzgewinne. In Ghana und Honduras hingegen stehen vor allem eine Absicherung gegen Manipulationen und Korruption im Vordergrund.

Blockchain ermöglicht Einsatz intelligenter Verträge

Die Blockchain kann über die instanzlose Abwicklung von Transaktionen hinaus auch zum Abschluss von Verträgen und zur Verwaltung von Eigentumsrechten eingesetzt werden. Sogenannte Smart Contracts sind eine neue Form von Verträgen, die beim Abfassen oder Ausführen ohne Juristen oder Anwälte auskommen. Es handelt sich dabei um webbasierte Computerprotokolle, die Verträge abbilden und die Abwicklung eines Vertrags technisch unterstützen. Diese Computeralgorithmen legen fest, welche Bedingungen zu welcher Entscheidung führen. Sie könnten zum Beispiel Verträge in Echtzeit überwachen und die Rechte der Vertragspartner automatisch durchsetzen. Somit wird der Faktor Mensch als Fehlerquelle ausgeschlossen. Werden etwa die Konditionen der Überlassung einer Ware (z.B. einer Wohnung) nicht eingehalten, weil eine Partei im Zahlungsverzug ist, kann die Verwendung unterbunden werden, indem die Gebäudetechnik solange blockiert wird, bis ausstehende Zahlungen eingegangen sind. Die Erfüllung der Verträge läuft dabei vollständig automatisch ab – inklusive ihrer Überwachung. Durch den Einsatz von Smart Contracts kann das operationelle Risiko der Vertragsparteien enorm reduziert werden.

Mögliche Einflüsse auf die Immobilienwirtschaft

Die Blockchain hat damit durchaus das Potential, den Handel und die Verwaltung von Immobilien zu verändern. Einige Beobachter gehen bereits davon aus, dass sich Immobilienobjekte in Zukunft mit der gleichen Leichtigkeit wie Wertpapiere handeln lassen werden. Dank Blockchain und intelligenter Verträge können Transaktionsprozesse um einiges beschleunigt sowie Überprüfungskosten und der Einbezug von (staatlichen) Instanzen und Intermediären eingespart werden. Betrügereien sind aufgrund der höheren Transparenz und der nur schwer manipulierbaren Authentifizierung viel seltener, was die Risikokosten senkt. Sogar die Verwaltung der Mietobjekte kann mittels Smart Contracts einfacher gestaltet werden. Bis der Liegenschaftshandel vollumfänglich automatisiert ist, sind jedoch noch einige Hürden zu nehmen und vor allem Gesetze anzupassen, weshalb die Einführung der vielversprechenden Blockchain-Technologie noch einige Jahre dauern kann.

⁶ Vgl. Goldman Sachs (2016): «Blockchain – Putting Theory into Practice»

Verkaufsflächen

Die Krise gräbt sich tiefer

Der Schweizer Detailhandel ist im Umbruch. Der Onlinehandel schöpft Jahr für Jahr Marktanteile ab und stellt die Branche vor grosse Herausforderungen. Gleichzeitig fliesst viel Geld ins Ausland ab – online sowie stationär. Entsprechend präsentiert sich die Flächennachfrage ausgesprochen zurückhaltend und stützt sich vor allem auf das Food-/Near-Food-Segment. Nur dank einer ebenfalls reduzierten Flächenausweitung fallen die Ungleichgewichte nicht völlig aus dem Rahmen. Dennoch harzt die Vermietung, und die schwache Nachfrage drückt erheblich auf die Mieten. Nur an Lagen mit hoher Passantenfrequenz scheint die (alte) Welt noch zu existieren. An den übrigen Lagen haben die Mieter immer mehr die Oberhand.

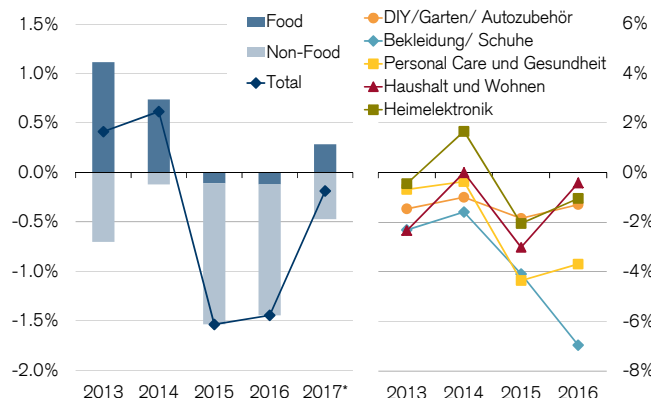
Ausland- und Online-Einkäufe binden Nachfrage zurück

Erneuter Umsatzrückgang im Detailhandel

Das Jahr 2016 war erneut ein schwieriges Jahr für den Detailhandel. Nachdem die Detailhändler 2015 bereits ein Umsatzminus (nominal –1.5%) hinnehmen mussten, gingen die Umsätze 2016 mit nominal –1.4% ein weiteres Mal merklich zurück (vgl. Abb. 66 links). Wie bereits im Vorjahr erwies sich das Food-/Near-Food-Segment mit einer Umsatzentwicklung nur knapp im negativen Bereich (–0.2%) als Stütze. Im Non-Food-Segment hingegen mussten die Händler einen Rückgang von –2.9% hinnehmen. Regelrecht abgestürzt ist der Bekleidungsdetailhandel mit einem Umsatzminus von –7.0% (vgl. Abb. 66 rechts). Aber auch für Personal Care und Gesundheit gaben die Konsumenten in der Schweiz merklich weniger Geld aus (–3.7%). In den Segmenten Heimelektronik, Haushalt und Wohnen sowie Do-it-yourself (DIY)/Garten/Autozubehör fiel der Umsatzrückgang derweil deutlich geringer aus.

Abb. 66: Detailhandelsumsätze nach Segment

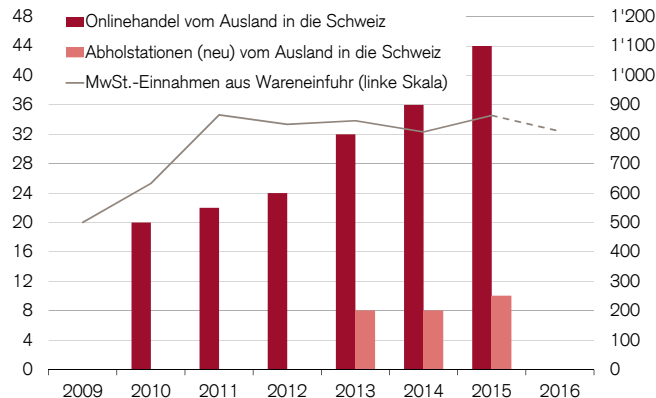
Veränderung zum Vorjahr (kalenderbereinigt), nominal; links: Wachstumsbeiträge



Quelle: GfK, Credit Suisse

Abb. 67: MwSt.-Einnahmen und Online-Auslandeinkäufe

In CHF Mio., 2016: Schätzung



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, GfK, Verband des Schweizerischen Versandhandels

Auslandeinkäufe stabilisieren sich auf hohem Niveau

Obwohl sich die Kaufkraft der Schweizer Bevölkerung 2016 aufgrund der Negativsteuerung leicht erhöht hat, kam diese nicht in den Kassen der Detailhändler an. Vielmehr entwickelten sich die Umsätze rückläufig, während die Konsumentenstimmung 2016 aufgrund der angespannten Arbeitsmarktlage auf unterdurchschnittlichem Niveau verharrte. Ein weiterer Grund für die verhaltene Branchenentwicklung waren die Auslandeinkäufe. Der Einkaufstourismus dürfte sich zwar leicht abgeschwächt haben, wie die rückläufige Entwicklung der Mehrwertsteuer-Einnahmen aus dem grenzüberschreitenden privaten Reiseverkehr (–6%) vermuten lässt (vgl. Abb. 67). Dieser Rückgang scheint allerdings von gestiegenen Onlineeinkäufen im Ausland kompensiert worden zu sein. Bereits 2014/15 wuchs der grenzüberschreitende Onlinehandel um 23% auf rund CHF 1.35 Mrd. Zalando und Amazon dürften gemäss Schätzungen von iBusiness 2016 alleine in der Schweiz gegen CHF 1 Mrd. Umsatz gemacht haben. Es ist deshalb davon auszugehen, dass sich das stolze Wachstum 2016 fortgesetzt hat. Damit dürften letztes Jahr insgesamt rund CHF 10 Mrd. ins Ausland abgeflossen sein, was 11% des Schweizer Detailhandelsumsatzes ausmacht.

Konsumstütze Bevölkerungswachstum bröckelt ab

Weil das Bevölkerungswachstum als wichtige Konsumstütze im letzten Jahr etwas an Kraft verlor, fehlten dem Umsatzwachstum auch von dieser Seite Impulse. Um 15% ist der Wanderungssaldo 2016 tiefer ausgefallen. Zudem schreitet die strukturelle Veränderung der Zuwanderung fort, sodass ein immer grösserer Teil der Zuwanderer aus Herkunftsländern mit geringerer Kaufkraft stammt (vgl. Kapitel Direkte Immobilienanlagen, S. 68). Beides schlägt sich in tieferen Detailhandelsumsätzen nieder. Für 2017 rechnen wir mit einer Stabilisierung des Wanderungssaldos bei anhaltender Verschiebung zu kaufkraftschwächeren Immigranten.

Onlinehandel auf der Überholspur

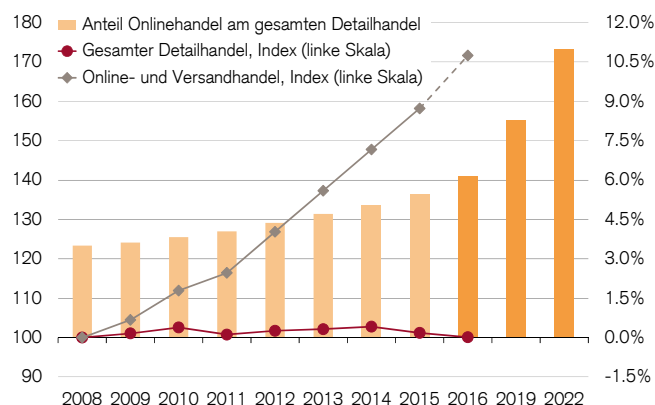
Genauso wie der Onlinehandel vom Ausland in die Schweiz befindet sich auch der Onlinehandel innerhalb der Schweiz auf der Überholspur (vgl. Abb. 68). Neben den CHF 1.35 Mrd., welche die Schweizer Bevölkerung 2015 für Interneteinkäufe im Ausland ausgab, flossen rund CHF 5.3 Mrd. den Schweizer Onlinehändlern zu. Damit betrug der Onlineanteil am Detailhandelsumsatz im Jahr 2015 5.5%. Gemäss unseren Schätzungen dürfte dieser Anteil 2016 auf 6.1% gestiegen sein. Dass dieser Wert nicht noch höher liegt, ist dem umsatzstarken und vergleichsweise online-resistenten Food-Sektor zuzuschreiben. Erst rund 2% der Lebensmittel werden online eingekauft. Ausserhalb des Lebensmittelbereichs liegt der Online-Marktanteil schon seit Langem im zweistelligen Prozentbereich und wird dynamisch weiter wachsen. Bereits 2022 dürfte der Onlineanteil des ganzen Detailhandelsumsatzes nahezu 11% betragen (vgl. Abb. 68).⁷ Die vermehrte Internet- und Smartphone-Affinität der älteren Bevölkerung, der sogenannten «Silver Agers», sowie die steigende Kaufkraft der «Digital Natives» und «Millenials» werden dafür sorgen, dass die Konsumkraft der Onlineshopper kontinuierlich steigt und mehr Geld in den Onlinekanal fliesst. Der Trend zum mobilen Internet trägt ebenfalls stark zum Wachstum des Onlinehandels bei, weil Einkäufe dadurch jederzeit und überall möglich sind («Mobile Commerce»). Schon bald dürfte die Hälfte der Onlineumsätze mobil generiert werden.

Onlinehandel: dynamischer Markt mit vielen neuen Ideen und Konzepten

Der boomende Onlinehandel fordert den Detailhandel gewaltig. Das Tempo ist besonders in denjenigen Bereichen, in die grosse ausländische Akteure vorgedrungen sind, extrem hoch. Grossanbieter profitieren von Skaleneffekten, denen kleinere Konkurrenten – zumal sie auch zu lange zugewartet haben – nur wenig entgegensetzen können. Die Bedienfreundlichkeit und die Funktionalitäten der Nutzerschnittstellen müssen laufend weiterentwickelt werden, was hohe Investitionen in Software bedingt. Ein zweiter wichtiger Investitionsbereich ist die Logistik. Geschwindigkeit und effiziente Prozesse sind matchentscheidend. Eine hohe Aufmerksamkeit ist ebenfalls vonnöten: Laufend werden neue Ideen und Konzepte, z.B. im Bereich der Beratung, des Kundenhandlings oder der Lieferung, entwickelt und ausprobiert. Ein allgemeingültiges Erfolgsrezept gibt es nicht. Wer indessen kurze Lieferzeiten sowie attraktive Liefer- und Rückgabebedingungen bietet und mobiles Einkaufen unterstützt, setzt sicherlich auf die richtigen Faktoren. Zudem sollten das stationäre Geschäft und die Verbindung der beiden Kanäle nicht vernachlässigt werden, was aber ebenfalls Investitionen erfordert. Die Vermutung, dass viele Onlineshops in der Schweiz defizitär sind, scheint daher nicht zu weit hergeholt.

Abb. 68: Umsatzentwicklung Detailhandel stationär und online sowie Marktanteil Onlinehandel

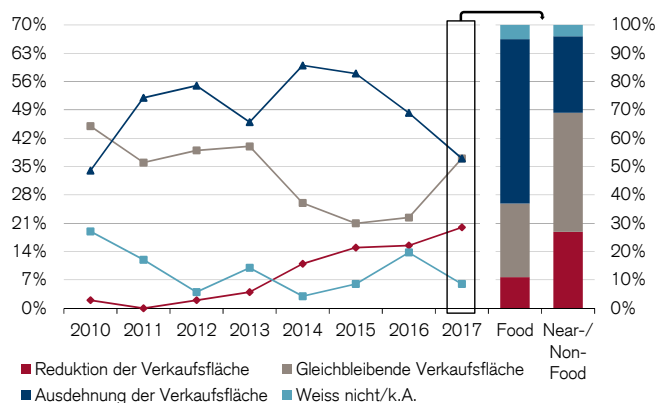
Linke Skala: Index: 2008 = 100; rechte Skala: 2016, 2019 und 2022 Prognose



Quelle: GfK, Verband des Schweizerischen Versandhandels, Credit Suisse

Abb. 69: Geplante Veränderung der Verkaufsfläche

Linke Skala: Alle Händler; rechte Skala: Planung 2017 nach Segment



Quelle: Fuhrer & Hotz

⁷ Vgl. Credit Suisse (2017): «Retail Outlook 2017: Schweizer Detailhandel im Umbruch»

Schwache Flächennachfrage für 2017

Diese Ausgangslage verheisst wenig Gutes für die Flächennachfrage. Die Schweizer Wirtschaft dürfte 2017 mit 1.5% zwar erneut ein solides Wachstum an den Tag legen, der Privatkonsum dürfte aber mit lediglich 1% weiterhin nur verhalten zunehmen. Weder von der Bevölkerungsdynamik noch vonseiten der Konsumentenstimmung erwarten wir positive Impulse. Dies gilt auch mit Blick auf den unveränderten Einkaufstourismus oder die Kaufkraft, die aufgrund einer wieder positiven Teuerung stagnieren dürfte. Einzig bei der Beschäftigung rechnen wir mit einer Verbesserung. Entsprechend dürften die nominalen Umsätze im Detailhandel auch 2017 sinken, wenn auch mit -0.2% nur noch geringfügig (vgl. Abb. 66 links). Angesichts eines kontinuierlich aufstrebenden Onlinehandels wird der im stationären Handel generierte Umsatz folglich erneut schrumpfen. Dies beeinträchtigt den Flächenumsatz, weshalb die Nachfrage nach Verkaufsflächen erneut schwach ausfallen wird. Im stationären Handel ist mit weiteren Bestands- und Strukturbereinigungen zu rechnen, die zu Flächenverkleinerungen, Filialschliessungen oder sogar Konkursen führen. Davon dürfte vor allem das Non-Food-Segment betroffen sein. Impulse sehen wir einzig vonseiten der Food-/Near-Food-Händler und vereinzelt auch vonseiten ausländischer Anbieter, die auf Expansionskurs sind bzw. den Markteintritt wagen.

