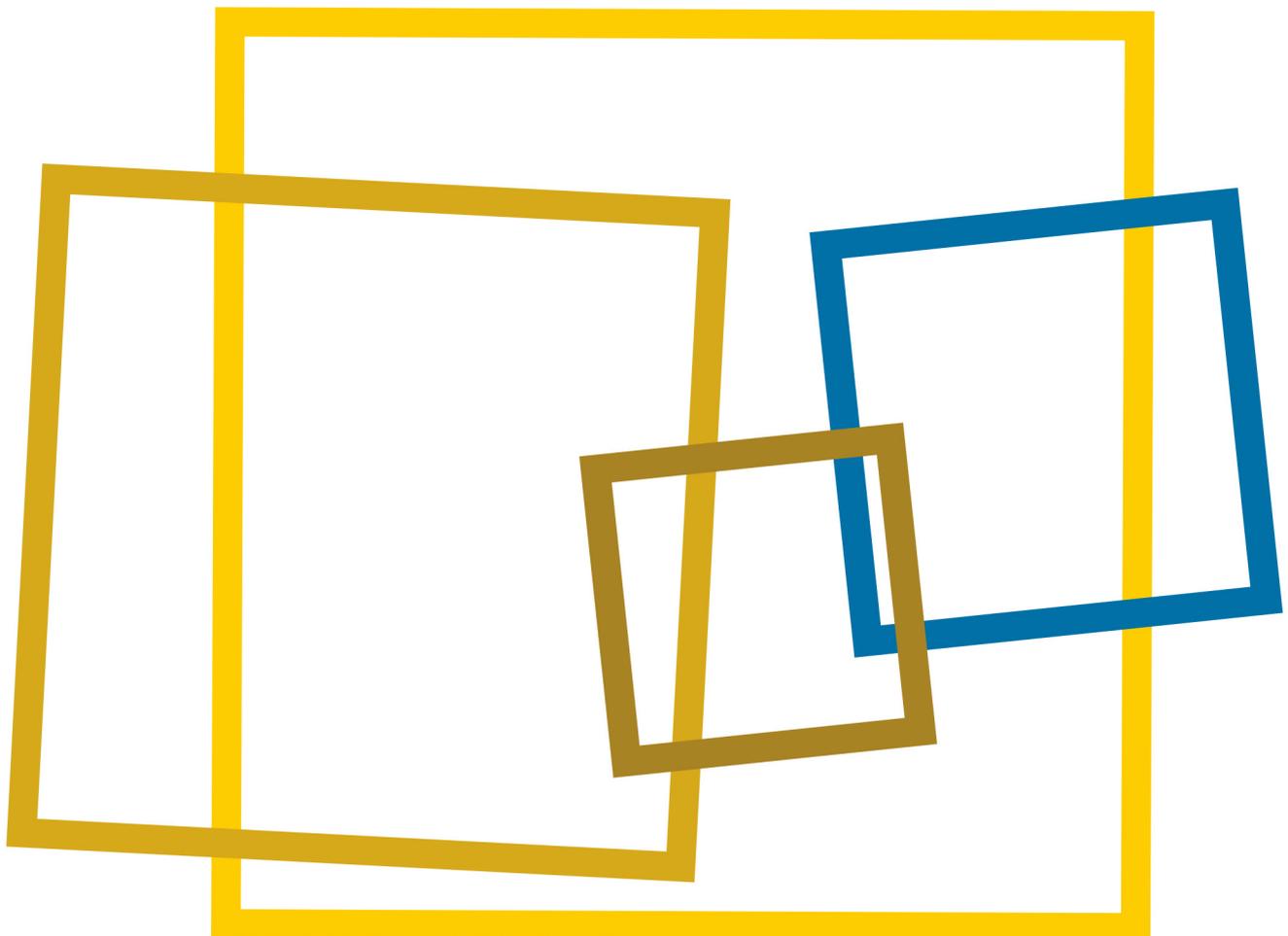


Schweizer Immobilienmarkt 2016

März 2016

Vertreibung aus dem Paradies



Mietwohnungen
**Das Angebot galoppiert
der Nachfrage davon**

Seite 23

Büroflächen
**Sinkende Nachfrage
intensiviert den
Verdrängungsmarkt**

Seite 36

Crowdfunding
**Revolutioniert die
Crowd das
Investieren?**

Seite 18

Impressum

Herausgeber

Loris Centola
Global Head of Research
Tel. +41 44 333 57 89
E-Mail: loris.centola@credit-suisse.com

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

Kontakt

Tel. +41 44 333 33 99
E-Mail: immobilien.economicresearch@credit-suisse.com

Druck

gdz AG, Spindelstrasse 2, 8041 Zürich

Redaktionsschluss

4. Februar 2016

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 © 2016 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

Autoren

Stephan Boppart
Denise Fries
Fredy Hasenmaile
Fabian Hürzeler
Philippe Kaufmann
Monika Lüthi
Thomas Rieder
Dr. Fabian Waltert

Mitwirkung

Brice Hoffer

Inhalt

Management Summary	4
Wohneigentum	7
Nachfrage	7
Angebot	10
Marktergebnis	12
Ausblick Wohneigentum 2016	17
Immobilien-Crowdfunding: Alternative Finanzierungsform im Aufschwung	18
Mietwohnungen	23
Nachfrage	23
Angebot	26
Marktergebnis	27
Ausblick Mietwohnungen 2016	31
Digitalisierung: Digitale Revolution erfasst die Baubranche	32
Büroflächen	36
Nachfrage	36
Angebot	39
Marktergebnis	41
Die 15 grössten Büroflächenmärkte im Überblick	43
Die fünf grössten Schweizer Büroflächenmärkte im Detail	43
Zürich	44
Genf	46
Bern	48
Basel	50
Lausanne	52
Ausblick Büroflächen 2016	54
Verkaufsflächen	55
Nachfrage	55
Angebot	58
Marktergebnis	59
Ausblick Verkaufsflächen 2016	63
Ärztelhäuser: Sharing Economy im Gesundheitswesen	64
Immobilienanlagen	67
Direkte Immobilienanlagen	67
Indirekte Immobilienanlagen	71
Ausblick Immobilienanlagen 2016	76
Factsheets: Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick	77

Management Summary

Die Vertreibung aus dem Paradies

Über zehn Jahre lang haben an den Schweizer Immobilienmärkten schon fast paradiesische Zustände geherrscht: kontinuierlich steigende Preise und Mieten, eine boomende Nachfrage und tiefe Leerstände im Kielwasser tiefer Zinsen. Seit einigen Jahren verdichten sich aber die Anzeichen, dass allmählich andere Zeiten anbrechen. Keine allzu düsteren zwar, doch die Früchte hängen nicht mehr gleich tief, und die Renditen fallen den Immobilieninvestoren nicht mehr so einfach in den Schoß. Die Negativzinsen haben letztes Jahr quasi das Schlussbouquet gezündet. In Zukunft wird wieder harte Arbeit gefordert sein, um dem Immobilienmarkt die erhofften Renditen abzutrotzen.

Wohneigentum Seite 7

Kontrolliertes Abbremsen

Tiefe Zinsen und ein moderates reales Einkommensplus bilden 2016 eine grundsätzlich positive Ausgangslage für die Nachfrage nach Wohneigentum. Hinzu kommt, dass das Streben der sesshaft gewordenen Zuwanderer nach Wohneigentum die Nachfrage ebenfalls stützt. Eine stark dämpfende Wirkung üben dagegen die (Selbst-)Regulierungsmassnahmen und die damit einhergehenden höheren finanziellen Anforderungen für den Erwerb von Wohneigentum aus. Wir rechnen für 2016 mit einer fortgesetzten Beruhigung des Wohneigentumsmarktes, die sich landesweit in einem zwar positiven, aber nur noch schwachen Preiswachstum von weniger als 1% äussern dürfte. Die Nachfrage wird dabei immer stärker von Personen getragen, die sich in der zweiten Lebenshälfte befinden, wie unsere Strukturbetrachtung zeigt. Sie verschiebt sich zudem regulierungsbedingt weiter in Richtung tiefes und mittleres Preissegment. Damit wird das Hochpreissegment auch 2016 einen schweren Stand haben. Dagegen dürfte sich die Preiskorrektur in der Westschweiz ausgehend vom Genfersee zwar fortsetzen, sollte sich aber unseres Erachtens nicht weiter verschärfen, sind doch die Rahmenbedingungen hierfür immer noch zu attraktiv. Weil die Projektentwickler das Tempo rasch reduziert haben, sind mit Ausnahme des Hochpreissegments keine grösseren Ungleichgewichte entstanden. Angebot und Nachfrage liegen vielerorts nicht weit auseinander, weshalb die Leerstände 2016 wie schon im Vorjahr nur geringfügig steigen dürften. Der richtige Stresstest am Eigenheimmarkt wird erst folgen, wenn die Zinsen spürbar zu steigen beginnen und/oder wenn ab etwa 2018 der Pillenknicke die Nachfrage nach Wohneigentum allmählich redimensionieren wird.