Zunehmende Bremsspur bei der Flächennachfrage

Hinweise auf die Richtung der Flächennachfrage liefert einmal mehr die Befragung der Detailhändler von Fuhrer & Hotz zu deren Verkaufsflächenplanung (vgl. Abb. 69). Jahr für Jahr sinkt der Anteil der Detailhändler, die eine Ausdehnung der Flächen planen, während der Anteil der Retailer, die eine Flächenreduktion beabsichtigen oder keine Veränderung planen, zunimmt. In der jüngsten Befragung zur Verkaufsflächenplanung im Jahr 2017 gaben so viele Detailhändler wie noch nie seit Beginn der Umfrage im Jahr 2009 an, eine Reduktion der Verkaufsfläche zu planen. Gleichzeitig gaben zuletzt in der Umfrage des Rezessionsjahres 2009 weniger Händler bekannt, ihre Verkaufsflächen vergrössern zu wollen. Die segmentspezifischen Unterschiede widerspiegeln sich dabei auch in der Planung für 2017. Im Food-Segment scheint die Situation weitaus weniger angespannt als im Near-/Non-Food-Segment. Trotzdem gaben erstmals auch Detaillisten im Food-Segment an, eine Verkleinerung der Verkaufsflächen anzustreben.

Auch mittelfristig keine Erholung in Sicht

Auch auf mittlere Sicht dürfte sich an der schwierigen Nachfragesituation nicht so schnell etwas ändern, zumal der Verkaufsflächenmarkt der Schweiz schon seit Jahren als gesättigt gilt. Zudem ist der Detailhandel keine Wachstumsbranche, sondern vielmehr eine Branche, die sich infolge des Verdrängungskampfs zwischen verschiedenen Anbietern und Kanälen (online sowie stationär) im Umbruch befindet. Die einzigen Impulse rühren somit vom Bevölkerungswachstum her. Solange der Schweizer Franken nicht deutlich abwertet, ist auch keine Abnahme der Auslandseinkäufe zu erwarten. Im Gegenteil: Der grenzüberschreitende Onlinehandel wird – wie auch der Onlinehandel innerhalb der Schweiz – weiter boomen, weil die Preisdifferenzen und die Produktauswahl der ausländischen Anbieter oftmals unschlagbar sind.

Wohnbauboom schafft zusätzliches Flächenangebot

Anhaltend geringe Flächenplanung ...

Die Krise im Verkaufsflächenmarkt kündigte sich bereits in den Jahren 2013/14 an, als nur noch wenige Baugesuche eingereicht wurden. Was zunächst als Verschnaufpause nach über einem Jahrzehnt Expansionsrausch aussah, entpuppte sich bald als Abbild der schlechten Ertragslage im Detailhandel. Herausgefordert durch die Frankenaufwertung und bedrängt durch den Onlinehandel, hat sich die Projektierungstätigkeit bis heute nicht erholt. 2016 wurden Verkaufsflächen im Volumen von CHF 525 Mio. bewilligt (vgl. Abb. 70). Dies ist ein Viertel weniger als das durchschnittliche Bauvolumen seit 1995. Die Unterscheidung nach Verkaufsflächenart zeigt, dass markant weniger Verkaufsgeschäfte, Einkaufszentren, Fachmärkte und Tankstellenshops geplant werden. Im Vergleich zum langfristigen Mittel von über CHF 450 Mio. hat sich die bewilligte jährliche Bausumme dieser Verkaufsflächen mit CHF 220 Mio. auf die Hälfte reduziert. Die rückläufige Umsatzentwicklung und die anstehenden Herausforderungen lassen Händler sowie Investoren besonders bei grösseren Investitionsprojekten ab einer Investitionssumme von CHF 20 Mio. vorsichtiger agieren.

... und Verzerrung durch Mietwohnungsbauboom

Dass die Ausweitung der Verkaufsflächen nicht stärker einbrach, ist vor allem auf den Bau von Verkaufsflächen in Gebäuden mit Mischnutzungen zurückzuführen. Dazu zählen Verkaufs- oder Kleingewerbeflächen, die sich typischerweise im Erdgeschoss einer Wohnüberbauung oder eines Verwaltungsgebäudes befinden. Deren Anteil an den gesamten bewilligten Verkaufsflächen ist von 37% im langfristigen Durchschnitt auf 58% im Jahr 2016 gestiegen. In absoluten Beträgen sind jüngst Bewilligungen im Umfang von CHF 305 Mio. für derartige Flächen gesprochen worden, während sich das historische Mittel auf CHF 270 Mio. beläuft. Dabei haben insbesondere die bewilligten Verkaufsflächen in Wohngebäuden deutlich zugenommen. Flächen in

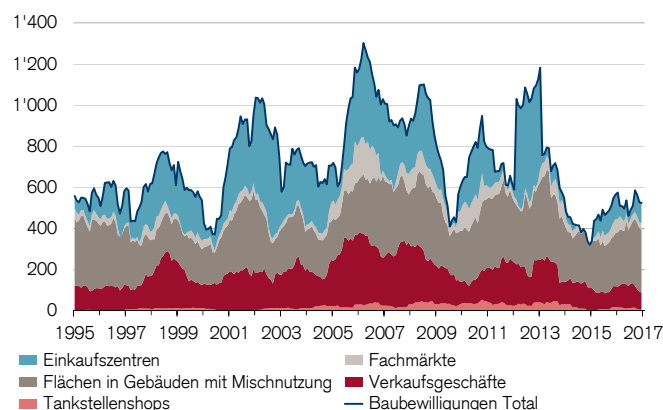
Gebäuden mit Büro- oder anderen Nutzungen werden hingegen weniger projektiert. Hinter der noch verbliebenen Planungstätigkeit steht damit im Wesentlichen der tiefzinsbedingte Boom im Mietwohnungsbau (vgl. Kapitel Mietwohnungen S. 24). Ohne diesen würde sich die Verkaufsflächenplanung auf deutlich tieferem Niveau bewegen.

Zu hohe Planungstätigkeit als Folge rigider Auflagen

Weil der Verkaufsflächenmarkt als gesättigt gilt, die Flächennachfrage durch den Umbruch im Detailhandel zurückgebunden wird und nicht alle Neubauprojekte über einen genügend hohen Eigenbedarf oder hohe Passantenfrequenzen verfügen, erfordert die Vermietung dieser Flächen oftmals viel Geduld und harte Arbeit. Besonders bei Grossüberbauungen dauert es derzeit lange, bis die neuen Flächen vom Markt aufgenommen werden. Zu Beginn mangelt es an Laufkundschaft, der richtige Mietermix muss sich erst noch etablieren, und die potenziellen Kunden müssen zuerst auf das Angebot aufmerksam werden. Dass dennoch so viele Verkaufsflächen in Erdgeschosslagen von Neubauprojekten geplant werden, dürfte zum Teil auf gesetzliche Bestimmungen zurückzuführen sein. An vielen Orten verhindert zum Beispiel der Lärmschutz den Bau von Wohnungen und lässt nur Gewerbeflächen zu. Ein anderes Beispiel sind Zonenordnungen so etwa die erst 2014 veröffentlichte Revision der Bau- und Zonenordnung der Stadt Zürich, welche die Förderung «publikumsorientierter Erdgeschossnutzungen» zu ihren Schwerpunkten zählt. So sind Investoren oftmals verpflichtet, in Erdgeschosslagen Nutzungen zu planen, die eine Belebung der jeweiligen Areale zum Ziel haben. Weil damit die nachfrageseitigen Entwicklungen zu wenig Berücksichtigung finden, dürfte sich die erwünschte Belebung der Areale allzu oft als schwieriger erweisen, als manchem lieb ist. Die Folge davon sind problematische Vermarktungssituationen, lange Leerstände und eine letztlich negative Presse, was dem Image neuer Überbauungen abträglich ist.

Abb. 70: Projektierung nach Verkaufsflächenart

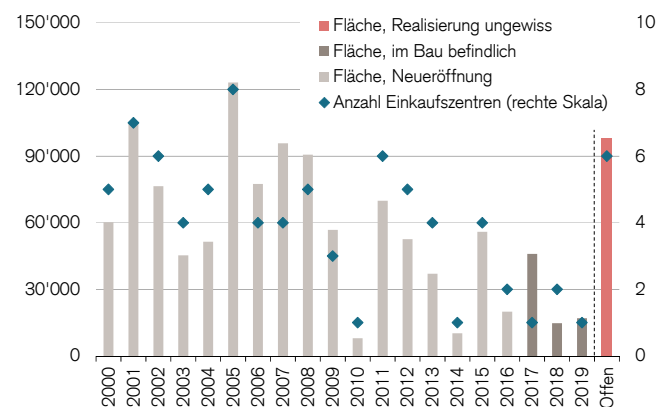
Neu-/Anbau, gleitende 12-Monats-Summe, in CHF Mio.



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 71: Flächenausweitung in Einkaufszentren

Ausweitung in Einkaufszentren (Neubau), in m², ≥ 7000 m²



Quelle: Credit Suisse, GfK, Wüest Partner

Nur noch vereinzelte neue Einkaufszentren

Infolge der schwachen Projektierung neuer Einkaufszentren in den vergangenen Jahren gelangen nur noch vereinzelt Einkaufszentren auf den Markt (vgl. Abb. 71). Nach zusätzlichen knapp 50'000 m² im Jahr 2015 – darunter die Tissot-Arena in Biel mit knapp 30'000 m² – sind es 2016 mit dem PostParc in Bern und dem Lipo Park in Schaffhausen rund 20'000 m² in zwei Zentren gewesen. Im laufenden Jahr wird die Mall of Switzerland in Ebikon hinzukommen – ein Projekt, dessen Anfänge mehr als ein Dutzend Jahre zurückreichen. Das (vorerst) letzte Einkaufszentrum dieser Grösse wird den Verkaufsflächenmarkt im September 2017 um rund 46'000 m² erweitern. Zwei weitere Zentren mit insgesamt rund 15'000 m² befinden sich bereits im Bau und sollen im kommenden Jahr eröffnet werden, und «The Circle» am Flughafen Zürich wird 2019 seine Tore öffnen. Die Pipeline der noch offenen Projekte dünnt sich aber insgesamt immer mehr aus, weil kaum mehr neue Projekte angegangen werden. Zurzeit sind noch sechs weitere Zentren mit knapp 100'000 m² in Planung, deren Realisierung allerdings teilweise ungewiss ist.

Verstärkter Fokus auf Revitalisierung von Einkaufszentren

Während sich der Bau neuer Einkaufszentren abgekühlt hat, werden laufend neue Umbau- und Erweiterungsprojekte an bestehenden Einkaufszentren in Angriff genommen. Solche Revitalisierungsprojekte sind nötig: Wie die Umsatzentwicklung in den Einkaufszentren zeigt, mussten

diese 2015 mit –3% einen sogar grösseren Umsatzrückgang als der Gesamtmarkt hinnehmen. Bereinigt um die Zahl der Flächen, betrug das Minus sogar 6%. Das Konzept Einkaufszentrum sollte deshalb jedoch nicht zu früh infrage gestellt werden. Vielmehr wird verdeutlicht, dass der Strukturwandel auch vor den Einkaufszentren nicht Halt macht.

Keine einfache Erklärung der Umsatzentwicklung von Einkaufszentren

Um die Umsatzentwicklung der Einkaufszentren besser zu verstehen, haben wir ein ökonometrisches Modell verwendet. Wir haben versucht, die Umsatzentwicklung und den Flächenumsatz anhand zahlreicher Charakteristiken von Einkaufszentren zu erklären (z.B. Grenzfläche, Parkplätze pro m² Einkaufsfläche, Baujahr, Freizeitangebot, Anbindung an den öffentlichen Verkehr (ÖV), Erreichbarkeit der Wohn- und Arbeitsbevölkerung sowie Einzugsgebiet unter Berücksichtigung der Konkurrenz). Die Analyse ergab für den Flächenumsatz nur wenige signifikante Resultate. Liegen die Flächen direkt am Bahnhof (Railcity), konnte ein deutlich höherer Flächenumsatz beobachtet werden. Auch eine bessere Erreichbarkeit mit den öffentlichen Verkehrsmitteln, die Zahl der Parkplätze pro m² Einkaufsfläche und das Einzugsgebiet der Bevölkerung (ohne Berücksichtigung von Konkurrenzzentren) ergaben einen leicht positiven Effekt auf den Flächenumsatz. Negativ beeinflusst zu werden schien die Umsatzentwicklung lediglich durch den Zeitraum seit dem letzten Umbau bzw. dem Baujahr. Mit anderen Worten: Je länger der Bau bzw. Umbau eines Einkaufszentrums zurücklag, desto höher war das Umsatzminus.

Erfolg hat viele Väter

Dass die Analyse keine klareren Ergebnisse liefert, dürfte einerseits auf das beschränkte Datensample, andererseits aber auch auf die fehlenden eindeutigen Zusammenhänge zurückzuführen sein. Ein alleingültiges Erfolgsrezept für Einkaufszentren scheint es damit nicht zu geben. Vielmehr ist es die Summe verschiedener individueller Gegebenheiten, die den Erfolg eines Einkaufszentrums ausmacht. Dennoch passen die Ergebnisse bezüglich der Umsatzentwicklung gut in unsere Einschätzung. Viele der Zentren sind in die Jahre gekommen und können hinsichtlich Architektur, Tageslicht, Offenheit, Gastronomie- und Freizeitangebot oft nicht mit den neuen, modernen Einkaufszentren mithalten. Um in einer Omnichannel-Konsumwelt bestehen zu können, sind deshalb gerade bei älteren Einkaufszentren Investitionen nötig. Zudem dürfte sich die Rolle von Einkaufszentren in den letzten Jahren verändert haben. Während sie früher eher reine Konsumtempel waren, hat sich ihr Fokus vermehrt auf Erlebnisse, Gastronomie und Freizeitangebote verschoben, um Kunden anzulocken und Synergien zu nutzen.

Vermarktung bleibt harzig – aber nicht überall gleich

Trend zu steigenden Leerständen hält an

Die Vermarktung von Verkaufsflächen ist nochmals schwieriger geworden. Daran ändert auch die verhaltene Ausweitung von neuen Immobilienprojekten und Einkaufszentren nichts. Zu schwach war hierfür die Umsatzentwicklung, und zu gross sind die Herausforderungen für den stationären Handel. Entsprechend sind die leer stehenden Verkaufsflächen zum dritten Mal in Folge gestiegen (vgl. Abb. 72). Per 1. Juni 2016 standen insgesamt 89'600 m² Verkaufsflächen leer, was gegenüber dem Vorjahr einem Plus von 3200 m² bzw. 3.7% entspricht. Dies ist der zweithöchste Wert seit 2000. Nur 2005 standen mehr Verkaufsflächen leer.

Kommen Grosszentren mit Leerständen besser zurecht?