Exkurs: Immobilien-Crowdfunding Seite 18

Alternative Finanzierungsform im Aufschwung

In den USA hat sich die internetgestützte Beteiligung einer grossen Menge (Crowd) von Investoren an Immobilienprojekten mit hohen Wachstumsraten etabliert. In Bogota, Kolumbien, wurde das höchste Hochhaus mit Hilfe von 3800 Kleininvestoren realisiert. Vor Kurzem sind auch in der Schweiz die ersten beiden Versuche einer Immobilienfinanzierung durch die Crowd erfolgreich zustande gekommen. Wir widmen dieser interessanten Entwicklung einen Schwerpunkt und beleuchten die Eigenheiten sowie die Chancen und Risiken dieser Form der Immobilieninvestition bzw. -finanzierung.

Mietwohnungen Seite 23

Das Angebot galoppiert der Nachfrage davon

Mit Wohnrenditeliegenschaften erzielen Fondsanleger eine um 3 Prozentpunkte höhere Ausschüttungsrendite als mit 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen. Es verwundert daher nicht, dass breitflächig in den Bau neuer Mietwohnungen investiert wird – und zwar unabhängig davon, was auf der Nachfrageseite passiert. Auch steigende Leerstände halten derzeit Investoren nicht davon ab, Wohnbauprojekte zu entwickeln. Das Tiefzinsumfeld und der sich daraus ergebende Anlagenotstand lassen ihnen kaum eine Alternative. Weil sich die Arbeitsmigration – wie von uns erwartet – spürbar abschwächt, droht sich der Anlegermarkt zunehmend vom Nutzermarkt zu entkoppeln. Mit Ausnahme der Grosszentren steigen überall sowohl die Leerstände als auch die Insertionsdauern von Mietwohnungen. Wir gehen deshalb davon aus, dass der Mietpreisauftrieb in der Schweiz 2016 im Durchschnitt fast vollständig zum Erliegen kommen wird. Rein zahlenmässig dürfte die Gesamtzuwanderung 2016 zwar nicht sinken, aber nur, weil eine wachsende Zahl von Flüchtlingen die sinkende Zahl von Arbeitsmigranten kompensiert. Erstere benötigen ebenfalls Wohnraum, fragen jedoch vor allem Wohnungen am untersten Ende der Preisskala nach – also genau in dem Segment, in dem der überregulierte Wohnungsmarkt in den Zentren zu wenig Angebot bereitstellen kann und die Lage deshalb angespannt ist. Dort, wo der Markt hingegen spielen kann, sorgt er für Entspannung.

**Exkurs:
Digitalisierung im Bau
Seite 32**

Digitale Revolution erfasst die Baubranche

Die Arbeit auf der Baustelle und der Bauprozess haben in den letzten Jahrzehnten kaum bedeutende Veränderungen erfahren. In den nächsten Jahren dürfte die digitale Revolution jedoch auch den Bau ereilen und dort kräftig an den bestehenden Prozessen und Strukturen rütteln. Anhand von vier Thesen legen wir dar, welche Auswirkungen der Übergang zur digitalen Bauindustrie haben wird.

**Büroflächen
Seite 36**

Sinkende Nachfrage intensiviert den Verdrängungsmarkt

Der Büroflächenmarkt hat sich trotz des anhaltenden Wirtschaftswachstums der letzten Jahre in eine Situation des Überangebots manövriert. Nachfrageseitig kämpfen nicht nur wichtige Akteure wie die Finanzdienstleistungsbranche mit dem Strukturwandel, sondern auch der gesamte Dienstleistungssektor sieht sich aufgrund der digitalen Revolution neuen Herausforderungen ausgesetzt. So ist die Verlagerung gewisser administrativer Supportfunktionen in Niedriglohnländer (Offshoring) heute einfacher und dürfte aufgrund der Frankenstärke vermehrt auch bei Mittel- und Kleinbetrieben Schule machen, was den Flächenbedarf senkt. Die Digitalisierung bietet indes auch Potenzial für neue Büroarbeitsplätze, weshalb die von Negativzinsen gebeutelten Investoren ihre Anlagetätigkeit insgesamt nicht weiter drosseln, sondern regional in Märkte mit geringeren Angebotsquoten verschieben. Da wir mit einer Abschwächung des Beschäftigungswachstums in den Bürobranchen rechnen, ist die geplante Ausweitung zu gross, um eine Trendwende bei den Leerständen zu bewirken. Im Gegenteil: Wir erwarten, dass das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage wieder zunimmt, nachdem es sich kurzzeitig zu stabilisieren schien. Dies dürfte den Druck auf die Mietpreise aufrechterhalten und den Wettbewerb intensivieren.

**Die fünf grössten Büroflächenmärkte im Detail
Seite 43**

Die fünf grössten Büromärkte mit jeweils sehr eigenem Charakter

Wo welche Preisniveaus vorherrschen, wie sich das Volumen der angebotenen Büroflächen entwickelt und wie sich die Unternehmenssteuerreform III auswirkt, beschäftigt uns in unserer vertieften Analyse der fünf grössten Märkte, die zusammen 45% aller Büroflächen ausmachen.

**Verkaufsflächen
Seite 55**

Der Umbruch hat erst begonnen

Als ob der boomende Onlinehandel nicht schon genug Herausforderung wäre, hat sich die Ausgangslage für den Detailhandel aufgrund der Frankenstärke und vermehrter Auslandeinkäufe weiter verschlechtert. Wie gross die Verunsicherung ist, zeigt sich an der seit Jahren äusserst schwachen Flächenplanung. Immerhin dürften sich die Rahmenbedingungen für die Umsatzentwicklung im Detailhandel 2016 etwas aufhellen. Wir erwarten eine Rückkehr zu einem schwach positiven nominalen Umsatzwachstum. Die grössten Nachfrageimpulse dürften sich aufgrund des anhaltend robusten Bevölkerungswachstums bei den Food-/Near-Food-Detaillisten einstellen. Die Ausgangslage für die Flächennachfrage bleibt allerdings schwierig, weil der Onlinehandel weiterhin dynamisch wächst. Das noch frühe Entwicklungsstadium des Onlinehandels in der Schweiz lässt zudem befürchten, dass der diesbezügliche Strukturwandel erst begonnen hat. Die Flächenvermarktung abseits der besten Lagen ist daher schwieriger geworden. Davon zeugen steigende Angebotsquoten, zunehmender Aktivismus bei der Vermarktung sowie sinkende Mieten und anderweitige Zugeständnisse an die Mieter. Entsprechend erwarten wir für die nächsten Jahre keine Veränderung des Trends steigender Leerstände. Nicht selten müssen auch Eingeständnisse bei den Mietkonditionen gemacht werden, weshalb der Druck auf die Mieten anhalten dürfte.

**Exkurs:
Gesundheitsimmobilien
Seite 64**

Ärzt Häuser: Sharing Economy im Gesundheitswesen

Gesundheitsimmobilien sind aus dem Blickwinkel von Immobilienakteuren eines der wenigen verbleibenden Wachstumsfelder. Nachdem wir in den Vorjahren Spitäler und Pflegeheime mit vertieften Analysen vorgestellt haben, folgen in diesem Jahr die Ärztehäuser.

**Immobilienanlagen
Seite 67**

Im Banne der Negativzinsen

Auf den Anlagemärkten sind Immobilienanlagen weiterhin die Stars, wogegen auf den Nutzermärkten wachsende Herausforderungen nicht mehr zu übersehen sind. Je länger die Tiefzinsphase andauert, umso anspruchsvoller wird das Marktumfeld. 2016 dürften die Liegenschaftspreise nicht nochmals im selben Masse von Negativzinsen beflügelt werden. Aus fundamentaler Perspektive zeichnen sich für indirekte Schweizer Immobilienanlagen daher nur wenige positive Werttreiber ab, weshalb das Renditepotenzial nicht an jenes der vergangenen Jahre heranreichen dürfte. Trotzdem gehen wir nicht davon aus, dass das durchschnittliche Agio der Immobilienfonds im laufenden Jahr unter 20% fallen wird, da die tiefen Zinsen die stabilen Ausschüttungen der Anlagegefässe ungenügend attraktiv machen. Mehr Potenzial bieten unseres Erachtens Anlagen in Auslandsimmobilien, zu denen wir nützliche Entscheidungshilfen hinsichtlich der Frage nach einer Währungsabsicherung bieten.

Wohneigentum

Kontrolliertes Abbremsen

Der Markt für selbstgenutztes Wohneigentum galt lange als das Sorgenkind Nummer eins. Vollerorts schrieb man von Ungleichgewichten und Blasentendenzen. Seither hat sich die Situation beruhigt, und die warnenden Stimmen werden leiser, was in erster Linie das Verdienst der (Selbst-)Regulierung ist. Aus dem Schneider ist der Markt deswegen aber noch nicht. Eine Entwarnung wäre zum heutigen Zeitpunkt vermessen, solange sich das Preisniveau in den Hochpreisregionen nicht auf ein nachhaltigeres Niveau zurückbildet. Viel zur graduellen Beruhigung beigetragen hat das Angebot, das mit nur kurzer Verzögerung auf die sinkende Nachfrage reagierte und damit dafür sorgte, dass Angebot und Nachfrage weitestgehend im Gleichgewicht blieben. Einer sanften Landung steht damit nichts im Wege. Oder vielmehr fast nichts, denn langfristig wird für das Wohneigentum weniger die vermeintliche Preisblase als vielmehr die demografische Alterung zur Hypothek.

Nachfrage: Demografie treibt – Regulierung bremst

Wohneigentumsboom hat Nachfragestruktur verändert

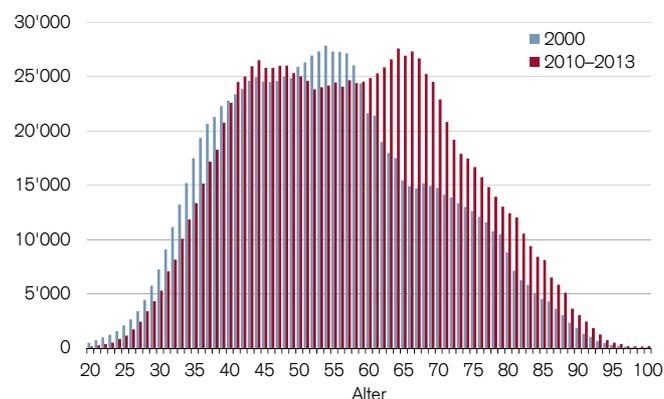
Der Wohneigentumsmarkt durchläuft in der Schweiz seit mehr als 15 Jahren einen Boom. Gemäss unseren Schätzungen hat die Zahl der Wohneigentümer seit 2000 um rund 300'000 zugenommen – ein Plus von mehr als 26%. Veränderungen in dieser Grössenordnung führen schon fast automatisch zu einer veränderten Struktur der Wohneigentümerschaft bzw. der Nachfrage nach Wohneigentum. So beläuft sich heute das durchschnittliche Alter eines Eigentümers auf 57 Jahre. Im Jahr 2000 waren es noch drei Jahre weniger.

Eigentümer werden älter

Gesellschaftliche Veränderungen sowie die demografische Entwicklung haben die Struktur der Wohneigentümer in den letzten Jahren stark geprägt. Wohneigentümer sind heute älter als noch vor einigen Jahren (Abb. 1). Im Jahr 2000 waren die meisten Wohneigentümer in der Altersklasse der 50- bis 58-Jährigen zu finden. Damals wie heute prägen die zahlenmässig starken Babyboomer-Jahrgänge nicht nur die Bevölkerungsstruktur, sondern auch die Struktur der Wohneigentümer. Auch heute leben diese Jahrgänge immer noch überdurchschnittlich häufig in den eigenen vier Wänden. Entsprechend ist die grösste Anzahl Wohneigentümer in der Altersklasse der 59- bis 69-Jährigen zu finden. So lebt heute eine 69-jährige Person mit einer Wahrscheinlichkeit von 54% im eigenen Heim (Abb. 2).

Abb. 1: Anzahl Wohneigentümer nach Alter

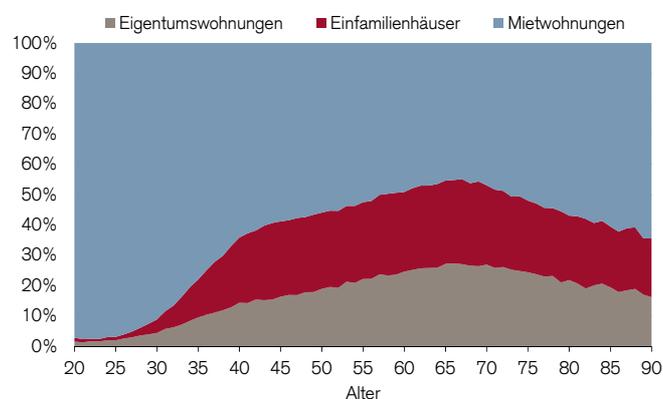
Anzahl Eigentums Haushalte nach Alter der befragten Person im Haushalt



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 2: Wohnformpräferenz nach Alter

Verteilung der Wohnformen nach Alter



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Junge erwerben später Wohneigentum

Gerade umgekehrt sieht die Situation bei der jüngeren Bevölkerung aus. Bei den 40-Jährigen sind erst 36% Wohnungsbesitzer, bei den 35-Jährigen liegt der Anteil sogar erst bei 22% (Abb. 1 und 2). Im Vergleich zu früher setzt der Erwerb von Wohneigentum erst bei älteren Jahrgängen ein. Hierfür sind mehrere Gründe verantwortlich. Einerseits haben die starken Preis-

anstiege seit 2000 die Anforderungen an Einkommen und Vermögen spürbar erhöht. Dies stellt insbesondere für junge Haushalte eine grosse Hürde dar. Andererseits haben gesellschaftliche Trends gerade bei jungen Erwachsenen eine Präferenz für Mietwohnungen bewirkt: Im Berufs- wie auch Privatleben ist der Bedarf an Flexibilität und Mobilität stark gestiegen. Der Trend zu Einpersonenhaushalten hält zudem an. Die Familiengründung findet heute häufig später statt. Und letztlich nimmt auch die Anzahl der Studierenden weiter zu, sodass immer mehr junge Erwachsene später ins Berufsleben einsteigen und damit auch erst später mit der Vermögensbildung beginnen können.

Einfamilienhäuser populär bei 33- bis 59-Jährigen

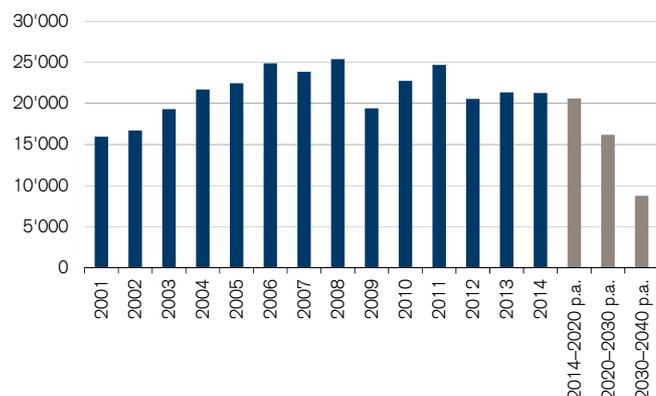
Die unterschiedlichen Präferenzen der Altersgruppen treten nicht nur bei der Entscheidung zwischen Eigentum oder Miete zutage, sondern auch bei der Wahl zwischen Einfamilienhaus und Eigentumswohnung. Obwohl das Angebot an Eigentumswohnungen in den letzten Jahren dank der hohen Bautätigkeit stark ausgeweitet wurde, bleibt das Einfamilienhaus die häufigste Eigentumswohnform. In den Altersklassen der 33- bis 59-Jährigen ist das Einfamilienhaus markant stärker vertreten als die Eigentumswohnung. Es ist jedoch nicht so, dass jene Babyboomer, die in frühen Jahren in einem Einfamilienhaus lebten, immer noch in diesem wohnen. Ab dem 44. Altersjahr nimmt die Präferenz für das Einfamilienhaus kaum noch zu. Sind die Kinder einmal ausgezogen, ist es für viele zu gross. Mit steigendem Alter fällt der Unterhalt des eigenen Hauses immer mehr zur Last. Daher steht der Verkauf des Einfamilienhauses früher oder später zur Diskussion. Der Wunsch nach den eigenen vier Wänden bleibt jedoch bestehen, weshalb häufig ein Wechsel in eine Eigentumswohnung erfolgt. So lebt ab Mitte 60 etwa jeder zweite Eigentümer in einer Eigentumswohnung anstatt in einem Einfamilienhaus (Abb. 2).

Pillenknick wird nach 2020 Nachfrage nach Wohneigentum einbrechen lassen

Auf Basis der obigen Erfahrungswerte zu den altersbedingten Präferenzen für Wohneigentum lässt sich nun mithilfe detaillierter Bevölkerungsprognosen bis ins Jahr 2040 abschätzen, wie sich die Nachfrage nach Wohneigentum entwickeln wird. Da die relevanten Jahrgänge bereits geboren sind und lediglich die zahlenmässig weniger ins Gewicht fallende Zuwanderung eine Unsicherheitskomponente beinhaltet, lässt sich die künftige Nachfrage relativ gut abschätzen. Diese Schätzung berücksichtigt jedoch weder Preis- noch Zinsniveaus. Aktuell üben die Eigentumspreise eine dämpfende, die Hypothekarzinsen eine stützende Wirkung auf die Wohneigentumsnachfrage aus, sodass sich die über Jahre gewachsene Struktur grundsätzlich gut als Vorgabe für die künftige Wohneigentumspräferenz und die Prognose der künftigen Nachfrage eignet. Ändern sich diese Einflussfaktoren Preis und Zins nicht gravierend, dann dürfte sich die Nachfrage nach Wohneigentum vorerst noch auf dem Niveau der letzten zehn Jahre von knapp 23'000 Einheiten halten bzw. nur leicht nachgeben (Abb. 3). Schon ab dem Jahr 2018 wird der Absatz jedoch unter 20'000 fallen und sich nicht mehr erholen. Aufgrund der demografischen Alterung der Gesellschaft ist mit einer kontinuierlich kleineren Mehrnachfrage zu rechnen. Zwischen 2020 und 2030 dürfte die Zahl neuer Wohneigentümer auf 16'000 Haushalte und zwischen 2030 und 2040 auf sogar nur noch 9000 Haushalten sinken.