Angesichts der Marktlage scheint der Anstieg der Leerstände eher mild auszufallen. Insbesondere der Rückgang der Leerstände um 7000 m² im Kanton Basel-Stadt erstaunt angesichts der Nähe zum Ausland und der anhaltend hohen Auslandeinkäufe. Aber auch die Städte Zürich und Lausanne wiesen knapp 3000 m² bzw. 2000 m² tiefere Leerstände aus, während die Stadt Bern und der Kanton Genf geringfügig höhere Leerstände vermeldeten. Ein Grund hierfür könnten Umnutzungen sein, wodurch Flächen aus der Statistik leer stehender Läden verschwinden. Erhöhte Vermarktungsbemühungen und Zugeständnisse bei den Mietkonditionen dürften zudem zu erfolgreichen Vermietungen geführt haben. Insbesondere in den Grossstädten, die grundsätzlich einen dynamischeren Markt aufweisen, stossen solche Bemühungen auf Anklang. Spezifisch in den Grossstädten lässt sich beobachten, dass Verkaufsflächen vielfach von Kleinstbetrieben im Dienstleistungssektor angemietet und zu Büroflächen umfunktioniert werden – mit dem Ziel, ein Minimum an Visibilität für die eigene Firma sicherzustellen. Eine weitere Erklärung könnte sein, dass die Teilerhebung nur rund ein Drittel des Marktes abdeckt, darunter aber alle Grossstädte (rund 18% des Marktes). Gerade in den Grosszentren stehen gemäss der Real Estate Investment Data Association (REIDA) unterdurchschnittlich viele Flächen leer⁸ – anders als in den Mittelzentren und den suburbanen Gemeinden, die in der offiziellen Leerstandserhebung nur schwach vertreten sind und in denen überdurchschnittlich viele Verkaufsflächen leer stehen. So viel kann jedoch aus der Leerstandserhebung herausgelesen werden: In den Grosszentren sind

⁸ Vgl. Credit Suisse (2016): «Schweizer Immobilienmarkt 2016: Vertreibung aus dem Paradies», S. 59

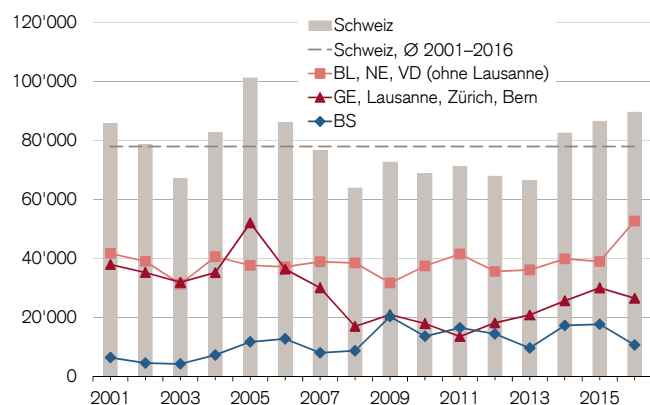
die leer stehenden Flächen per 1. Juni 2016 im Vorjahresvergleich um 10'500 m² gesunken, während sie in den übrigen Gebieten (Kantone Neuenburg, Basel-Landschaft sowie Kanton Waadt ohne Lausanne) um 13'700 m² zunahmen.

Inseriertes Flächenangebot verharnt auf hohem Niveau

Dass die Vermarktung nach wie vor harzt, bestätigt das Ausmass der inserierten Verkaufsflächen. Während langer Zeit bewegten sich die ausgeschriebene Flächen im Bereich zwischen 100'000 m² und 150'000 m² (vgl. Abb. 73). Einzig nach der Finanzkrise kletterte das Flächenangebot kurzzeitig über den Wert von 150'000 m². Im Verlauf des Jahres 2014 führte jedoch der durch den Onlinehandel und Auslandeinkäufe erzwungene Strukturwandel im stationären Detailhandel zu einem steilen Anstieg der ausgeschriebenen Flächen. Im 4. Quartal 2016 wurden knapp 220'000 m² ausgeschrieben, was gegenüber dem Mittelwert seit 2006 einer Erhöhung um 60% entspricht. Die Situation in den Grosszentren ist dabei nicht einheitlich. Während sich die inserierten Flächen in Zürich, Bern und Basel-Stadt im Vergleich zum Mittel seit 2006 auf ähnlich hohem Niveau bewegten, waren in Lausanne und insbesondere in Genf deutlich mehr Flächen ausgeschrieben. Lausanne wies ein um rund 20% höheres Flächenangebot auf als im Durchschnitt seit 2006, in Genf war sogar mehr als eine Verdoppelung zu beobachten. Daneben wurden auch in den Regionen ausserhalb der Grosszentren deutlich mehr ausgeschriebene Flächen (+60%) registriert als in den Jahren zuvor.

Abb. 72: Leer stehende Verkaufsflächen

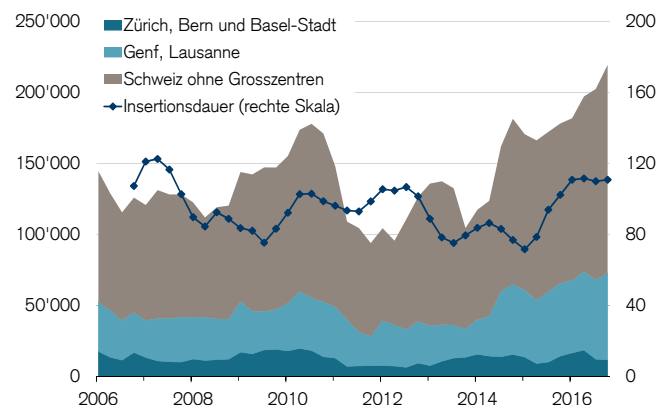
In m², jeweils per 1. Juni, Teilerhebung über rund 33% des Verkaufsflächenmarktes



Quelle: Diverse statistische Ämter, Credit Suisse

Abb. 73: Inseriertes Verkaufsflächenangebot

Flächenangebot in m² und Insertionsdauer in Tagen, geglättet (rechte Skala)



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Lange Vermarktungszeiten

Das gestiegene Flächenangebot lässt sich einerseits dadurch erkennen, dass sich die Zahl der Inserate erhöht hat. Ende 2016 wurde mit 1480 Inseraten ein rekordhoher Wert erreicht. Andererseits hat sich auch die Anzahl der Tage, die ein Inserat aufgeschaltet werden muss (Insertionsdauer), erhöht. Weil sich Retailflächen nicht mehr so einfach vermietet lassen, waren die Inserate im Jahr 2016 mit 111 Tagen um rund 16 Tage länger auf den Onlineportalen ausgeschrieben als im Mittel seit 2006 (vgl. Abb. 73). Aufgrund von wirkungsvolleren Vermarktungsstrategien wie tieferen Mieten, kürzeren Vertragsdauern oder anderweitigen Zugeständnissen (beispielsweise Ausbau oder Gratismieten) ist inzwischen eine Stabilisierung zu beobachten.

Anhaltender Druck auf die Mieten

Die sehr anspruchsvolle Vermarktungssituation schlägt sich zunehmend in der Entwicklung der Mieten auf dem Verkaufsflächenmarkt nieder. Sowohl die Angebotsmieten als auch die Vertragsmieten verdeutlichen dies. Die Angebotsmieten gemäss Wüest Partner waren mit -3.2% im Jahr 2016 rückläufig und gaben damit schon das dritte Jahr in Folge nach. Aber auch die Vertragsmieten der institutionellen Investoren zeugen von einer negativen Entwicklung der Mieten. Per Ende 2016 lag die Medianmiete der 2016 neu abgeschlossenen Mietverträge gemäss REIDA bei CHF 320 pro m² und Jahr. Im Jahr 2015 betrug diese noch CHF 340 pro m² und Jahr, und ein Jahr zuvor noch CHF 350 pro m² und Jahr.

Lage, Lage, Lage – oder Passanten, Passanten, Passanten

Über den gesamten Markt gesehen, sind immer mehr Detailhändler in einer besseren Verhandlungsposition, woran die verschiedenen Indikatoren keinen Zweifel lassen. Wie stark die Position der Detailhändler bei Vertragsverhandlungen tatsächlich ist, hängt allerdings von vielen Faktoren ab. Handelt es sich beispielsweise um eine grosse Fläche und um einen Ankermieter wie ein Lebensmittelgeschäft, ist der Detailhändler in der stärkeren Verhandlungsposition. Befindet sich

das Verkaufslokal hingegen an einem hoch frequentierten Standort, sitzt weiterhin der Vermieter am längeren Hebel. Vor allem bei Verträgen, die vor Jahren abgeschlossen wurden und nun auslaufen, dürften weiterhin höhere Mietniveaus resultieren. In der aktuellen Marktsituation, in der Detailhändler ihr Filialnetz redimensionieren, werden Lagen mit hohen Passantenfrequenzen bevorzugt. Die Umsatzentwicklung an solchen Standorten vermag den Herausforderungen besser zu trotzen. So wiesen im Gegensatz zum Gesamtmarkt die Verkaufslokale in den Bahnhöfen (Railcity) ein Umsatzplus von 2% auf. Bereinigt um die Flächenveränderung betrug das Wachstum 1.6%.

Ausblick Verkaufsflächen 2017

Wir erwarten für das Jahr 2017 keine Aufhellungen bei der Vermarktung von Verkaufsflächen. Der Markt bleibt fest im Griff des Strukturwandels. Zwar dürfte das Wachstum der Detailhandelsumsätze nur noch knapp im negativen Bereich liegen, der Onlinehandel wächst aber weiterhin dynamisch, weshalb im stationären Handel mit weiteren Bestands- und Strukturbereinigungen zu rechnen ist. Entsprechend schwach fällt die Flächennachfrage aus. Einzig in den Grossstädten und an hervorragend erschlossenen Lagen präsentiert sich die Vermarktungssituation besser. Die verminderte Projektierung neuer Flächen trägt zur Stützung des Marktes bei. Die Nachfrage ist jedoch derart schwach, dass die Leerstände und das Flächenangebot trotz unterdurchschnittlicher Flächenausweitung steigen bzw. auf hohem Niveau stagnieren. Auch die Mieten dürften damit unter Druck bleiben.

Detailhandelsumsatz

Ausgangslage: ↘

Ausblick: →

Die Schweizer Wirtschaft gewinnt wieder an Schwung und wird 2017 mit prognostizierten 1.5% robust wachsen. Der Privatkonsum hingegen dürfte mit 1% lediglich verhalten zunehmen. Von der Bevölkerungsentwicklung, der Konsumentenstimmung sowie der Kaufkraft, die aufgrund einer wieder positiven Teuerung stagnieren wird, dürften keine positiven Impulse ausgehen. Zudem erwarten wir noch kein Abebben der Auslandeinkäufe. Einzig bei der Beschäftigung rechnen wir mit einer Verbesserung. Wir erwarten, dass das Umsatzwachstum im Detailhandel (nominal) 2017 mit -0.2% nur noch knapp negativ ausfallen wird. Dabei dürften die Food-Umsätze mit 0.5% leicht steigen, während die Non-Food-Umsätze voraussichtlich erneut sinken werden (-1.1%).

Verkaufsflächennachfrage

Ausgangslage: ↘

Ausblick: ↘

Angesichts des kräftig expandierenden Onlinehandels wird der im stationären Handel generierte Umsatz weiter sinken. Dies beeinträchtigt den Flächenumsatz. Im stationären Handel ist folglich mit weiteren Bestands- und Strukturbereinigungen zu rechnen, die zu Flächenverkleinerungen, Filialschliessungen oder sogar Konkursen führen. Davon dürfte vor allem das Non-Food-Segment betroffen sein. Die Nachfrage nach Verkaufsflächen wird entsprechend schwach bleiben.

Angebot

Ausgangslage: →

Ausblick: →

Die Verkaufsflächenplanung stagniert auf unterdurchschnittlichem Niveau. Im Jahr 2016 wurde ein Bauvolumen von CHF 525 Mio. bewilligt, das um rund ein Viertel unter dem Mittel seit 1995 liegt. Insbesondere die Planung von Verkaufsgeschäften, Einkaufszentren, Fachmärkten und Tankstellenshops hat sich abgeschwächt. Dagegen werden vermehrt Verkaufsflächen in Gebäuden mit Mischnutzungen geplant, was auf den Boom im Mietwohnungsbau zurückzuführen ist. Neue Einkaufszentren befinden sich nur noch wenige in der Pipeline. Weil sich die Planung oft über Jahre oder gar Jahrzehnte hinzieht, kommen 2017 jedoch mehr Flächen auf den Markt als im Vorjahr, zumal das viertgrösste Einkaufszentrum der Schweiz seine Tore öffnen wird.

Leerstände

Ausgangslage: ↗

Ausblick: ↗

Per 1. Juni 2016 standen insgesamt 89'600 m² Verkaufsflächen leer, was gegenüber dem Vorjahr einem Anstieg um 3200 m² bzw. 3.7% entspricht. Dies ist der zweithöchste Wert seit 2000. Nur 2005 standen mehr Verkaufsflächen leer. Weil wir keine Anzeichen für eine verbesserte Vermarktungssituation sehen, dürften die Leerstände 2017 erneut steigen.

Mietpreise

Ausgangslage: ↘

Ausblick: ↘

Sowohl die Angebotsmieten als auch die Vertragsmieten verdeutlichen, dass die Mieten unter Druck stehen. Das Wachstum der Angebotsmieten war 2016 mit -3.2% rückläufig. Auch die Vertragsmieten der institutionellen Investoren zeugen von einer negativen Entwicklung. Angesichts der anhaltend angespannten Vermarktung dürften die Mieten auch 2017 unter Druck bleiben. Einzig an ausgezeichnet erreichbaren Standorten wird das Abwärtspotenzial voraussichtlich beschränkt sein.

Exkurs Datacenter

Auch die Cloud hat ein Zuhause

Datencenter oder auch Rechenzentren, wie sie vielerorts genannt werden, bilden das Zentrum unserer modernen IT-Infrastruktur und erfüllen eine kritische Rolle für viele Unternehmen und Organisationen. Die aktuellen Entwicklungen um die Industrie 4.0 sowie das Internet der Dinge (IoT) steigern die Anforderungen an die IT-Infrastruktur und werden die Nachfrage nach Datacenter-Flächen kräftig antreiben. Dies bietet Chancen für Investoren, die sich auf der Suche nach Rendite und Wachstumsperspektiven nicht davor scheuen, gezielt in eine Nische zu investieren. Hohe Gebäude- und Standortanforderungen sowie eine vergleichsweise überschaubare Nachfragegruppe bedingen jedoch eine detaillierte Analyse potenzieller Investitionsobjekte.

Industrie 4.0 und IoT treiben den Bedarf nach modernen Datacentern

Datacenter: Das Zentrum der modernen IT-Infrastruktur

Als Rechenzentrum wird eine zentralisierte Lagerstätte für die Verwaltung und Verarbeitung von Daten bezeichnet. Ursprünglich wurden Datacenter hauptsächlich von individuellen Firmen und staatlichen Organisationen selbst betrieben, doch heute ist vermehrt ein Trend hin zu einem service- bzw. cloud-basierten Modell zu beobachten. Dabei wird die bis anhin in der Unternehmung selbst betriebene IT-Infrastruktur zunehmend an spezialisierte Anbietern ausgelagert. Diese unterhalten die IT-Infrastruktur oder stellen die Räumlichkeiten für die firmeneigenen Server zu Verfügung. Das Kerngeschäft der Datacenter-Betreiber bestand noch vor wenigen Jahren in der Vermietung von Flächen im Datacenter (Colocation) und verlagert sich zurzeit stark hin zum Cloud-Geschäft. Die Immobilie bleibt dabei grundsätzlich dieselbe, doch werden anstelle von Datacenter-Flächen im Rahmen von Servicepaketen fertige Rechen- und Speicherkapazitäten angeboten. Die Services (IaaS, PaaS und SaaS, vgl. unten) werden vom Datacenter-Betreiber direkt oder oftmals auch von einem spezialisierten Cloud-Betreiber, der sich im Datacenter einmietet, bereitgestellt. Die angebotenen IT-Services unterscheiden sich in Bezug auf den Grad und Umfang der Auslagerung. Die folgende Auflistung fasst die wichtigsten Angebote kurz zusammen:

Colocation und Serverhousing: Die unternehmenseigene Hardware wird im Rechenzentrum eingemietet, das neben der reinen Fläche auch Strom, Kühlung, Sicherheit und Zugangsregelung sicherstellt. Oftmals wird Zugang und Service rund um die Uhr angeboten.

Infrastructure as a Service (IaaS): Die gesamte IT-Infrastruktur wird vom Rechenzentrum bereitgestellt. Die Nutzer bezahlen entsprechend der tatsächlich genutzten Leistung und profitieren von einem flexiblen Ressourcenangebot, betreiben die Plattformen und Applikationen jedoch selber.