Abb. 3: Mehrnachfrage nach Wohneigentum 2014–2040

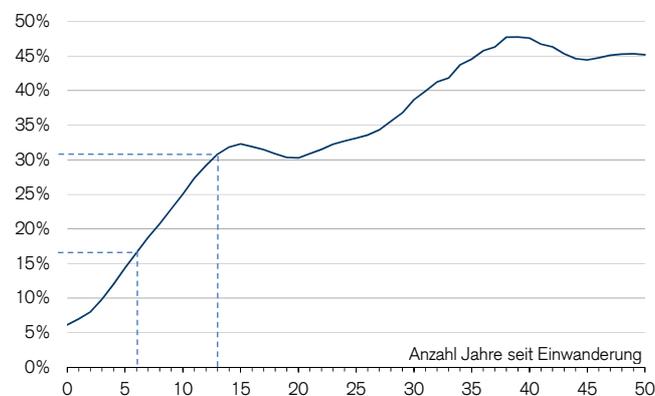
Auf Basis der CS-Bevölkerungsprognose sowie struktureller Eigentumspräferenzen



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abb. 4: Wohneigentumsnachfrage der Zuwanderer

Anteil der Zuwanderer mit Wohneigentum nach Aufenthaltsdauer (per 2013)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Folgen: Umsatzrückgänge im Bau und Druck auf die Verkaufspreise

Mittel- bis langfristig muss sich die Bau- und Immobilienwirtschaft damit auf eine spürbar tiefere Nachfrage nach Wohneigentum einstellen. Dieser Effekt ist demografisch bedingt und hat daher eine relativ hohe Eintretenswahrscheinlichkeit. Der erwartete Auftragsrückgang im Neubausegment dürfte nur bedingt mit der in Zukunft steigenden Anzahl an Sanierungen und Ersatzneubauten zu kompensieren sein und wird folglich Umsatzeinbussen zur Folge haben. Gedanken machen müssen sich auch die Wohneigentümer, und zwar darüber, wie die Verkaufspreise reagieren könnten, wenn dereinst die zusätzliche Nachfrage nach Wohneigentum nur noch halb so gross ist wie heute.

Zuwanderer erwerben auch Wohneigentum – aber erst verzögert

Das mehr oder weniger konstante erwartete Wachstum der Anzahl Wohneigentümer in den nächsten Jahren dürfte auch auf der hohen Zuwanderung seit 2007 beruhen. Von den 2013 in die Schweiz eingewanderten Personen haben sich 94% (Abb. 4) für eine Mietwohnung entschieden und nur 6% für Wohneigentum. Zumeist ziehen die neu eingewanderten Personen anfänglich in die Zentren, wo sie oftmals auch arbeiten. Mit zunehmender Verweildauer in der Schweiz optimieren die Zuzüger ihre persönliche Wohnsituation. Stimmen die finanziellen Voraussetzungen, dann erwerben sie bevorzugt Wohneigentum. Abbildung 4 zeigt, wie die Wahrscheinlichkeit des Erwerbs von Wohnraum mit jedem Jahr seit dem Immigrationszeitpunkt zunimmt. Eine 2007 in die Schweiz eingewanderte Person lebte demnach im Jahr 2013 mit einer Wahrscheinlichkeit von 17% in den eigenen vier Wänden. Bei im Jahr 2000 in die Schweiz zugewanderten Personen liegt der entsprechende Wert bereits bei 31%.

Anhaltende Impulse für Wohneigentum seitens der Zuwanderung

Wie stark der obige Effekt die Nachfrage beeinflussen wird, hängt von mehreren Faktoren ab. Neben der Preis- und Zinsentwicklung dürfte auch die Höhe der Arbeitslosigkeit eine Rolle spielen. Sie bestimmt massgeblich die Zuversicht der unlängst Eingewanderten bezüglich eines regelmässigen Arbeitseinkommens und beeinflusst damit den Entscheid zum Erwerb von Wohneigentum. Daneben hat auch die Einwanderungsstruktur einen entscheidenden Einfluss, weil sich die Kaufkraft nach Herkunftsland der Immigranten unterscheidet. So geht der zuwanderungsseitige Stabwechsel von den Deutschen zu den Süd- und jüngst zu den Osteuropäern mit einer tieferen Kaufkraft einher. Entsprechend dürfte die in Abbildung 4 dargestellte Wahrscheinlichkeit des Erwerbs von Wohneigentum durch Zuwanderer die künftige Nachfrage tendenziell eher überschätzen. Trotzdem werden in den nächsten Jahren positive Impulse von der starken Zuwanderung der letzten Jahre auf das Wohneigentum ausgehen.

Kurzfristige Nachfrage im Spannungsverhältnis zwischen tiefen Zinsen und Tragbarkeit

Preisniveau und Finanzierungshürden bremsen Nachfrage

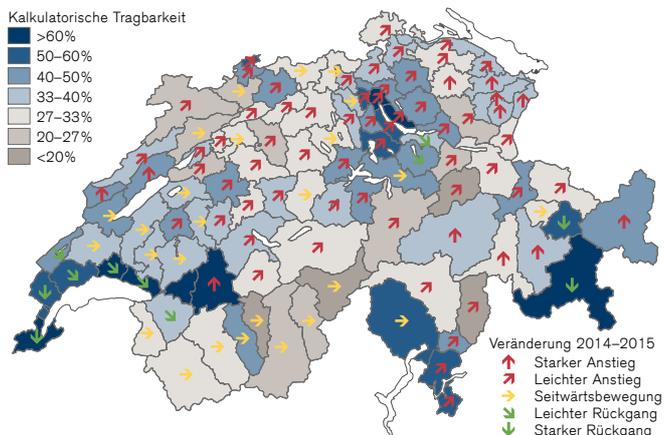
Die Anfang 2015 durch die Schweizerische Nationalbank eingeführten Negativzinsen haben sich nur unwesentlich auf die Nachfrage nach Wohneigentum ausgewirkt. Aufgrund höherer Absicherungskosten der Banken sind die Hypothekarzinsen zwar leicht angestiegen, im langfristigen Vergleich notieren sie jedoch unverändert auf sehr attraktivem Niveau. Daran dürfte sich im Verlauf des Jahres 2016 kaum etwas ändern. Entsprechend gross ist der Wunsch vieler Haushalte, im jetzigen Tiefzinsumfeld Wohneigentum zu erwerben. Diesem Ansinnen machen die hohen Immobilienpreise sowie die regulierungsbedingt verschärften Finanzierungsanforderungen in vielen Fällen einen Strich durch die Rechnung. Die Nachfrage nach Wohneigentum verliert daher zunehmend an Schwung. Käufe, die von der Angst vor Negativzinsen ausgelöst wurden, gab es zwar, sie konnten den bremsenden Effekt der Regulierung aber bei Weitem nicht kompensieren.

Tragbarkeit für Durchschnittshaushalte nicht mehr nachhaltig gewährleistet

Wie stark die Anforderungen gestiegen sind, zeigt die kalkulatorische Tragbarkeit. Für einen durchschnittlichen Eigentümerhaushalt in der Schweiz belaufen sich die Zinskosten kalkulatorisch bei einem Zins von 5% sowie einem Unterhaltszuschlag von 1% auf 38% seines Reineinkommens. Gemäss nachhaltig berechneter Tragbarkeit kann sich ein durchschnittlicher Eigentümerhaushalt heute demnach kein mittleres Neubauobjekt mehr leisten, weil die goldene Finanzierungsregel, wonach nicht mehr als 33% des Einkommens für Wohnzwecke ausgegeben werden sollten, verletzt wird. Diese Situation ist in erster Linie auf die Hochpreisregionen rund um den Zürich-, Genfer- sowie Zugersee zurückzuführen (Abb. 5). So liegt die kalkulatorische Tragbarkeit zum Beispiel in der Region Zimmerberg bei 57%. Erfreulich ist jedoch, dass sich die Situation in einigen Hochpreisregionen leicht gebessert hat oder zumindest konstant geblieben ist. Ausserhalb der Hochpreisregionen hat sich die Tragbarkeit wegen anhaltenden Preisauftriebs dagegen vielerorts weiter verschlechtert; sie liegt allerdings zumeist noch in der Nähe des Schwellenwertes von 33%.

Abb. 5: Kalkulatorische Tragbarkeit

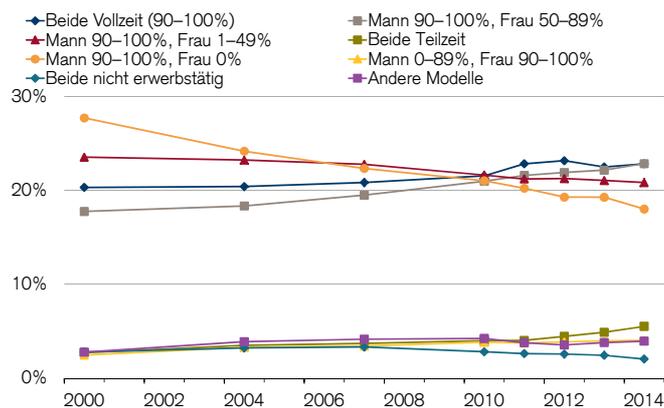
Für Durchschnittshaushalt in % des Einkommens unter folgenden Parametern: 5% Zins, 1% Unterhalt, 80% Belehnung, Amortisation auf 2/3 innert 15 Jahren



Quelle: Credit Suisse, Geostat

Abb. 6: Beschäftigungsgrad von Paaren

Anteil Paare in %



Quelle: Bundesamt für Statistik

Tragbarkeitsrisiken haben aber nicht nur zugenommen

Der Tragbarkeit von Wohneigentum förderlich ist die strukturelle Veränderung des Haushaltseinkommens. Angesichts einer steigenden Erwerbsquote der Frauen setzt sich das Haushaltseinkommen immer öfter aus zwei Erwerbseinkommen zusammen. Das traditionelle Rollenbild, wonach der Mann einer 100%igen Arbeitstätigkeit nachgeht und die Frau nicht arbeitet, gab es bereits im Jahr 2000 in nur noch 28% der Paarbeziehungen (Abb. 6). Seither hat dieses Modell weiter an Bedeutung verloren und ist nur noch in 18% der Fälle anzutreffen. Die gängigsten Modelle sind heute solche, wo beide Partner zu 100% arbeiten oder wo der Mann zu 100% und die Frau mit einem Pensum von 50%–89% erwerbstätig ist. Heute ist das Haushaltseinkommen von Paaren demnach viel breiter abgestützt bzw. breiter diversifiziert, was die Tragbarkeitsrisiken, beispielsweise im Fall von Arbeitslosigkeit, reduziert.

Normalisierung der Produktion von Wohneigentum

Angebot: Neubautätigkeit von Wohneigentum sinkt weiter

Die für viele Haushalte schwierige Finanzierung von Wohneigentum hinterlässt auch Spuren in der Produktion. Von den rund 46'000 im laufenden Jahr erwarteten neu erstellten Wohneinheiten dürften rund 22'500 auf Eigentumsobjekte entfallen (Abb. 7). Das sind nochmals 750 oder 3.3% weniger als im Vorjahr. Gemessen am gesamten Reinzugang ist der Anteil des Wohneigentumssegments auf 49% gefallen. Einen so tiefen absoluten wie auch relativen Wert gab es seit Messbeginn 2001 noch nie. In Bezug auf den Bestand entspricht dies einer durchaus respektablen Ausweitung von 1.1%. 2011 lag die Ausweitung allerdings noch bei 1.7%. Es ist also nicht so, dass heute kaum noch Wohneigentum erstellt wird; vielmehr normalisiert sich das einst überbordende Wachstum im Wohneigentumssegment zusehends.

EFH verlieren im Neubau weiter an Bedeutung

Der erwartete rückläufige Bau von Wohneigentum im Jahr 2016 ist in erster Linie Folge einer gedrosselten Produktion von Einfamilienhäusern. Weil Einfamilienhäuser einen höheren Landanteil umfassen, sind sie in der Regel teurer als Eigentumswohnungen. Die verschärften Finanzierungsbedingungen üben auf das Einfamilienhaussegment daher eine stärker dämpfende Wirkung aus. Der Bau von Einfamilienhäusern wird in diesem Jahr voraussichtlich erneut ein Minus von 7.9% verzeichnen, womit noch rund 7400 neue Objekte auf den Markt kommen dürften. Gemessen an ihrem Bestand entspricht dies nur noch einer Ausweitung von 0.5%. Neben der dämpfenden Wirkung der verschärften Regulierung dürfte auch hier die demografische Komponente mit im Spiel sein. Das Einfamilienhaus entspricht immer weniger den Bedürfnissen des im Durchschnitt bereits 57-jährigen Wohneigentümers. Eine wachsende Zahl von Einfamilienhausbesitzern beabsichtigt, sich von ihrem Objekt zu trennen. Die hohe Zahl angebotener Bestandsobjekte reduziert entsprechend den Bedarf für neu erstellte Einheiten.

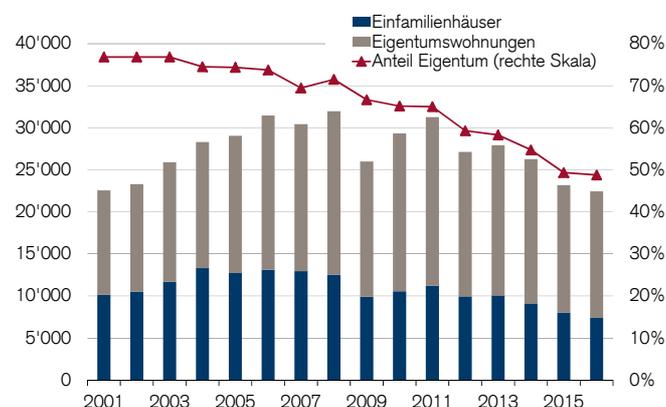
Produktion von Eigentums- wohnungen dürfte sich auf tieferem Niveau stabilisieren

Bei den Eigentumswohnungen haben die Promotoren in den letzten Jahren dem zunehmend schwierigen Marktumfeld Rechnung getragen und vorsichtiger geplant. Anstelle der rund 20'000 Eigentumswohnungen auf dem Höhepunkt des Eigentumsbooms im Jahre 2011 wurden im letzten Jahr lediglich 15'200 Einheiten erstellt. Diese Drosselung auf der Angebotsseite war mitverantwortlich dafür, dass der Preisauftrieb in Anbetracht der verschärften Regulierung

und der verminderten Nachfrage zwar erheblich an Dynamik eingebüsst hat, sich aber immer noch im positiven Bereich bewegt. 2016 dürfte die erwartete Ausweitung mit 15'000 Eigentumswohnungen nur unwesentlich tiefer ausfallen als 2015 (-0.8%). Damit sollte sich die Produktion von Eigentumswohnungen auf einem Niveau stabilisieren, das gemessen am Bestand einer geplanten Ausweituungsquote von immer noch hohen 2.5% entspricht.

Abb. 7: Reinzugang und Anteil Wohneigentum

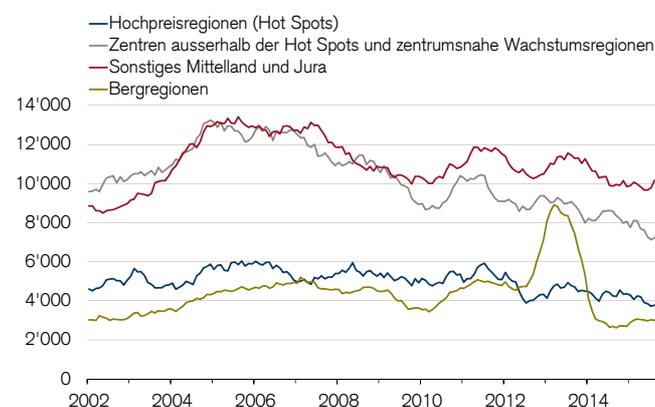
Reinzugang in Wohneinheiten, 2014–2016: Schätzung/Prognose Credit Suisse



Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Bundesamt für Statistik

Abb. 8: Baubewilligungen Wohneigentum

Nach räumlichen Aggregaten, Anzahl Wohneinheiten, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Geringere Produktion vor allem in den Hochpreisregionen

Weil die Nachfrage nach Wohneigentum seit mehreren Jahren insbesondere in den teuren Regionen schwächelt, werden in den Hochpreisregionen rund um den Genfer-, Zürich- und Zugersee weniger Objekte geplant. 2015 wurden in den Hochpreisregionen 3600 Eigentumsobjekte bewilligt (Abb. 8). Dies entspricht einem nochmaligen Rückgang um 16%. Seit Sommer 2011 wurde die Produktion in diesen Regionen um insgesamt 39% zurückgefahren. In den Zentren ausserhalb der Hochpreisregionen und zentrumsnahen Wachstumsregionen (-3.7%) sowie dem sonstigen Mittelland und Jura (-3.5%) hielten sich die Rückgänge derweil im Rahmen.