Platform as a Service (PaaS): Dem Nutzer wird zusätzlich zur Infrastruktur eine Plattform zur Verfügung gestellt. Diese erlaubt ihm ein schnelles Entwickeln und Testen von neuen Applikationen, ohne dass er sich um den Aufbau und die Wartung der Umgebung kümmern müsste.

Software as a Service (SaaS): Anstelle der reinen Infrastruktur werden spezifische Softwareprodukte als Service angeboten. Hierzu werden zentral Software-Lizenzen gehalten, die der Nutzer abonnieren kann, statt sie selbst zu kaufen. Als Schnittstelle zum Kunden können dabei herkömmliche Webbrowser dienen.

Industrie 4.0 und IoT lassen Datenmenge explodieren

Die Verbindung von digitalen und herkömmlichen Technologien schreitet stetig voran und verändert die Art und Weise, wie wir produzieren, konsumieren und miteinander kommunizieren, von Grund auf. Ein immer breiteres Sortiment an Gütern ist mit dem Internet verbunden und generiert Daten, die verarbeitet und ausgewertet werden müssen. Ein Paradebeispiel hierfür ist die Automobilindustrie, wo vernetzte Fahrzeuge bereits heute umfassende Datenmengen generieren. Wenn dereinst autonome Fahrzeuge auf unseren Strassen unterwegs sind, werden die benötigten Datenmengen noch stärker steigen. Die Sensoren eines selbstfahrenden Autos dürften beispielsweise bis zu einem Gigabyte (GB) Daten pro Sekunde generieren. Die jährliche Gesamtmenge generierter Daten dürfte von 145 Zettabyte (ZB) im Jahr 2015 auf bis zu

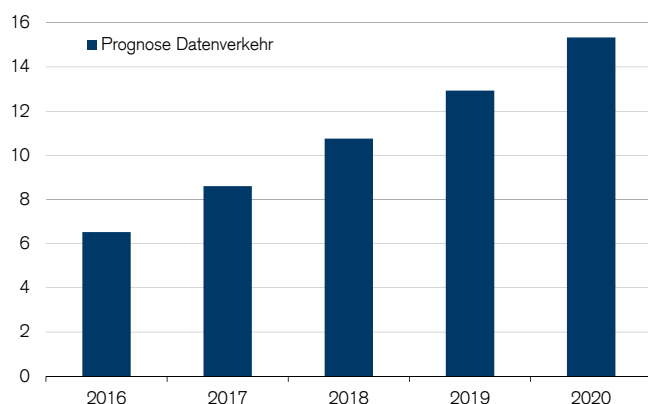
600 ZB im Jahr 2020 klettern.⁹ Zum Vergleich: Ein ZB entspricht 1000 Mrd. Gigabyte (GB) oder rund 36 Mio. Jahren Film in HD-Qualität. Die Menge an generierten Daten wird die Nachfrage nach Datacentern beflügeln, und die in diesen verwalteten Datenmengen werden ungebremsst steigen. Wie [Abbildung 74](#) zeigt, dürften sich die Datenmengen, die in externen Datacentern verwaltet werden, bis 2020 mehr als verdoppeln und auf über 15 ZB zunehmen. Dies entspricht einem durchschnittlichen Wachstum von 23.8% pro Jahr. Zwar werden die Daten aufgrund des technischen Fortschritts in Zukunft auch effizienter gespeichert, dies wird aber den Bedarf nach neuen Datacentern nicht stoppen, ist doch das erwartete Wachstum der Datenvolumen hierfür schlicht zu gross.

Cloud ermöglicht Fokussierung auf Kernkompetenzen

Die Auslagerung von IT-Anwendungen an Cloud-Provider reduziert die Fixkosten und das gebundene Kapital eines Unternehmens, da die teure IT-Infrastruktur nicht mehr selbst betrieben wird. Ohne Auslagerung können bestehende Systeme oftmals nicht mit voller Auslastung betrieben werden, weil die Abläufe auch in Spitzenzeiten garantiert werden müssen. Dies macht eine Reserve notwendig. Wird die Rechenleistung als Service bezogen, wird hingegen lediglich die tatsächlich benötigte Leistung bezahlt. Die Diversifikation mit unterschiedlichen Kunden ermöglicht den Cloud-Betreibern eine effizientere Auslastung der Server. Die Kostenvorteile, wozu auch Einsparungen an IT-Infrastrukturspezialisten gehören, sowie die grössere Flexibilität der Cloud überzeugen eine zunehmende Zahl von IT-Verantwortlichen. Entsprechend dürfte ein wachsender Anteil der jährlichen IT-Ausgaben in Zukunft nicht mehr in klassische Infrastruktur investiert, sondern für den Bezug von IT-Services aufgewendet werden (vgl. [Abb. 75](#)). Dementsprechend sollten die globalen Ausgaben für Cloud-Services bis 2020 bereits rund 14% (2016: 8%) der gesamten IT-Ausgaben ausmachen. Das Auslagern der IT soll es den Unternehmen ermöglichen, sich auf ihre Kernkompetenzen zu konzentrieren, was in einer sich rasch verändernden Welt ein zentraler Erfolgsfaktor ist.

Abb. 74: Datenmengen in Datacentern

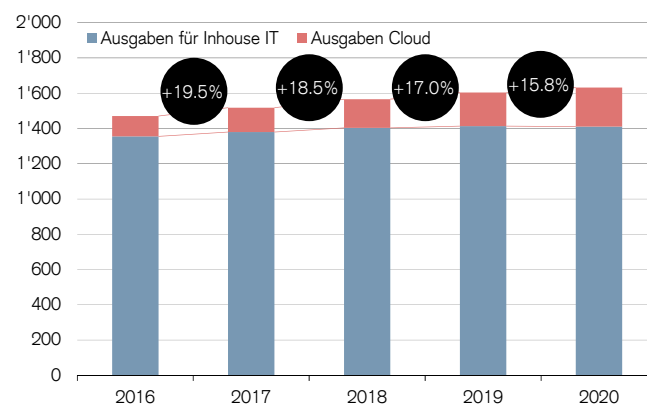
Prognose des globalen Datenverkehrs in Datacenter 2016 – 2020, in ZB p.a.



Quelle: Cisco, Credit Suisse

Abb. 75: Globale IT-Ausgaben für Cloud-Services

Prognostizierte Ausgaben der IT-Departemente in USD Mrd., Wachstum der Cloud-Ausgaben in %



Quelle: Gartner, Credit Suisse

Ansprüche an Sicherheit und Flexibilität stellen Betreiber von Datacentern vor Herausforderungen

Das stetige Wachstum der Datenmengen sowie die ebenfalls steigenden Ansprüche an Sicherheit, Flexibilität und Verfügbarkeit stellen Anbieter von Datacentern vor grosse Herausforderungen. Dazu zählt, dass der Lebenszyklus der in Datacentern verwendeten Server mit rund drei bis fünf Jahren deutlich kürzer ist als der Lebenszyklus einer Datacenter-Immobilie, der auf 25 Jahre geschätzt wird. Nicht zu unterschätzen sind zudem die kontinuierlich hohen Investitionen, die für den laufenden Betrieb eines Datacenters unerlässlich sind. Künftige technologische Veränderungen müssen wenn möglich bereits beim Bau eines Datacenters berücksichtigt werden und bedingen eine möglichst grosse Flexibilität. Diese Herausforderungen haben unter anderem zu einer weltweiten Konsolidierung der Branche geführt und die Dominanz der grossen Anbieter, wie beispielsweise Amazon, Microsoft, IBM und Google, weiter gefestigt. Aufgrund der steigenden Marktmacht der dominierenden Cloud-Anbieter müssen Datacenter-Betreiber mit sinkenden Margen rechnen. Bis 2020 dürften rund 68% der global in Datacentern vorhandenen

⁹ Vgl. Cisco (2016): «Cisco Global Cloud Index: Forecast and Methodology 2015 – 2020»

Rechnerleistung auf diese sogenannten Hyperscale-Anbieter entfallen; derzeit sind es rund 39%.¹⁰ Der Trend hin zu grösseren Datacentern ist vor allem in Nordamerika sowie Asien ausgeprägt, doch auch in Europa zeigen sich solche Tendenzen.

Schweiz: Attraktiver Standort, aber kein europäischer Datacenter-Hotspot

Schweiz: Attraktiver Datacenter-Standort im internationalen Wettbewerb

Dank eines stabilen politischen und wirtschaftlichen Umfelds sowie einer hervorragenden und breit diversifizierten Energieversorgung kann sich die Schweiz als attraktiver Standort für Datacenter positionieren. Die hohe Attraktivität des Standortes äussert sich im Data Centre Risk Index, in welchem die Schweiz hinter Island und Norwegen den 3. Rang belegt.¹¹ Der Index identifiziert und bewertet unterschiedliche Risikofaktoren, von der Energieversorgung über die politische Stabilität und steuerliche Attraktivität für Unternehmen bis hin zu Naturkatastrophenrisiken für den Betrieb eines Datacenters.

Datacenter suchen die Nähe von Zentren

Bei der konkreten Auswahl eines Standorts spielen nebst dem Zugang zu einer zuverlässigen Stromversorgung auch die verfügbaren Bandbreiten für den Datenaustausch, die Erreichbarkeit des Standorts sowie das Risiko von Naturkatastrophen eine Rolle. [Abbildung 76](#) zeigt die Standorte von Schweizer Datacentern sowie die Erdbeben-Risikozonen, die einen Teil der zu berücksichtigenden Naturkatastrophenrisiken widerspiegeln. Ein grosser Teil der Datacenter liegt in der Nähe der urbanen Zentren, wo im Mittelland eine geringe Wahrscheinlichkeit für Erdbeben besteht. Aber auch in Basel, wo ein erhöhtes Erdbebenrisiko herrscht, befinden sich einige Center. Noch wichtiger als das Risiko einer Naturkatastrophe sind die geografische Nähe zu Kunden sowie eine möglichst direkte Anbindung an die internationalen Netzwerke, die einen schnellen Datentransfer garantiert. Für viele Unternehmen ist die Verfügbarkeit der IT-Systeme von enormer Bedeutung, sind doch Ausfälle extrem kostenintensiv. Aus diesem Grund werden die Datacenter von verschiedenen Organisationen nach ihrer Verfügbarkeit bzw. ihren Ausfallzeiten klassifiziert. Ein weitverbreiteter Standard ist dabei der «Tier Classification Standard» des Uptime Institute. Die Kategorien gehen vom Level Tier I für ein Datacenter mit einer durchschnittlichen Verfügbarkeit von 99.671% bis hin zum Level Tier IV mit einer Verfügbarkeit von 99.995%, was lediglich 26 Minuten Ausfallzeit pro Jahr entspricht. [Abbildung 76](#) illustriert, nach welchen Sicherheitsstandards Datacenter in der Schweiz gebaut sind. Der Grossteil der Datacenter ist jedoch nicht offiziell zertifiziert, sondern erfüllt die Anforderungen gemäss eigenen Angaben. Zurzeit ist das Swisscom Datacenter im Wankdorf der einzige Datacenter-Bau der Schweiz, der offiziell – mit dem Level Tier IV – zertifiziert wurde.

Datacenter sind teure Bauvorhaben

Die vielen und hohen Sicherheitskriterien für Datacenter stellen hohe Erfordernisse an die Bauweise. Für modernste Datacenter mit der höchsten Sicherheitsstufe (Tier IV) gehören die Anbindung an zwei unabhängige Stromquellen sowie Zugangskontrollen mit Sicherheitssystemen, wie sie in Flughäfen üblich sind, zum Standard. Durch ein zweites, redundantes Datacenter in einer anderen geografischen Region kann die Verfügbarkeit weiter gesteigert werden. Um das Risiko eines Stromausfalls weiter zu reduzieren, stehen Backup-Systeme bereit, die den Betrieb der Server inklusive Kühlung sicherstellen. Aufgrund des hohen Strombedarfs braucht es für den Betrieb von Datacentern effiziente Kühlsysteme. Es besteht die Möglichkeit, die durch den Betrieb der Server entstehende Wärme in ein Fernwärmenetz einzuspeisen. In modernen Anlagen wird mit Umgebungsluft gekühlt, sodass klassische Kühlanlagen nur noch für den Notfall bereitstehen. Weiter sind Datacenter mit automatischen Löschanlagen ausgestattet, die im Brandfall beispielsweise den Sauerstoffgehalt reduzieren und so den Brand ohne Schäden an der Infrastruktur bekämpfen. Auch bezüglich der Raumhöhe sowie der Baustatik unterscheiden sich Datacenter von anderen Bauten. Gemäss dem Uptime Institute sind in der Datacenter-Industrie Nutzlasten von 730 – 1220 kg pro m² Standard. Zum Vergleich: Für Bürobauten gelten in der Schweiz 300 kg pro m² als Norm. Die vielschichtigen Anforderungen sowie die benötigte Infrastruktur für den Betrieb bedingen eine sehr spezifische Bauweise, was sich in überdurchschnittlich hohen Baukosten widerspiegelt. Ein Bürogebäude rechnet im Durchschnitt mit Baukosten von rund CHF 2800 pro m² Bruttogeschossfläche, ein Datacenter hingegen mit zwei bis dreimal so viel. Eine frühzeitige Planung und Zusammenarbeit mit einem Anbieter sowie eine bereits während der Planung festgelegte Sicherheitsstufe sind zentrale Elemente. Aufgrund der spezifischen Bauweise ist die Umnutzung einer als Datacenter geplanten Immobilie, wie bei vielen Spezialimmobilien, nur mit grossem Kostenaufwand möglich. Ein Rückbau dürfte meist sinnvoller

¹⁰ Vgl. Cisco (2016): «Cisco Global Cloud Index: Forecast and Methodology 2015 – 2020»

¹¹ Vgl. Cushman & Wakefield (2016): «Data Centre Risk Index 2016»

sein. Die Umnutzung bestehender Gebäude in ein Datacenter ist durchaus möglich, wie das Beispiel der HIAG Data zeigt: In Menzikon und Biberist sollen in den ehemaligen Hallen eines Industriebetriebs zwei neue Datacenter entstehen. Dies dürfte aber eine Ausnahme darstellen. Für grössere Datacenter auf dem neusten Stand wird meist ein Neubau auf der grünen Wiese angestrebt.

Schweiz: Kein europäischer Datacenter-Hotspot

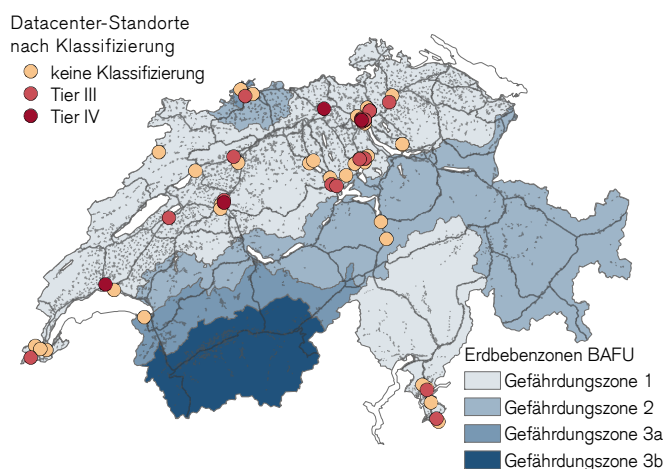
Trotz attraktiver Rahmenbedingungen kann die Schweiz im internationalen Wettbewerb nur beschränkt mit den grössten Standorten in Europa mithalten. So fliessen grosse Investitionen hauptsächlich in die Datacenter-Hotspots um Amsterdam, Frankfurt, Paris und London. In diesem Zusammenhang dürften die Verfügbarkeit und der Preis von grossflächigen Grundstücken sowie der Zugang zu grossen Netzwerk-Hubs eine wichtige Rolle spielen. Auf dem Schweizer Markt hat sich nebst green.ch sowie einigen kleineren Anbietern vor allem die Swisscom eine starke Position erarbeitet. Verglichen mit der Infrastruktur internationaler Anbieter sind jedoch auch die Datacenter der Swisscom klein, sodass sich kaum vergleichbare Skaleneffekte erzielen lassen. Internationale Anbieter wie Equinix oder Intexion sind auf dem Schweizer Markt bereits mit eigenen Datacenter präsent. Für lokale Anbieter bestehen jedoch weiterhin Nischen. Beispielsweise arbeitet die HIAG Data (ein Unternehmen der HIAG Gruppe) in Zusammenarbeit mit Microsoft und Noser Health an einer Gesundheitsplattform. Dabei stellt die HIAG Data die IT-Infrastruktur und die Plattform in den bereits erwähnten Datacentern als Service zur Verfügung.