Wenig Zuversicht im Alpenraum – trotz höherer Rechtssicherheit

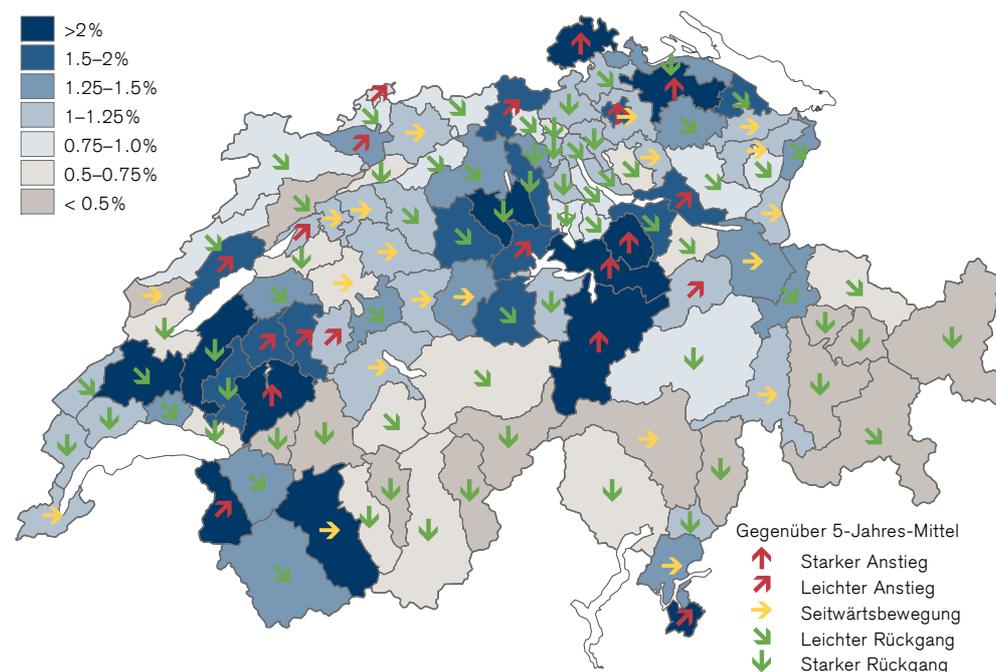
Aufgefangen zu haben scheint sich dagegen der Bau von Wohneigentum in den Bergregionen. Eine vertiefte Analyse zeigt jedoch, dass das Plus gegenüber dem Vorjahr insbesondere auf nicht touristisch geprägte Talgemeinden wie Sierre oder Sion zurückzuführen ist. In den vom Zweitwohnungsgesetz betroffenen Gemeinden sanken die Baubewilligungen dagegen trotz des bereits rekordtiefen Niveaus nochmals um 4%. Mit der Einführung des Zweitwohnungsgesetzes per Anfang 2016 kann die Rechtsunsicherheit der letzten Jahre grösstenteils beseitigt werden. Damit sollten sich zumindest Schweizer wieder vermehrt für Zweitwohnungen interessieren. Ausländische Interessenten dürften aufgrund des starken Frankens weiterhin nur wenig Interesse zeigen. Hinzu kommt die Frage, wie hoch die Nachfrage nach bewirtschafteten Zweitwohnungen überhaupt sein wird. Dies ist insofern wichtig, als dass solche Objekte in Zukunft den Schwerpunkt der Zweitwohnungsbautätigkeit bilden müssen. Angesichts all dieser Unsicherheiten dürften Projektentwickler sehr zurückhaltend bleiben. Daher ist 2016 noch kaum mit einer Zunahme an Bauprojekten in den betroffenen Gemeinden zu rechnen. Zuerst gilt es, den Überhang an leer stehenden Zweitwohnungen abzubauen.

Bautätigkeit regional unterschiedlich dynamisch

Wie stark die Baubranche in den Tourismusregionen unter der Annahme der Zweitwohnungsinitiative leidet, zeigt Abbildung 9, welche die für 2016 geplante Bautätigkeit im Wohneigentumssegment für die 110 Schweizer Wirtschaftsregionen darstellt. Im ganzen Alpenraum ist mit Ausnahme des Domleschg/Hinterrhein und des Kantons Uri keine Dynamik auszumachen. Gut sichtbar ist auch der zunehmende Bruch zwischen Hochpreisregionen und Umland, insbesondere rund um Zürich und Zug. Derweil konzentrieren sich die Wohneigentumsprojekte in der Zentralschweiz sowie den Kantonen Aargau, Thurgau und Schaffhausen. Im Kanton Zürich nimmt die Bautätigkeit dagegen beinahe flächendeckend ab. In der Westschweiz liegt der Schwerpunkt der Bautätigkeit im Kanton Freiburg, dem Waadtländer Hinterland und dem Unterwallis.

Abb. 9: Geplante Ausweitung von Wohneigentum

In % des Bestands an Wohneigentum sowie im Vergleich zum 5-Jahres-Mittel (Pfeile)



Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Geostat

Marktergebnis: Anhaltende Marktberuhigung**Angebot und Nachfrage liegen nicht weit auseinander**

Obwohl die Nachfrage nach Wohneigentum aufgrund der verschärften Regulierung seit 2012 gesunken ist, hat sich bisher kein grösseres Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage gebildet. Zu verdanken ist dies der zeitnahen Reaktion der Angebotsseite, die – wie wir oben ausgeführt haben – die Produktion drosselte. Dennoch hinterlässt die schwieriger gewordene Vermarktungssituation Spuren, beispielsweise in einer auf 4.5% angestiegenen Angebotsziffer von Eigentumswohnungen im Bestand (Abb. 10). Über 23'000 Eigentumswohnungen waren Ende 2015 auf den verschiedenen Online-Marktplätzen ausgeschrieben. Kurz vor Einführung der Selbstregulierungsmassnahmen im Sommer 2012 waren es noch keine 20'000 Einheiten, und gemessen am Bestand lag die Angebotsquote damals bei bloss 3.6%.

Steigende Insertionsdauer bei EWG und EFH

Bei den Einfamilienhäusern ist dagegen noch kein Anstieg der Zahl ausgeschriebenener Bestandsobjekte auszumachen. Die Angebotsquote hat sich vorübergehend zwar erhöht, bewegt sich aktuell aber wieder auf dem langfristigen Mittel von 2.0%. Dafür signalisiert eine steigende Insertionsdauer auf den Online-Plattformen, dass sich die Marktsituation für Anbieter von Wohneigentum eingetrübt hat (Abb. 10). Dies gilt sowohl für Einfamilienhäuser wie auch für Eigentumswohnungen. Im Schnitt ist derzeit bei den Einfamilienhäusern mit einer Insertionsdauer von 67 Tagen zu rechnen; bei Eigentumswohnungen dauert es 73 Tage, bis die inserierten Objekte verkauft sind. Je nach Standort und Objekt kann die individuelle Insertionsdauer stark von diesem Mittelwert abweichen. Die mittleren 50% aller Angebote von Eigentumswohnungen weisen zum Beispiel eine Spanne der Insertionsdauer von 24 bis 143 Tagen auf. Die andere Hälfte benötigt entweder weniger oder mehr Zeit. Der Anstieg der Insertionsdauer findet trotz einer seit Messbeginn tendenziell sinkenden Ausschreibungsdauer in beiden Segmenten statt und signalisiert daher relativ klar, dass die Vermarktung von Wohneigentum schwieriger geworden ist.

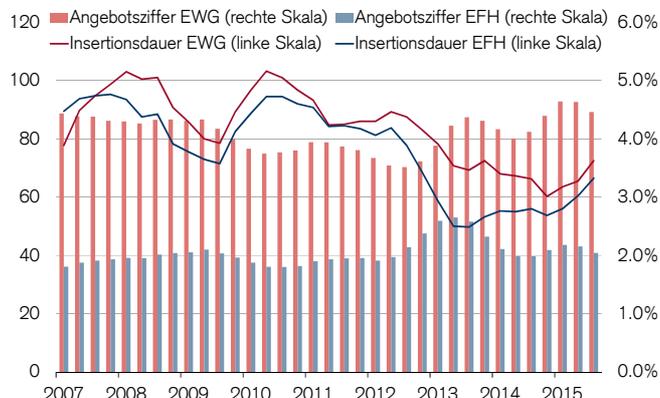
Kurze Insertionsdauer rund um Zürich

Regional unterscheidet sich der Vermarktungsaufwand – gemessen an der Insertionsdauer – zum Teil massiv (Abb. 11). Obwohl der Eigentumsmarkt im Grossraum Zürich etwas ins Stocken geraten ist, finden die Objekte hier immer noch am schnellsten einen Käufer. In der Region Oberland-West dauert es beispielsweise im Median 47 Tage, bis eine Eigentumswohnung wieder vom Markt verschwindet. Aber auch im Raum Zürich läuft nicht mehr der ganze Markt gleich gut. Grundsätzlich gilt: Je höher der Preis, desto länger dauert die Vermarktung. Bei Eigentumswohnungen ab einer Preisklasse von CHF 17'500/m² liegt die mittlere Vermarktungsdauer derzeit bei 106 Tagen. Profitieren von der Situation können Regionen mit moderaten Wohnei-

gentspreisen. Dort finden Angebote rascher einen Käufer, was sich in kürzeren Insertionsdauern niederschlägt – so beispielsweise im Züricher Weinland, in der Region Willisau oder im Berner Seeland. Dort, wo zu viel gebaut wurde, sieht die Situation jedoch wieder anders aus.