In Datacenter investieren und vom globalen Trend profitieren

Die Prognosen bezüglich der künftigen Datenmengen zeichnen ein klares Bild: Die Nachfrage nach Datacentern steigt weltweit rasant. Dabei gilt es zu beachten, dass die Entwicklung zur Auslagerung der IT in der Schweiz noch am Anfang steht und im Vergleich zu Nordamerika und Asien weit weniger fortgeschritten ist. Für grosse Investoren bietet sich die Möglichkeit, eine Direktinvestition in eine Datacenter-Immobilie zu tätigen. Investoren mit einem kleineren Budget, die ebenfalls in die Nische Datacenter investieren möchten, müssen mit Anlagemöglichkeiten im Ausland Vorlieb nehmen. Die hiesigen kotierten Immobilienfonds und -aktien sind nämlich nur zu einem kleinen Anteil in Datacenter investiert. Im Ausland hingegen gibt es Datacenter Real Estate Investment Trusts (REITs), die direkt in Datacenter investieren und diese teilweise auch betreiben. An der Börse kotierte Datacenter REITs sind mit einer Ausnahme aus Singapur bis anhin nur in den USA zu finden. Ein Beispiel ist der REIT Equinix (EQIX), der weltweit 146 Datacenter betreibt, darunter sechs in der Schweiz mit Standorten in Zürich und Genf. Datacenter REITs waren in den vergangenen Jahren äusserst profitabel und haben die Rendite des FTSE Global Real Estate Index seit 2014 im Durchschnitt um über 109% übertraffen (vgl. Abb. 77). Es gilt jedoch zu beachten, dass die Erwartungen hinsichtlich des künftigen Wachstums des Cloud-Marktes in den aktuellen Bewertungen dieser Trusts bereits enthalten sein dürften. Sollte dieses Wachstum unerwartet tiefer ausfallen, können Kurskorrekturen nicht ausgeschlossen werden.

Abb. 76: Standorte von Schweizer Datacentern

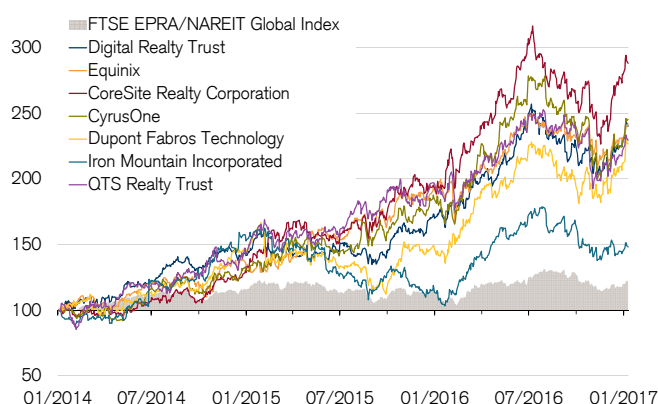
Baustandart nach Sicherheitsklassifizierung (gemäss eigenen Angaben)



Quelle: Bundesamt für Umwelt (BAFU), Credit Suisse, Geostat

Abb. 77: Performance von Datacenter REITs

Total Return in USD, Index: 2014 = 100



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: Bloomberg, Credit Suisse

Immobilienanlagen

Attraktiv, aber keine Selbstläufer

Immobilienanlagen stehen in der Gunst der Anleger nach wie vor weit oben. Der Run auf das «Betongold» zeigt sich etwa im anhaltenden Boom des Mietwohnungsbaus, im steigenden Immobilienanteil der Portfolios institutioneller Anleger und in der guten bis ausgezeichneten Performance von Immobilienfonds und Immobilienaktien im letzten Jahr. Wir erläutern, warum Immobilienanlagen trotz steigender Risiken auch 2017 gefragt bleiben dürften. Je länger der Run jedoch dauert, desto stärker untergräbt er sein eigenes Fundament. Wie lange halten die Negativzinsen den Immobilienanlagemarkt noch im Spiel? Und welche Optionen bieten sich, um sich den schwieriger werdenden Bedingungen auf den Nutzermärkten zu entziehen?

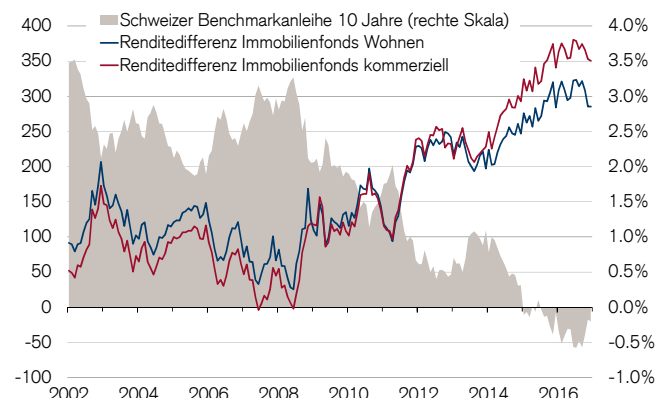
Direkte Immobilienanlagen: Hohe Nachfrage trotz aufkommenden Gegenwinds

Markt bietet weiterhin hohe Risikoprämien

Erstmals seit vielen Jahren befinden sich sämtliche Nutzermärkte im Abschwung. Zum Büro- und Verkaufsflächenmarkt hat sich im vergangenen Jahr auch der Wohnflächenmarkt gesellt. Die Vermarktung neuer Mietwohnungen wird anspruchsvoller, weil die Leerstände kontinuierlich zunehmen, und zudem weniger ergiebig, da die Mieten nicht mehr steigen (vgl. Kapitel Mietwohnungen, S. 21 ff.). Trotzdem scheint das Vertrauen der Anleger in Immobilien ungebrochen. Grund dafür ist das Negativzinsumfeld, das unverändert für hohe Renditeunterschiede zwischen Immobilienanlagen und festverzinslichen Anlagen sorgt (vgl. Abb. 78). Trotz eines deutlichen Anstiegs der US-Zinsen nach der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten notieren die langfristigen CHF-Zinssätze weiterhin im negativen Bereich. Ende 2016 lagen die Ausschüttungsrenditen von Schweizer Immobilienfonds mit Schwerpunkt Wohnen im Mittel immer noch um beinahe 300 Basispunkte über der Rendite eines 10-jährigen Eidgenossen. Fonds mit kommerzieller Ausrichtung erzielten sogar eine Überrendite von 350 Basispunkten. Bei Direktanlagen sind die Renditedifferenzen noch grösser. Der Markt offerierte den Anlegern also noch immer eine hohe Risikoprämie. Dieser Aufschlag scheint die Anleger zu überzeugen, wie die ungebrochene Planungstätigkeit zeigt: Im vergangenen Jahr wurden Baugesuche für eine rekordhohe Zahl neuer Mietwohnungen eingereicht. Auch das geplante Investitionsvolumen für den übrigen Hochbau (hauptsächlich Büro- und Verkaufsflächen) lag um rund 20% über seinem langfristigen Mittel. Dies trotz markanter Überangebote in verschiedenen Städten (vgl. Kapitel Büroflächen, S. 34 ff. und Verkaufsflächen, S. 54 ff.).

Abb. 78: Renditedifferenz nach Segment

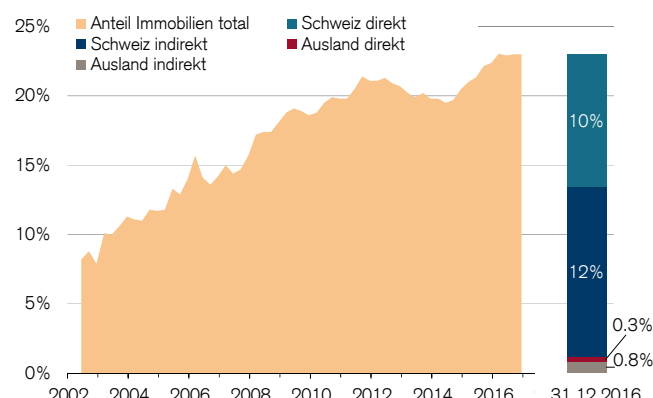
Renditedifferenz Immobilienfonds in Basispunkten: Ausschüttungsrendite abzüglich Rendite Benchmarkanleihe



Quelle: Credit Suisse, Datastream, Baublatt

Abb. 79: Immobilienquote von Pensionskassen

Entwicklung des Immobilienanteils in der Bilanz von Pensionskassen, Zusammensetzung des Immobilienanteils per 4. Quartal 2016



Quelle: Credit Suisse

Keine Trendwende auf dem Anlagemarkt zu erwarten

Die leicht höheren Inflationserwartungen in der Schweiz dürften zusammen mit einer bewussten Wahrnehmung der Absatzprobleme auf den Mietermärkten dafür sorgen, dass sich die hohe Nachfrage nach direkten Immobilienanlagen mit der Zeit etwas beruhigt. Da die Normalisierung

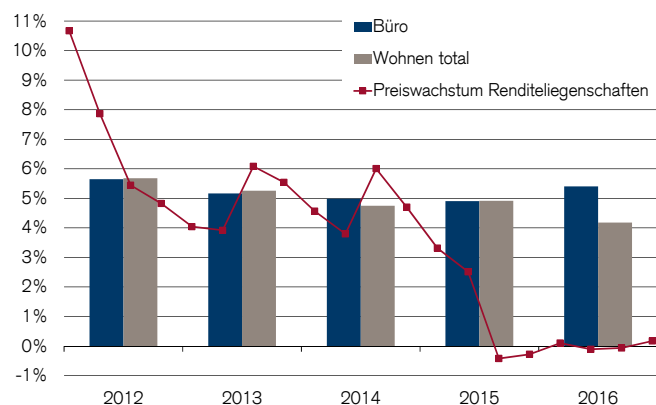
der Geldpolitik in Europa einiges länger dauern wird als in den USA, rechnen wir nicht mit einer Korrektur des Marktes. Gerade institutionelle Anleger wie Versicherungen und Pensionskassen haben ihr Engagement in Immobilien weiter ausgebaut – und sie werden es weiter erhöhen, denn es fehlen Alternativen. Gemäss dem Schweizer Pensionskassen Index der Credit Suisse (vgl. Abb. 79) ist der Immobilienanteil der Pensionskassen bis Ende 2016 auf 23.0% gestiegen. Stärker als bei Direktanlagen (+ 0.4 Prozentpunkte seit Ende 2014) wurden dabei in den letzten zwei Jahren die Positionen in indirekten Anlagen ausgeweitet (+2.1 Prozentpunkte). Dies dürfte allerdings zu einem wesentlichen Teil Kursgewinnen zuzuschreiben sein. Insgesamt konnten im letzten Jahr 31% der gesamten Anlageperformance der Pensionskassen auf das Konto der Immobilien verbucht werden. Erstaunlich tief bleibt das Engagement in ausländischen Immobilienmärkten (1.2%). Dieser «Home Bias» lässt sich zum Teil mit regulatorischen Auflagen, Fremdwährungsrisiken und fehlendem Marktwissen rechtfertigen. Angesichts des in allen Segmenten weit fortgeschrittenen Immobilienzyklus müsste sich der Schritt ins Ausland eigentlich aufdrängen, allein schon aus Gründen der Risikodiversifikation. Für kleinere und mittelgrosse Institute dürften dafür indirekte Anlagen wie Fonds und Real Estate Investment Trusts (REITs) im Vordergrund stehen.

Drei Wege zur Erhöhung der Immobilienquote

Neben den Pensionskassen sind auch Versicherer auf der Suche nach Rendite. Sie haben folglich ihr Immobilienengagement massiv ausgebaut. So ist etwa der Wert der Immobilienanlagen von zehn führenden Schweizer Versicherungen, deren Geschäftsberichte wir ausgewertet haben, zwischen 2010 und 2015 um 35% gestiegen. In einer ersten Phase, die um 2012 ihren Höhepunkt erreichte, investierten institutionelle Anleger bevorzugt in Bestandsobjekte. Davon zeugt das hohe Wachstum der Transaktionspreise von Renditeliegenschaften in diesem Zeitraum (vgl. Abb. 80). In den folgenden Jahren gingen die Investoren in Anbetracht der hohen Preise und des ausgetrockneten Marktes zunehmend dazu über, Immobilienprojekte selber zu entwickeln oder von Entwicklungspartnern im baureifen Stadium zu übernehmen (vgl. Baugesuche, Abb. 32). Eine dritte Spielart, mit der sich die Immobilienquote am schnellsten erhöhen lässt, ist in jüngerer Zeit vermehrt zu beobachten: der Kauf ganzer Immobilienportfolios, sei es im In- oder Ausland. Zu erwähnen wären hier beispielsweise das Kaufangebot von AXA für die noch im Markt befindlichen Aktien der Zürcher Freilager AG oder die Übernahme der Aktienmehrheit an der Immobiliengesellschaft Pax Anlage AG durch Baloise. Aufgrund des unveränderten Anlagenotstands können Immobilienquoten auf diese Weise zielgerichtet erhöht und teure Bieterverfahren mit Dutzenden von Interessenten vermieden werden. Es ist zu erwarten, dass weitere solche Übernahmen stattfinden werden.

Abb. 80: Bruttoanfangsrenditen und Preiswachstum

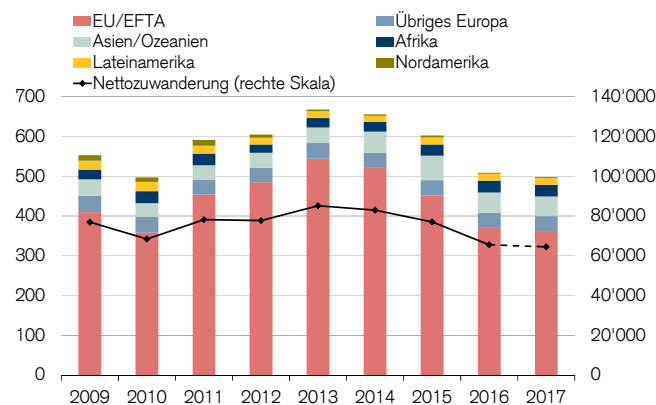
Transaktionsbasierte Renditen (gewichtet und qualitätsbereinigt) institutioneller Investoren; Preiswachstum Wohn- und gemischte Renditeliegenschaften (YoY)



Quelle: Real Estate Investment Data Association (REIDA), IAZI, Credit Suisse

Abb. 81: Zuwanderungsbedingte Mietwohnungserträge

Schätzung der Mieterträge aus Nettozuwanderung (netto, in CHF Mio./Jahr); rechte Skala: Nettozuwanderung der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung, 2017: Prognose



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

Anfangsrenditen: Tiefpunkt bei Büroflächen überschritten?