Abb. 10: Angebotsziffer und Insertionsdauer

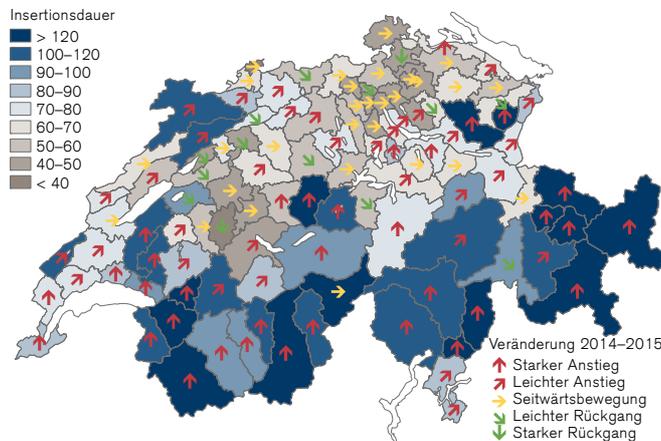
Von Bestandsobjekten, Angebotsziffer in %; Insertionsdauer in Anzahl Tagen



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Abb. 11: Insertionsdauer Eigentumswohnungen regional

Von Bestandsobjekten, in Tagen



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse, Geostat

Absatzprobleme in den Tourismusregionen

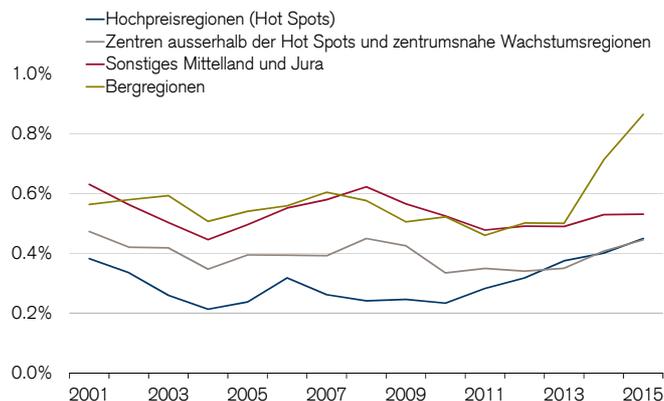
Praktisch in der ganzen Westschweiz signalisiert der Anstieg der Insertionsdauer eine grössere Zurückhaltung auf der Nachfrageseite. Im Kanton Genf ist die mittlere Insertionsdauer auf 82 Tage gestiegen und liegt damit weit über dem langfristigen Mittel von 67 Tagen. Noch schwieriger sieht die Situation für die Vermarkter in den Tourismusregionen aus. Der Verkauf von Zweitwohnungen – selbst von bestehenden Objekten ohne Nutzungseinschränkungen – dauert wegen der Unsicherheit aufgrund der Zweitwohnungsinitiative sowie des starken Frankens heute markant länger als früher. Der Zweitwohnungsmarkt ist überversorgt, da sich viele Grundeigentümer beeilen, ihr Land vor Umsetzung der Initiative zu überbauen – ohne Rücksicht auf die Absatzchancen der erstellten Zweitwohnungen.

Überschaubare Zunahme der Leerstände mit Ausnahme der Bergregionen

Ein Blick auf die Leerstände rundet das Bild der aktuellen Marktsituation ab. Trotz durchs Band höheren Werten notieren die Leerstände noch nicht auf einem besorgniserregenden Niveau. In den Hochpreisregionen liegt der Anteil der leer stehenden Objekte immer noch unter 0,5%, steigt allerdings weiterhin an (Abb. 12). Kaum verändert haben sich die Leerstände in den eher zentrumsfernen Regionen (sonstiges Mittelland und Jura), die aufgrund besserer Erschwinglichkeit an Attraktivität gewonnen haben. In den Bergregionen nehmen die Leerstände dagegen weiter zu (Abb. 13). Das Überangebot an Zweitwohnungen dürfte sich folglich nur langsam abbauen.

Abb. 12: Leerstand Wohneigentum

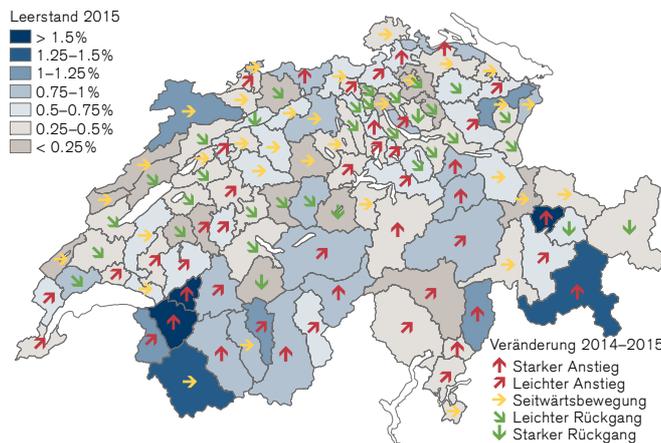
In % des Bestands an Wohneigentum



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abb. 13: Regionaler Leerstand Wohneigentum

In % des Bestands an Wohneigentum



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik, Geostat

2016: Erneut leichter Anstieg der Leerstände

Dank der weiterhin sinkenden Bautätigkeit wird die gedrosselte Nachfrage auch im laufenden Jahr keine Verwerfungen auf dem Markt für Wohneigentum auslösen. Wir erwarten zwar auch 2016 leicht steigende Leerstände bei Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern, der Anstieg dürfte sich aber im Rahmen der Werte von 2015 bewegen. Die Nachfrage nach Wohneigentum wird sich voraussichtlich weiterhin auf gut erreichbare Regionen konzentrieren, deren Preisniveaus noch als moderat gelten. Entsprechend ist hier kaum mit einem Anstieg der Leerstände zu rechnen. Dagegen dürfte der Absatz von Wohneigentum in den Hochpreisregionen und insbesondere im Hochpreissegment harzig bleiben.

Schwaches Preiswachstum bei Eigentumswohnungen

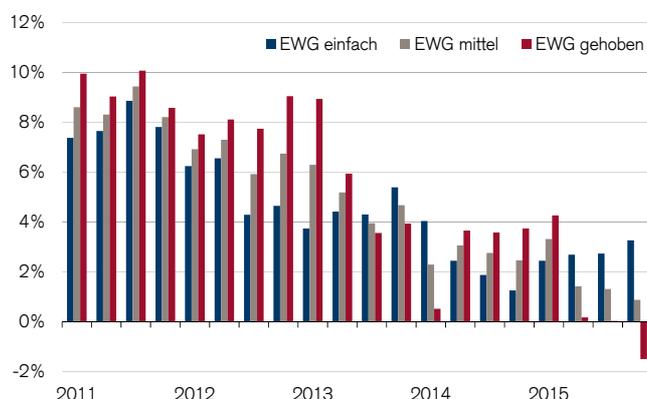
Wunschgemäss hat die eingeschränkte Nachfrage nach Wohneigentum den Preisauftrieb in den letzten Jahren abgekühlt. Im vergangenen Jahr hat sich das Preiswachstum nochmals vermindert und beläuft sich neu auf 1.3%. Die Preisdynamik liegt damit klar unter dem mittleren Jahreswachstum von 3.7% seit 2000, unterscheidet sich aber je nach Segment und Preisklasse. Die Preise von Eigentumswohnungen im mittleren Preissegment stiegen nur noch um 0.9% (Abb. 14). Eine so tiefe Wachstumsrate gab es seit 2003 nicht mehr. Im Hochpreissegment verbuchten Eigentumswohnungen sogar einen Preisrückgang. Dagegen resultierte im einfachen Segment, in welchem die Tragbarkeit ein geringeres Problem darstellt, noch ein Plus von 3.3%.

Höhere Preisdynamik bei Einfamilienhäusern

Anders sieht die Situation bei Einfamilienhäusern aus. Hier lag das Plus für mittlere Objekte noch bei 1.5% und für gehobene Objekte bei 1.3% (Abb. 15). Gemessen an den Spitzenjahren 2011 oder 2013 hat sich die Dynamik damit ebenfalls deutlich verringert. Weil das Einfamilienhaus in periurbanen und ländlichen Regionen, in die sich die Nachfrage verschoben hat, dominiert, ist hier nicht dieselbe Preisberuhigung wie bei den Eigentumswohnungen festzustellen.