Gemäss der Transaktionsdatenbank der Real Estate Investment Data Association (REIDA) sind die Bruttoanfangsrenditen bei Transaktionen von Wohnrenditeliegenschaften durch institutionelle Investoren 2016 auf den Tiefstand von 4.2% gesunken (vgl. Abb. 80). Da sich die Mieten im vergangenen Jahr weitgehend seitwärts bewegt haben, impliziert dies einen weiteren Anstieg der Transaktionspreise. Allerdings wird zu den tiefen Spitzenrenditen kaum mehr gehandelt. Deswe-

gen weist eine andere Datenquelle, der SWX IAZI Investment Real Estate Price Index, seit Ende 2015 auf stagnierende Transaktionspreise hin. Wir gehen davon aus, dass sich die Anfangsrenditen von Wohnrenditeliegenschaften mit der Zeit stabilisieren werden. Für das laufende Jahr veranschlagen wir allerdings nochmals tiefere Renditen und spiegelbildlich höhere Preise. Von den Mieten, die im laufenden Jahr sogar leicht sinken könnten, gehen jedoch immer weniger positive Impulse aus. Hinter dem Preisanstieg stehen demnach zunehmend der Anlagedruck und immer weniger die Fundamentaldaten. Bei den im Zyklus weiter fortgeschrittenen Büroflächen deuten die REIDA-Daten auf eine einsetzende Trendwende hin. Zwischen 2015 und 2016 stiegen die Bruttoanfangsrenditen von 4.9% auf 5.4%. Die Transaktionspreise dürften jedoch noch nicht auf breiter Basis unter Druck kommen. Vielmehr dürften hauptsächlich Liegenschaften ausserhalb des Core-Segments betroffen sein. An Core-Lagen, die aufgrund der schwierigeren Marktverhältnisse sogar noch stärker im Nachfragefokus stehen, könnten die Preise stagnieren oder sogar noch leicht zulegen.

Rückläufige Zuwanderung senkt Mieterträge um CHF 170 Mio.

Seit Einführung der vollen Personenfreizügigkeit mit der Europäischen Union (EU) im Jahr 2007 wurde die Mietwohnungsnachfrage stark von der Zuwanderung gestützt. Über 85% der ausländischen Neuzuwanderer wohnen innerhalb der ersten zwei Jahre in einer Mietwohnung. Anhand von Daten der Strukturerhebung des Bundesamts für Statistik haben wir die mittleren Nettomieten von Neuzuzügern nach Nationalitätengruppen berechnet.¹² Zusammen mit Daten zu Haushaltsgrössen, Wohneigentumsquote, Entwicklung und Herkunftsstruktur der Nettozuwanderung sowie zur Mietpreisentwicklung ermöglichen es uns diese Berechnungen, den Mietertrag, der durch die Zuwanderung gewonnen wird, zu schätzen (vgl. Abb. 81). Gemäss dieser Schätzung generierten 2013, am vorläufigen Höhepunkt der Zuwanderung, 85'000 Nettozuwanderer einen zusätzlichen jährlichen Mietertrag von CHF 670 Mio. 81% dieses Betrags waren auf Zuwanderer aus EU- und EFTA-Staaten zurückzuführen. Bis 2016 reduzierte sich dieser Betrag auf CHF 510 Mio. (–24%), wobei nur noch 73% der Zuwanderung EU- und EFTA-Bürgern zuzuschreiben waren. Im Jahr 2017 dürfte der Mietertrag nochmals um rund CHF 10 Mio. sinken.

Preisgünstige Mietwohnungen werden zum attraktiven Segment

Der Rückgang des Mietertrags ist dabei nicht nur der quantitativen Reduktion der Zuwanderung, sondern auch einer Veränderung der Zuwandererstruktur zuzuschreiben: Die Zunahme der Zuwanderung aus Asien und Afrika konnte das Minus bei der Wohnungsnachfrage durch EU-Bürger weder quantitativ noch qualitativ ausgleichen. Mit schätzungsweise CHF 5300 (Afrika) respektive CHF 6700 (Asien) liegt der mittlere Mietertrag pro Zuwanderer und Jahr deutlich unter demjenigen pro EU- oder EFTA-Bürger (CHF 8800). 2013 betrug der mittlere Mietertrag pro Zuwanderer noch CHF 7850, 2016 schliesslich nur noch CHF 7760 (–1%). Dieser Rückgang, der sich im laufenden Jahr fortsetzen dürfte, ist nicht unerheblich. In der gleichen Zeitperiode sind die Abschlussmieten um 2.8% gestiegen. Für Anleger bedeutet dies, dass sie sich nicht nur auf eine quantitative, sondern auch auf eine qualitative Veränderung einstellen müssen. Das Segment der preisgünstigen Mietwohnungen in Pendelreichweite der Grosszentren bietet Investoren daher die besten Absatzchancen. Davon zeugt unter anderem auch die vergleichsweise stabile Entwicklung der Angebotsmieten in diesem Segment (vgl. Kapitel Mietwohnungen, S. 28).

Umnutzung von Miet- zu Eigentumswohnungen als prüfenswerte Alternative

Das Marktumfeld wird anspruchsvoller. Eigentümer von Wohnrenditeliegenschaften abseits der gefragtesten Standorte verstärken ihre Vermarktungsbemühungen, arbeiten mit Anreizen oder sehen sich schliesslich gezwungen, die Mietpreise nach unten anzupassen. Doch was, wenn trotz dieser Massnahmen viele Wohnungen keinen Mieter finden? Eine Option, die der Eigentümer prüfen kann, ist der Verkauf einzelner Wohnungen, ganzer Stockwerke oder ganzer Mehrfamilienhäuser im Stockwerkeigentum. Ob diese Strategie erfolgreich sein kann, hängt zunächst einmal vom regionalen Markt ab. Das höchste Potenzial für eine erfolgreiche Umwandlung von Miet- zu Eigentumswohnungen dürften Regionen mit folgenden Eigenschaften haben: tiefe Leerstände bei Wohneigentum, eine nachhaltige Entwicklung der Preise und eine Bautätigkeit, die nicht über dem Absorptionspotenzial des regionalen Wohneigentumsmarktes liegt. Verschiedene Regionen erfüllen diese Kriterien zumindest teilweise und weisen gleichzeitig erhöhte Leerstände im Mietwohnungsbestand auf. Das höchste Potenzial dürfte in einigen Regionen der Nordwestschweiz, im nördlichen Aargau, im Zürcher Weinland und in einzelnen Bergregionen vorhanden sein. Bei Letzteren sollte dies vor allem dann zutreffen, wenn es sich um altrechtliche Wohnungen handelt, die auch als Zweitwohnungen genutzt werden können.

¹² Vgl. Credit Suisse (2016): «Schweizer Immobilienmarkt 2016 – Vertreibung aus dem Paradies», S. 70

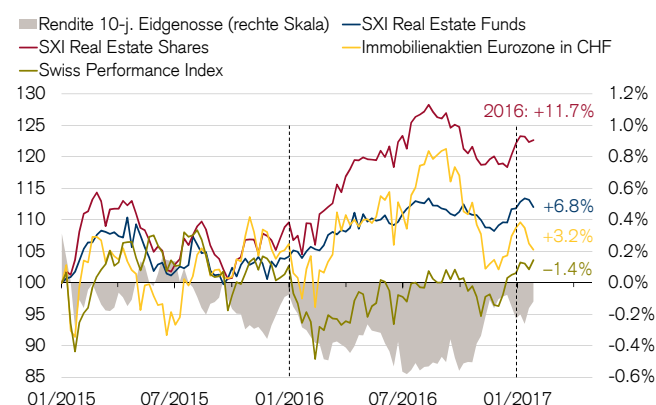
Indirekte Immobilienanlagen: Anlagedruck ist massgebend

Erfolgreiches 2016 trotz Abschwungs auf den Nutzermärkten

Trotz eingetrübter Perspektiven auf den Nutzermärkten und erheblicher Zinsschwankungen im Jahresverlauf können die Investoren indirekter Schweizer Immobilienanlagen auf ein erfolgreiches Jahr zurückblicken. Insbesondere Immobilienaktien erzielten 2016 mit +11.7% ein ausgezeichnetes Ergebnis (vgl. Abb. 82). Die Basis für die gute Performance bildeten Zinssenkungen im 1. Halbjahr 2016 sowie eine erstaunlich robuste Reaktion der Immobilienaktien auf die Zinskorrektur im 4. Quartal. Schweizer Immobilienfonds, die das Jahr 2016 mit einer Gesamtperformance von ebenfalls sehenswerten +6.8% abschlossen, zeigten sich gar noch weniger beeinflusst vom Anstieg der langfristigen Zinsen gegen Ende des Jahres: Im Januar 2017 lagen ihre Kurse zeitweise bereits wieder im Bereich der Höchststände vom August 2016. Sowohl Aktien als auch Fonds rentierten damit 2016 besser als Immobilienaktien der Eurozone (+3.2%) und schlugen auch den Swiss Performance Index (SPI, -1.4%). Dies zeigt, dass der Markt noch nicht an eine anhaltende Zinswende in der Schweiz glaubt, wenn auch der Tiefpunkt überschritten sein dürfte. Wir teilen diese Einschätzung, rechnen wir doch innert Jahresfrist nicht mit einer Leitzinsanhebung durch die Schweizerische Nationalbank. Die Rendite der 10-jährigen Schweizer Staatsanleihe dürfte dementsprechend ihr negatives Vorzeichen im Jahr 2017 beibehalten.

Abb. 82: Performance indirekter Immobilienanlagen

Gesamtperformance, Index: 01.01.2015 = 100, Rendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen

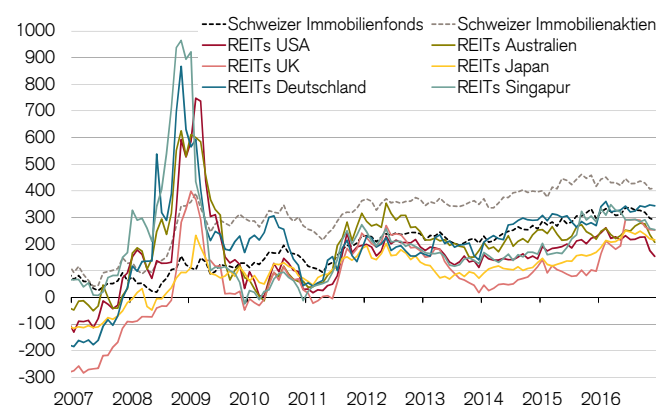


Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Datastream, Credit Suisse

Abb. 83: Renditedifferenzen im internationalen Vergleich

Renditedifferenz zwischen Ausschüttungsrendite Immobilienanlagefonds und 10-jähriger Staatsanleihe des jeweiligen Marktes



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, Bloomberg, Datastream

Anleger bisher wenig beeindruckt vom Anstieg der langfristigen Zinsen

Angesichts der gestiegenen langfristigen Zinsen erstaunt die starke Performance der indirekten Schweizer Immobilienanlagen. Auch die Situation auf den Nutzermärkten, die sich allesamt im Abschwung befinden, spricht eigentlich gegen den Erfolg von Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften. Zumindest kurz- und mittelfristig entscheidender als der Zustand der Immobilienmarktsegmente sind jedoch Angebot und Nachfrage auf dem Investorenmarkt selbst. Hier konkurrieren Immobilienanlagen mit festverzinslichen Anlagen wie Anleihen, wobei insbesondere die relativen Renditen bzw. die Renditedifferenzen die Investitionsentscheide steuern. **Abbildung 83** zeigt die unverändert hohe Attraktivität indirekter Schweizer Immobilienanlagen. Nicht nur liegen ihre Renditedifferenzen gegenüber 10-jährigen Staatsanleihen im Bereich ihrer historischen Höchststände, sondern sie überzeugen auch im internationalen Vergleich. Für Schweizer Immobilienaktien belief sich diese Renditedifferenz seit 2015 auf jeweils über 400 Basispunkte. Diejenige der Schweizer Immobilienfonds lag Ende 2016 bei 290 Basispunkten und wurde unter den Vergleichsländern nur von jener deutscher Immobilienaktien geschlagen.

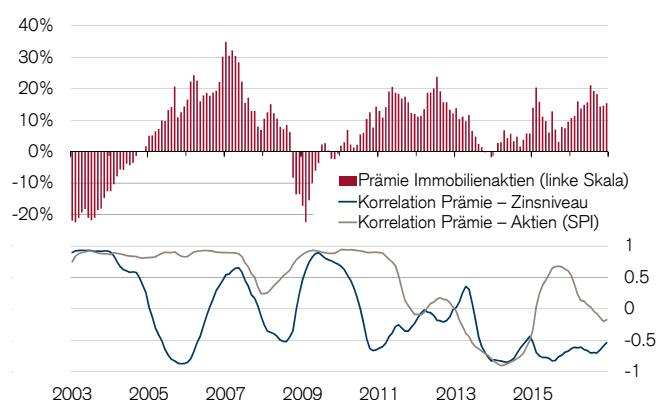
Prämien von Immobilienaktien zuletzt stark durch Zinsen getrieben

Da es sich bei indirekten Immobilienanlagen zumeist um börsennotierte Anlagegefässe handelt, wird ihre Performance auch durch die Stimmung am Aktienmarkt beeinflusst. Dies gilt insbesondere für Immobilienaktien. Seit 2003 betrug der Korrelationskoeffizient zwischen dem SPI und der mittleren Prämie der Immobilienaktien auf dem Nettoanlagevermögen (NAV) +0.53. Tatsächlich fiel die Phase stark steigender Prämien bei Immobilienaktien zwischen 2003 und 2007 mit einer lang anhaltenden Boomphase an den Aktienmärkten zusammen, in welcher der SPI um

weit über 100% zulegen. Auffallend ist allerdings auch, wie stark die Korrelation mit dem Aktienmarkt seit 2011 zu schwanken begonnen hat. Spiegelbildlich hat sich die negative Korrelation der Prämien mit den Renditen 10-jähriger Staatsanleihen stabilisiert, und zwar auf einem Wert unter dem Durchschnitt seit 2003 von -0.23 (vgl. Abb. 84). Dieser hybride Korrelationscharakter der Immobilienaktien ist auch auf anderen Märkten erkennbar. Grundsätzlich beobachten wir, dass Immobilienaktien mit fortgeschrittenem Immobilienzyklus sensibler auf Zinsänderungen zu reagieren beginnen, d.h. die negative Korrelation mit der Zinsentwicklung nimmt zu. Die Negativzinsen haben folglich in den letzten zwei Jahren die Stimmung am Aktienmarkt als wichtigsten Treiber der Prämien abgelöst. Solange Negativzinsen vorherrschen, erwarten wir keine grösseren Kurskorrekturen, da Negativzinsen für institutionelle Anleger keine Alternative darstellen. Insofern hat der Zinsanstieg gegen Ende 2016 die Prämien nur vergleichsweise wenig in Mitleidenschaft gezogen.

Abb. 84: Prämien der Immobilienaktiengesellschaften

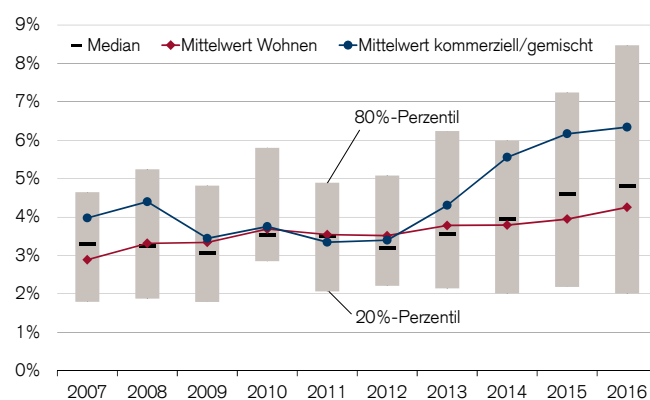
Mittlere Prämien börsenkotierte Immobilienaktien; Korrelation (rollend über 24 Monate) mit Zinsniveau (Rendite 10j. Eidgenosse) und dem Aktienmarkt (SPI)



Quelle: Credit Suisse, Datastream, Jahres- und Halbjahresberichte der Fonds

Abb. 85: Leerstände der Immobilienfonds

Leerstände (Mietzinsausfallquote) der börsenkotierten Schweizer Immobilienfonds; Mittelwerte: Gewichtet nach Net Asset Value per 31.12.2016; 2016: provisorisch



Quelle: Credit Suisse, Datastream, Jahres- und Halbjahresberichte der Fonds

Anstieg der Leerstände in den Portfolios der Immobilienfonds ...

Der Trend zu höheren Leerständen betrifft auch die Portfolios der Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften (vgl. Abb. 85). Erstere haben wir näher analysiert. Zwischen 2007 und 2012 schwankte die mittlere Mietzinsausfallquote zwischen 2.9% und 3.5% bei den Fonds mit Schwerpunkt Wohnnutzung und zwischen 3.3% und 4.4% bei den Fonds mit kommerzieller Ausrichtung. Ab 2013 folgte dann die Trendwende: Zunächst stiegen insbesondere die Leerstände bei den kommerziellen Fonds stark an. Sie erreichten 2016 im Mittel den Wert von 6.3%. Bei den Fonds, die primär in Wohnliegenschaften investieren, fiel der Anstieg weniger deutlich aus, er hat sich jedoch in den letzten zwei Jahren beschleunigt (2016: 4.3%). Auffällig sind auch die seit 2012 stark steigenden Unterschiede der Mietzinsausfallquote zwischen den einzelnen Fonds. 2016 betrug Letztere bei einem Fünftel der Fonds (20%-Perzentil) weniger als 2.0% – ähnlich wie in den Vorjahren. Im Grossteil der Fonds sind die Leerstände jedoch markant gestiegen; bei einem Fünftel der Fonds übertrafen sie 2016 den Wert von 8.5%.

... dürfte 2017 vor allem die wohnlastigen Gefässe betreffen

Noch höher als bei den Immobilienfonds liegen die Leerstände bei Immobilienaktiengesellschaften, wo per Juni 2016 im Durchschnitt 9.3% Mietzinsausfälle zu verbuchen waren. Hauptgrund ist die im Mittel stärkere Ausrichtung der Immobiliengesellschaften auf kommerzielle Liegenschaften. Der Trend zu steigenden Leerständen dürfte sich im laufenden Jahr fortsetzen und verstärkt auch die Fonds und Immobiliengesellschaften mit grösserem Wohnanteil in Mitleidenschaft ziehen. Die Leerstände wirken sich negativ auf die Ausschüttungsrenditen aus, was schliesslich auch Wertkorrekturen auslösen kann. Die tatsächlichen Ertragsminderungen dürften dabei über dem Mietzinsausfall liegen, weil stärkere Vermarktungsanstrengungen und höhere Sanierungsaufwände auch auf der Aufwandseite Mehrkosten generieren.

Nichtkотиerte, NAV-basierte globale Immobilienanlagen

Schwieriger werdende Bedingungen auf den Nuttermärkten in der Schweiz in Kombination mit Diversifikationsüberlegungen lassen den Zeitpunkt als günstig erscheinen, um Immobilienanlagen im Ausland verstärkt in den Fokus zu rücken. Wurden Immobilienanlagen ausserhalb der Schweiz bisher primär durch börsenkotierte Investitionen, meistens in Real Estate Investment Trusts (REITs), abgebildet, haben in jüngster Vergangenheit NAV-basierte Anlageformen vermehrt an Popularität gewonnen.

Hauptvorteil internationaler Immobilienanlagen: Tiefe Korrelationen und attraktive Renditen

Immobilienanlagen in der Schweiz und weltweit bieten den Vorteil relativ tiefer Korrelationen mit traditionellen Anlagen wie Aktien und Anleihen. Diese geringe Abhängigkeit von globalen Marktzyklen ist eine Folge davon, dass Immobilien immer ortsgebunden sind. Immobilienwerte sind zu einem grossen Teil durch Faktoren wie die lokale Nachfrage, das lokale Flächenangebot oder die lokalen Finanzierungskonditionen bestimmt. Folglich sind auch die Korrelationen zwischen einzelnen Immobilienmärkten, z.B. zwischen den USA und der Schweiz, sehr niedrig. Immobilienanlagen an guten Lagen und mit einer guten Mieterstruktur, oftmals als «Core»-Immobilien bezeichnet, generieren zudem einen stabilen langfristigen Cashflow, der auch in Zeiten tiefer Zinsen eine attraktive risikoadjustierte Prämie (Yield Spread) gegenüber anderen Anlageklassen bietet. Globale Immobilienanlagen haben in den vergangenen zehn Jahren eine durchschnittliche Rendite von 6.5% pro Jahr erbracht. Bei einer Absicherung in Schweizer Franken ist die jährliche Rendite mit 5.9% nur geringfügig tiefer. Diese Rendite wird nochmals interessanter, wenn man bedenkt, dass die grösste Finanzkrise seit den 1930er-Jahren in diesen Zeitraum fiel und sich die Volatilität derartiger Anlagen dennoch auf lediglich 7.3% belief (7.0% im Falle von in CHF abgesicherten Renditen).

Immobilienaktien haben internationale Immobilienanlagen bisher dominiert

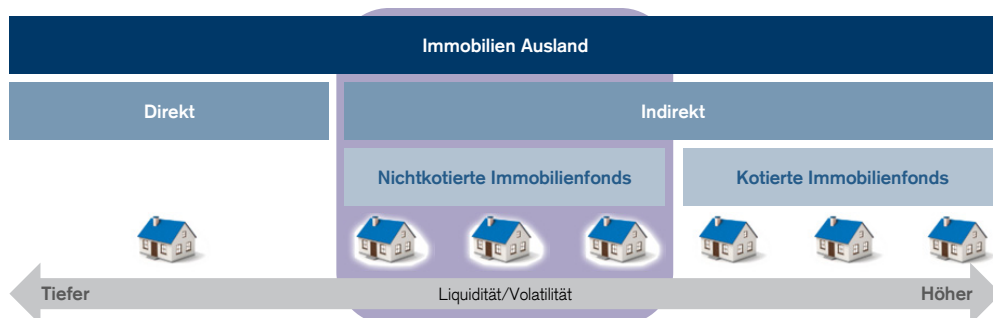
Obwohl Immobilien die weltweit grösste Anlageklasse bilden, hatten Schweizer Anleger bisher nur limitierte Möglichkeiten, um in internationale Immobilien zu investieren. Die meisten Anlageprodukte fokussieren auf börsenkotierte Immobilienanlagen. Immobilienaktien, in der Regel Aktien börsenkotierter REITs, bieten zwar den Vorteil einer hohen Liquidität, sind aber den oftmals hohen Börsenschwankungen ausgesetzt. Letzteres führt zu einer hohen Volatilität der Aktienkurse und mindert damit gleich zwei der grossen Vorteile von Immobilienanlagen, nämlich die hohe Cashflow-Stabilität und die tiefen Korrelationen mit anderen Anlageklassen. Vereinzelt existieren auch nicht kotierte Fondslösungen, wo ein ausserbörslicher Handel durch die Depotbank sichergestellt wird und damit auch Aufpreise oder Abschläge (Agios/Disagios) bezahlt werden.

Nichtkотиerte Immobilienfonds als interessante Alternative

Aus diesem Grund sind in den vergangenen Jahren vermehrt nicht börsenkotierte, NAV-basierte Immobilienanlagen in den Fokus gerückt (vgl. Abb. 86). Sie bilden die eigentliche Wertentwicklung von Immobilien direkt ab. Investoren profitieren entsprechend von den tiefen Korrelationen, geringeren Wertschwankungen (Volatilität) und attraktiven risikoadjustierten Renditen. Beim Einkauf muss ausserdem nie eine Prämie bzw. ein Agio bezahlt werden. Diese positiven Eigenschaften nichtkotierter Immobilienfonds haben allerdings den Preis einer vergleichsweise geringeren Liquidität. Da diese Fonds nicht an der Börse gehandelt werden, aber direkt in Immobilien investieren, müssen Anleger längere Rückgabefristen berücksichtigen. Je nach Grösse, Domizil-land und Art der Investitionen gelten typischerweise Rückgabefristen von drei bis zwölf Monaten.

Abb. 86: Investitionsuniversum globaler Immobilienanlagen

Liquidität und Wertschwankungen (Volatilität)



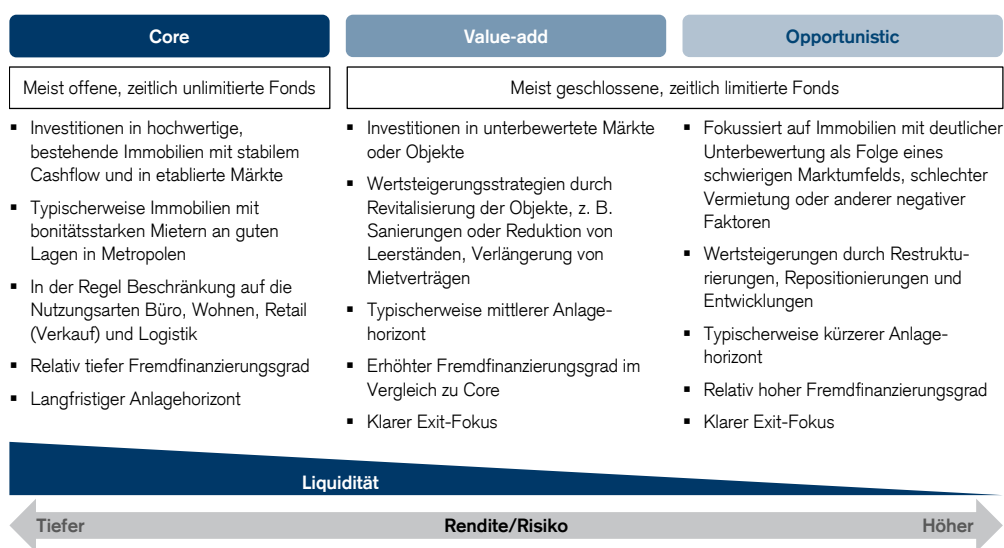
Quelle: Credit Suisse

Anlageuniversum nicht-kotierter internationaler Immobilienfonds

Mittlerweile gibt es mehrere Hundert nichtkотиerte internationale Immobilienfonds, die Anlegern offenstehen. Viele davon sind aufgrund ihrer eingeschränkten Handelbarkeit allerdings qualifizierten Anlegern vorbehalten. Neben Fonds, die in «Core»-Immobilien investieren und in der Regel zeitlich unlimitiert sind, gibt es auch Immobilienfonds mit Rendite-Risiko-Profilen, die als «Value-add» und «Opportunistic» bezeichnet werden. Sie haben typischerweise eine begrenzte Laufzeit von sieben bis zehn Jahren (vgl. Abb. 87). Während «Core»-Fonds auf die laufende Rendite aus Mieterträgen fokussieren (die sogenannten Netto-Cashflow-Rendite), bezwecken «Value-add»- und «Opportunistic»-Immobilienfonds die Erzielung einer möglichst hohen Gesamterendite – bestehend aus Netto-Cashflow-Rendite und Wertänderungsrendite – über die Laufzeit des Fonds. Im Gegensatz zu «Core»-Fonds, die mehrheitlich nach dem Prinzip «Buy and Hold» verwaltet werden, verfolgen «Value-add»- und «Opportunistic»-Fonds Private-Equity-ähnliche Strategien nach dem Grundprinzip «Buy, Fix and Sell».

Abb. 87: Anlageuniversum nicht-kotierter internationaler Immobilienfonds

Nach Investitionsstrategien



Quelle: Credit Suisse

Welche Fonds eignen sich für welche Investoren?

Für Anleger ohne Fachwissen zu den internationalen Immobilienmärkten oder mit einer relativ hohen Risikoaversion sind Immobilienfonds mit einer «Core»-Strategie am besten geeignet. Solche Fonds halten in erster Linie bestehende, qualitativ hochwertige Immobilien mit tiefen Leerständen und sind über Mieter, Gebäude, Lagen und Vertragslaufzeiten diversifiziert. Aufgrund der eingeschränkten Liquidität und der im Vergleich zu Aktien und Anleihen relativ langen Zyklen im Immobilienmarkt ist ein langfristiger Anlagehorizont empfehlenswert. Investoren mit einer höheren Risikotoleranz stehen Immobilienfonds mit «Value-add»- und «Opportunistic»-Strategie offen. In diese Fonds kann nur während ein bis zwei Jahren ab Lancierung investiert werden. Danach bleiben die Fonds bis zu ihrer Liquidation geschlossen. Die Anteile können bestenfalls im Rahmen einer sogenannten Sekundärmarkttransaktion an andere Investoren verkauft werden. «Value-add»- und «Opportunistic»-Immobilienfonds haben im Vergleich zu bestehenden «Core»-Fonds den Nachteil, dass sie ihre Portfolios zuerst aufbauen müssen, Investoren also in gewissem Mass in einen «Blind Pool» investieren. Die richtige Wahl des Managers ist entsprechend wichtig.

Selektionsprozess und Auswahlkriterien

Die Transparenz bei globalen Immobilienanlagen ist in den letzten 15 Jahren im Zuge der zunehmenden Professionalisierung dieser Anlageklasse deutlich gestiegen. Dennoch ist eine breite internationale Vernetzung mit Immobilienfondsmanagern, Brokern, Intermediären und anderen Marktakteuren eine wichtige Voraussetzung für den Erfolg mit solchen Anlagen. Des Weiteren ist vor einer Investition in nichtkottierte Immobilienfonds eine rigorose Due Diligence unerlässlich. Der Erfolgsausweis des Managers, die Qualität und Bewertung des Immobilienportfolios sowie die Beurteilung des jeweiligen Immobilienmarktes sollten dabei im Vordergrund stehen. Nebst den vorgenannten Aspekten gilt es vor jeder Fondszeichnung auch rechtliche, steuerrechtliche und regulatorische Aspekte sauber abzuklären. Fachwissen zu den jeweiligen Rechts- und Steuersystemen ist hierfür nicht nur hilfreich, sondern zwingend erforderlich.

Direkt investierende Einzel-fonds oder Multi-Manager-Fonds

Anleger können entweder in NAV-basierte Anlagestiftungen investieren, welche Immobilien direkt halten, oder als Alternative dazu in Multi-Manager-Produkte. Diese haben den Vorteil, dass sie zu attraktiven Bedingungen eine sehr breite Diversifikation über verschiedene Immobilienfondsmanager und Regionen ermöglichen. Gleichzeitig müssen Anleger bei derartigen Produkten nicht einzelne Fonds und deren Immobilienportfolios analysieren, sondern können sich auf die Auswahl des Multi-Manager-Produktanbieters konzentrieren.

Ist jetzt ein guter Investitionszeitpunkt?

Seit der globalen Finanzkrise haben sich die Immobilienmärkte weltweit sehr gut erholt. Nicht nur in der Schweiz stellt sich mancher Marktbeobachter folglich die Frage, ob die Immobilienbewertungen eine Investition derzeit noch rechtfertigen. Wir sind der Meinung, dass die meisten Immobilienmärkte im historischen Vergleich zwar hoch bewertet sind, dass diese Bewertungen aber in vielen Fällen fundamental gerechtfertigt sind. Drei Gründe sind für unsere Einschätzung zentral: 1) Seit der globalen Finanzkrise liegt die Neubauaktivität in sehr vielen Immobilienmärkten auf historischen Tiefstständen, was dazu geführt hat, dass es zurzeit vielerorts an hochwertigen Immobilien mangelt. Oder anders ausgedrückt: Es gibt derzeit nur sehr wenige Immobilienmärkte, die mit einem Überangebot zu kämpfen haben. 2) Trotz guter Verfügbarkeit von günstigen Hypothekarkrediten ist der Einsatz von Fremdkapital bei den von uns untersuchten nichtkотиerten Immobilienfonds gering bis sehr gering. Im Durchschnitt weisen «Core»-Fonds eine moderate Fremdverschuldung von 21% auf.¹³ 3) Das weltweit fast durchgehend positive, wenngleich moderate Wirtschaftswachstum in Verbindung mit einem knappen Flächenangebot führt dazu, dass für viele internationale Immobilienmärkte in den kommenden Jahren ein positives Mietwachstum erwartet wird. Verschiedene, unabhängige Research-Institute gehen für die nächsten Jahre von teilweise zweistelligen Mietwachstumsraten aus, was sich in den künftigen Immobilienbewertungen der Fonds positiv niederschlagen dürfte.

Ausblick Immobilienanlagen 2017

Direkte Immobilienanlagen: Weiterhin gefragt, aber zunehmend anspruchsvoll

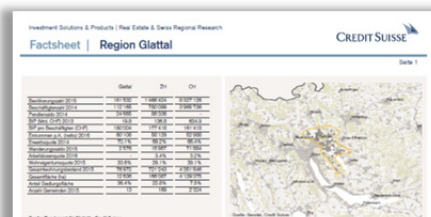
Immobilien sollten bei Anlegern als Investitionsobjekte auch 2017 sehr populär bleiben. Obwohl die Renditedifferenzen zu Alternativenanlagen ihren Zenit überschritten haben, dürfte die Nachfrage nach dem «Betongold» so lange robust bleiben, wie die Negativzinsen Bestand haben – insbesondere bei institutionellen Anlegern. Es fehlt schlicht an Alternativen, die das Renditeproblem der Investoren bei überschaubaren Risiken lösen könnten. In der Schweiz dürfte es immer schwieriger werden, an die gute Performance der Vorjahre anzuknüpfen. Das Preiswachstum bei Wohnrenditeliegenschaften sowie bei Büroflächen des «Core»-Segments scheint zwar noch nicht vollends ausgereizt, die Wertänderungsrenditen werden aber voraussichtlich fallen. Gleichzeitig beeinträchtigen der Rückgang der Zuwanderung und die Veränderung der Zuwandererstruktur das Ertragspotenzial und damit die Netto-Cashflow-Rendite. Insgesamt werden Investitionen in direkte Immobilienanlagen somit anspruchsvoller. Risikoarm bleiben Investitionen in Wohnrenditeliegenschaften in den Grosszentren ausserhalb der obersten Mietpreissegmente, wo jedoch nur unterdurchschnittlich hohe Anfangsrenditen zu erzielen sind.

Indirekte Immobilienanlagen: Unterstützung durch Negativzinsen hält noch an

Wenn man sich vor Augen hält, wie lange die US-Zentralbank mit der Zinsnormalisierung zugewartet hat, dann kann man daraus folgern, dass die Normalisierung der Zinsen in Europa noch Jahre auf sich warten lassen wird. Der Schweizerischen Nationalbank bleibt in dieser Situation kaum eine andere Option als die Beibehaltung der Negativzinsen. Gemäss der Arbitrage-Theorie wird folglich weiteres Kapital in den vergleichsweise renditestarken Immobilienmarkt geleitet, wo es die Renditen anhaltend unter Druck setzt. Einziehen kann man sich diesem Renditedruck nur durch ein Ausweichen in Nischensegmente, eine überlegene Selektion der Investitionsobjekte oder ein Engagement in internationalen Immobilienmärkten. Eine Allokation in die aufstrebende Anlageklasse «Immobilien Ausland» kann aus Diversifikations- und Renditegründen sinnvoll sein. Da diese Anlageklasse aber gerade für kleinere Anleger gewisse Hürden aufweist, sollte bei der Umsetzung genau auf Risiko-, Rendite-, Korrelations- und Liquiditätseigenschaften der verschiedenen Investitionsformen und -produkte geachtet werden. Eine gute Alternative dazu bieten entweder Multi-Manager-Produkte oder direkt investierende Immobilienfonds und Anlagestiftungen mit internationaler Ausrichtung.

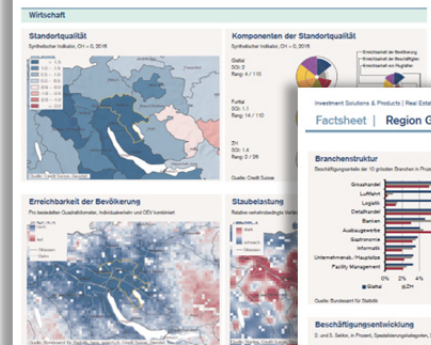
¹³ INREV, Global Real Estate Fund Index per 30.06.2016

Factsheets: Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick



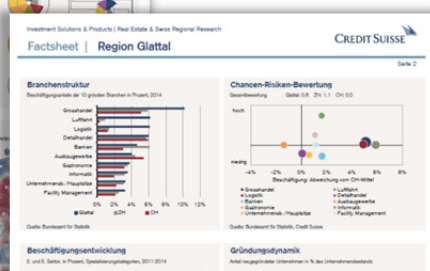
Regelmässig aktualisierte Indikatoren zu den 110 Wirtschaftsregionen

Welches sind die Standortqualitäten der Wirtschaftsregion Glattal? Welche Branchen sind für die Region besonders bedeutend? Wie hoch sind die Wohnpreise 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.



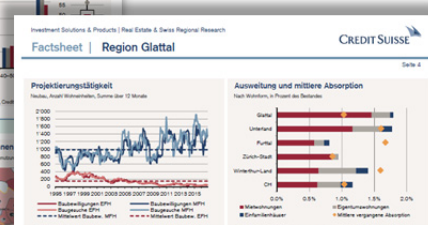
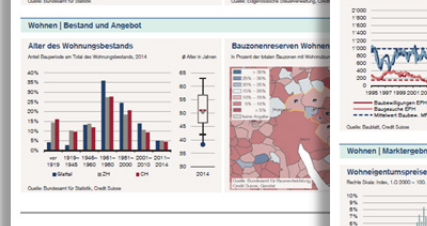
Regionale Wirtschaft und Demografie

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.



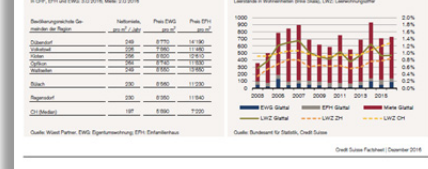
Regionale Wohnungsmärkte

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:

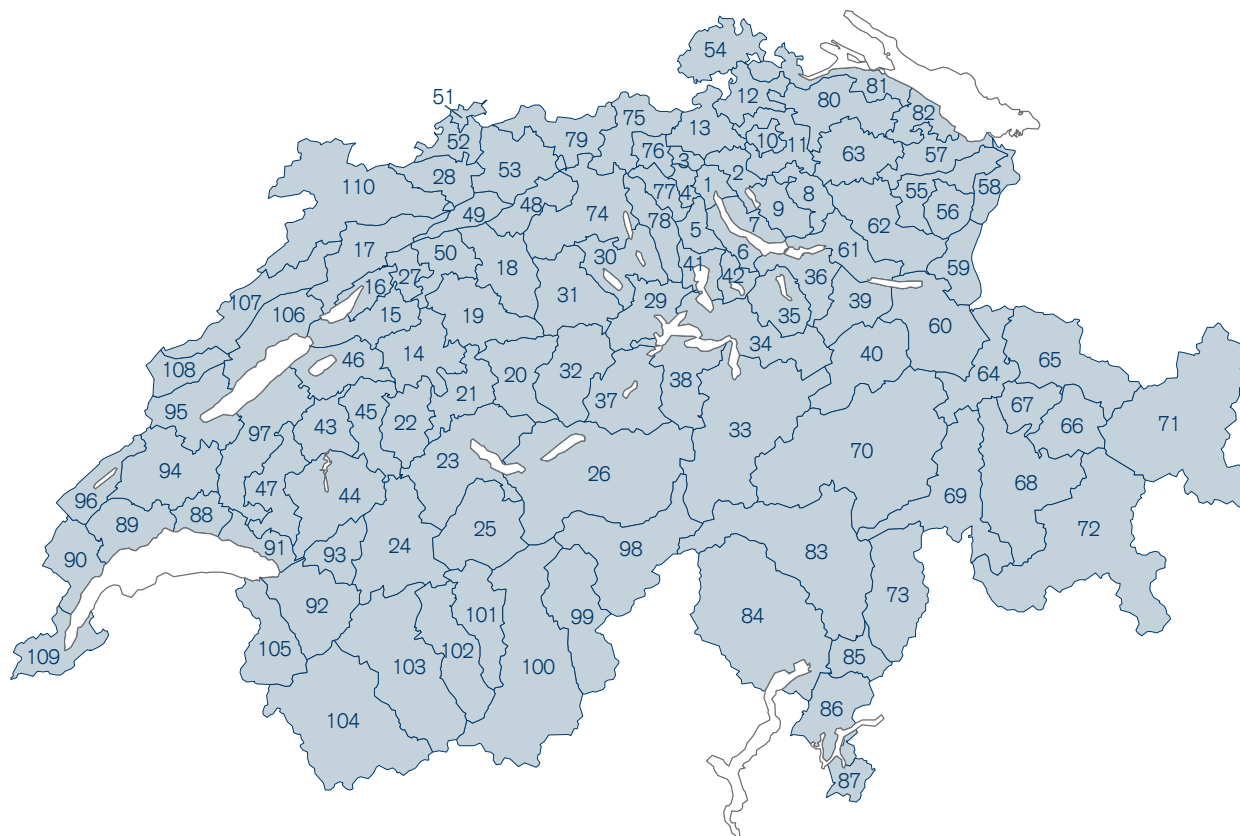
Kunden der Credit Suisse können Factsheets zu einzelnen Wirtschaftsregionen in der gewünschten Sprache (Deutsch, Französisch, Italienisch oder Englisch) unter folgendem Link bestellen: www.credit-suisse.com/immobilienstudie

Eine Auflistung der 110 Wirtschaftsregionen der Schweiz finden Sie auf der nächsten Seite.

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 Furtal	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 Knonauseramt	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/Zürzach	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 Sameraatal	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 Prattigau	87 Mendrisio	109 Genève
22 Schwarzwasser	44 La Gruyère	66 Davos	88 Lausanne	110 Jura

Quelle: Credit Suisse

Risikowarnung

Jede Anlage ist mit Risiken verbunden, insbesondere in Bezug auf Wert- und Renditeschwankungen. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominated, 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 Bankiervereinigung 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/Kommitenten (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 strukturierter Wertpapiere wird durch wirtschaftliche, finanzielle und politische Faktoren beeinflusst (insbesondere Spot- und Forward-Zinsen sowie Wechselkurse), ebenso durch Faktoren wie Laufzeit, Marktkonditionen, Volatilität oder Bonität des Emittenten bzw. 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 hoher Volatilität können plötzlich und in beträchtlichem Umfang an Wert verlieren. In diesem Fall kann es zu Verlusten kommen, wenn die Anlagen veräussert werden. 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, deshalb wird gegebenenfalls 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 Kundenberater.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Provisionen, Gebühren oder andere Kosten sowie Wechselkursschwankungen können die Performance mindern.

Sensitivität

Die Sensitivitätsanalyse entspricht der Veränderung des Marktwerts (z. B. des Preises) eines Finanzinstruments bei einer bestimmten Veränderung eines Risikofaktors oder einer Modellannahme. Insbesondere der Marktwert eines Finanzinstruments wird durch wirtschaftliche, finanzielle und politische Faktoren beeinflusst (u. a. Spot- und Forward-Zinsen sowie Wechselkurse), ebenso durch Faktoren wie Laufzeit, Marktkonditionen, Volatilität oder Bonität des Emittenten bzw. Referenzemittenten.

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 denominated, 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 Schuldern, 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 International Wealth Management der CS am angegebenen 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.

Dieses Material kann sich auf zuvor veröffentlichte Research-Empfehlungen und Rating-Änderungen beziehen (manchmal in einer Liste zusammengestellt). Alle Research-Beiträge und -Berichte, die Empfehlungen und Rating-Änderungen für Unternehmen bzw. einzelne Finanzinstrumente beinhalten, sind unter der folgenden Adresse abrufbar:

<https://investment.credit-suisse.com>

Beiträge 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 Handelsempfehlungen, 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 und aktualisiert Research-Berichte/Empfehlungen in den Intervallen, die ihr angemessen erscheinen. 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: http://www.credit-suisse.com/governance/en/code_of_conduct.html

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.

Indien: Unter der Adresse <http://www.credit-suisse.com/in/researchdisclosure> finden sich weitere Offenlegungen, die gemäss Securities And Exchange Board of India (Research Analysts) Regulations, 2014, vorgeschrieben sind. Die Credit Suisse könnte Interessen in Bezug auf die im vorliegenden Bericht genannten Unternehmen haben. Die Research-Berichte der Credit Suisse sind auch unter <https://investment.credit-suisse.com/> abrufbar.

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 der Seite «Disclosure» der Private Banking & Wealth Management Division unter folgender Adresse: <https://www.credit-suisse.com/disclosure>

tung, 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>

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 Marktkommentare 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 Beratungsdienstleistungen 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. Die CS hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von Dienstleistungen durch Kapitalanlagegesellschaften geschlossen. **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. Die Adresse der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, lautet Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) AG, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsauf-

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 Verbrei-

sicht (BaFin) zugelassen ist und reguliert wird. **Dubai:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC 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 professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, verteilt, die von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) als Anlagendienstleister zugelassen ist. Die Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, wird von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution und der Autorité des Marchés Financiers überwacht und reguliert. **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 dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Research Analyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **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 hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften beaufsichtigt wird. Die Geschäftsadresse der Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, in Jersey lautet: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (CSLF), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon (CBL) reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der CBL sowie die Gesetze und Entscheidungen der Capital Markets Authority of Lebanon (CMA). Die CMA ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Anlagen in Finanzmärkte können mit einem hohen Ausmass an Komplexität und Risiko einhergehen und sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat. **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. **Österreich:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. Die Bank ist eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., ein ordnungsgemäss zugelassenes Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Sie unterliegt ferner der finanzmarktrechtlichen Aufsicht der luxemburgischen Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse (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 (wie in den Regeln und Vorschriften der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) definiert) 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. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf innerhalb des Königreichs nur an Personen vertrieben werden, an die ein Vertrieb gemäss der Investment Funds Regulations zugelassen ist. Credit Suisse Saudi Arabia übernimmt die volle Verantwortung für die Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und bestätigt, nachdem diesbezüglich alle angemessenen Erkundigungen eingeholt wurden, dass nach bestem Wissen und Gewissen keine anderweitigen Sachverhalte vorliegen, deren Auslassung hierin zu irreführenden Angaben führen würde. **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). **Türkei:** Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleistungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Değerler Anonim Şirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beauftragt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turkey. **VAE:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen stellen kein öffentliches Angebot von Wertpapieren in den Vereinigten Arabischen Emiraten dar. Dies ist auch nicht beabsichtigt. Demgemäss sollten sie nicht als solches ausgelegt werden. Die Dienstleistungen werden nur einer begrenzten Zahl qualifizierter Investoren in den VAE angeboten, die (a) bereit und in der Lage sind, eine unabhängige Prüfung der Risiken vorzunehmen, die mit einer Anlage in diese Dienstleistungen verbunden sind und (b) dieses Angebot nur auf ihren ausdrücklichen Wunsch hin erhalten. Die Dienstleistungen wurden nicht durch die Zentralbank der VAE, die Securities and Commodities Authority oder eine andere zuständige Zulassungsbehörde oder staatliche Instanz in den VAE genehmigt, lizenziert bzw. eingetragen. Das Dokument ist nur für den Gebrauch durch den bezeichneten Empfänger vorgesehen und sollte keiner anderen Person ausgehändigt oder präsentiert werden (ausgenommen sind Angestellte, Bevollmächtigte oder Berater im Zusammenhang mit der Prüfung des Dokuments durch den Empfänger). Es werden keine Transaktionen in den VAE getätigt. **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. Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von der Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Die Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz der Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise zur Verfügung gestellt werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich künftig ändern.

USA: WEDER DIESER BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN (IM SINNE DER REGULIERUNGSVORSCHRIFTEN GEMÄSS US SECURITIES ACT VON 1933, IN SEINER GÜLTIGEN FASSUNG).

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

17C033A_R

Weitere Publikationen von Credit Suisse Economic Research



Monitor Schweiz 1. Quartal 2017

Der Monitor Schweiz analysiert und prognostiziert die Entwicklung der Schweizer Wirtschaft.

15. März 2017



Schweizer Pensionskassen 2017

Zum vierten Mal analysiert die Credit Suisse die Schweizer Pensionskassenlandschaft. Die Studie basiert unter anderem auf einer gross angelegten Umfrage bei knapp 200 Pensionskassen zu den aktuellen Herausforderungen der 2. Säule.

4. Mai 2017



Bauindex Schweiz 2. Quartal 2017

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

24. Mai 2017



Immobilienmonitor 2. Quartal 2017

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

8. Juni 2017

Die nächste Immobilienmarktstudie erscheint im März 2018.

Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.