Abb. 14: Preiswachstum Eigentumswohnungen

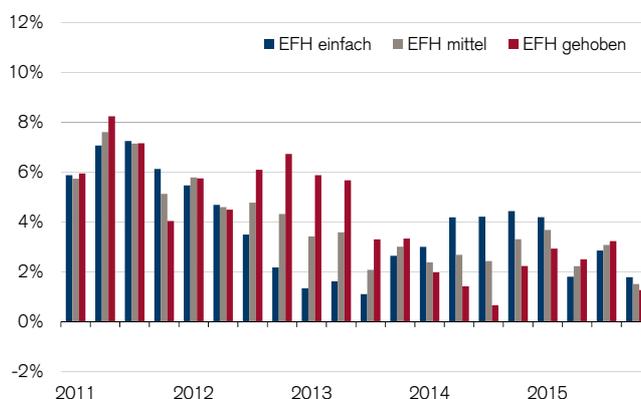
Jahreswachstumsraten



Quelle: Wüest & Partner, Credit Suisse

Abb. 15: Preiswachstum Einfamilienhäuser

Jahreswachstumsraten



Quelle: Wüest & Partner, Credit Suisse

Flächendeckende Preiskorrektur in weiten Teilen der Westschweiz

Rückläufige Preise treten mit wenigen Ausnahmen bisher nur in der Westschweiz auf. Ausgehend vom Genferseeraum, wo die Preise schon seit mehreren Quartalen korrigieren, hat sich das negative Preiswachstum auf die angrenzenden Teile der Westschweiz ausgedehnt. Im Genferseeraum liess sich im letzten Jahr ein Minus von über 3% beobachten (Abb. 16). Dies gilt in etwa auch für die betroffenen Regionen im Kanton Freiburg. Etwas geringer sind die Preisrückgänge im Waadtländer Hinterland, dem Chablais und dem Unterwallis. Den grössten totalen Preisrückgang musste bisher der Kanton Genf mit -7.5% seit dem 2. Quartal 2013 hinnehmen. Es handelt sich dabei um die einzige Region, in der unseres Erachtens seit Herbst 2010 eine Preisblase besteht. Aus dieser Preisblase entweicht gegenwärtig dosiert Luft, was aus Risikoperspektive begrüssenswert ist.

Deutschschweiz: Beachtliche Preisanstiege vor allem ausserhalb der zentrumsnahen Regionen

Anders sieht dagegen die Situation in der Deutschschweiz aus. Im Gegensatz zur Westschweiz führen hier Nachholeffekte in peripheren Regionen und Ausweichbewegungen aus dem Grossraum Zürich dazu, dass in den Kantonen Zug, Schaffhausen, St. Gallen und Thurgau weiterhin zum Teil beachtliche Preisanstiege registriert werden. Hier liegt das Plus immer noch über dem langjährigen Durchschnitt und erreicht vielfach Werte von über 4% (Abb. 16). Da die Bautätig-

keit in vielen dieser Regionen nach wie vor hoch ist, muss früher oder später auch hier mit einer sich abschwächenden Preisdynamik gerechnet werden.

2016: Fortgesetzte Abflachung der Preisdynamik

Dank der zurzeit beinahe im Gleichschritt verlaufenden Entwicklung von Angebot und Nachfrage wird sich am eingeschlagenen Preistrend 2016 kaum etwas ändern. Wir erwarten für 2016 nochmals einen Rückgang der Preisdynamik und schweizweit im Mittel noch ein Plus von knapp 1%. Dabei werden in den Hochpreisregionen nur noch geringe Zuwächse zu verzeichnen sein. In der Genferseeregion ist wohl weiterhin mit sinkenden Preisen zu rechnen. Am höchsten dürfte das preisliche Plus auch 2016 ausserhalb der Hochpreisregionen ausfallen.

Abb. 16: Preiswachstum Wohneigentum regional

Jahreswachstumsraten EWG/EFH in %

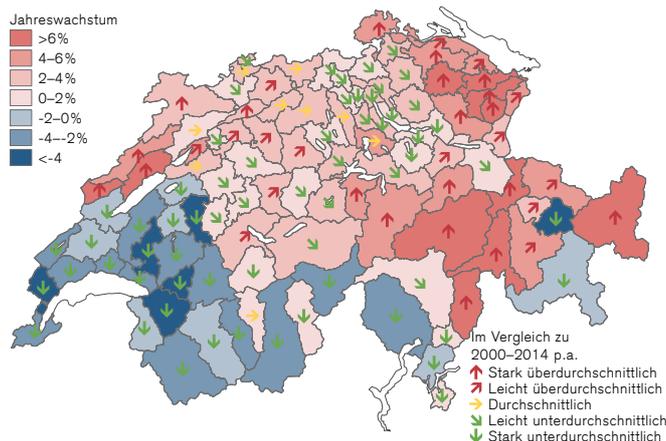
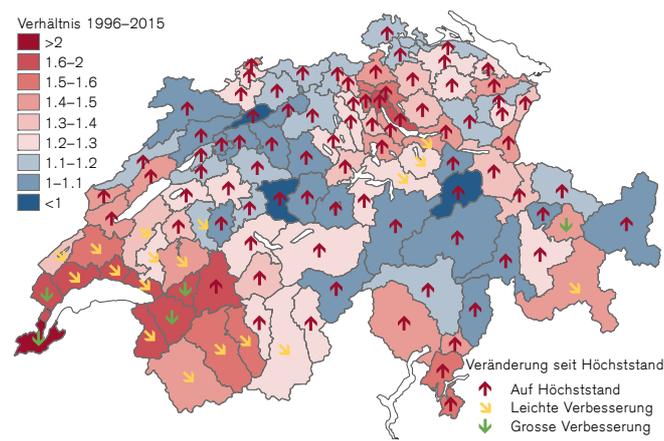


Abb. 17: Regionale Bewertung der Eigentumspreise

Preisentwicklung EWG/EFH in Relation zur Einkommensentwicklung



Ungleichgewichte bleiben hoch ...

Die rückläufige Preisdynamik und insbesondere die Preisrückgänge im Genferseeraum haben das Risiko einer künftigen Immobilienpreisblase reduziert. Die Ungleichgewichte bleiben allerdings in den Hochpreisregionen bestehen. In diesen Regionen hat sich das Preisniveau zu stark von der Einkommensentwicklung abgekoppelt, sodass wir dieses weiterhin als nicht nachhaltig einstufen (Abb. 17). Die Diskrepanz zwischen Preisniveau und Einkommenshöhe lässt sich aufgrund der tiefen Zinsen sowie der übrigen Einflussfaktoren momentan zwar fundamental begründen, nicht aber für einen Zeitpunkt nach Ende des aktuellen Zinszyklus.

... sinken jedoch vor allem in der Westschweiz

Für eine Entwarnung ist es definitiv zu früh. Dennoch kann positiv vermerkt werden, dass sich die Ungleichgewichte in grossen Teilen der Westschweiz reduziert haben. Die Marktberuhigung muss aber noch mehrere Jahre anhalten, bis wir das Preisniveau in den einzelnen Regionen wieder als langfristig gerechtfertigt bezeichnen können. Anders sieht dagegen die Situation ausserhalb der Hochpreisregionen aus. Hier liegen noch keine oder erst geringe Ungleichgewichte vor. Sollte das Preiswachstum in diesen Regionen jedoch anhalten, werden früher oder später ebenfalls Überhitzungsrisiken auftreten.

Wenig Crashgefahr trotz vielerorts nicht nachhaltiger Preisniveaus

Seit Jahren dient uns die in Abbildung 18 aufgeführte Checkliste als Basis zur Beurteilung, ob eine flächendeckende Immobilienpreisblase vorliegt und ein Immobiliencrash auf dem Markt für Wohneigentum droht. Unverändert sprechen drei Gründe dafür, dass ein Crash sehr unwahrscheinlich ist. Erstens lässt sich keine übermässige Tendenz zur Verschuldung feststellen. Das Wachstum des Hypothekarvolumens hat sich mittlerweile auf unter 3.3% abgeschwächt und liegt weit entfernt vom historischen Mittel von 5.6%. Zweitens droht keine überbordende Produktion, die das Preisniveau übermässig unter Druck setzen könnte. Drittens ruht die Kreditprüfung in der Schweiz auf einem stabilen 3-Säulen-Fundament, das in den letzten Jahren mit den Selbstregulierungsmassnahmen weiter gezielt verstärkt wurde.

Kreditprüfung auf stabilem 3-Säulen-Fundament ...

Zu den schon länger bekannten Belehnungs- und Tragbarkeitskriterien gesellte sich im Herbst 2014 die Allgemeinverbindlichkeit des Niederstwertprinzips. Es besagt, dass Kreditinstitute als Verkehrswert einer Immobilie zwingend den tieferen Wert aus dem Kaufpreis und dem von einem Schätzer ermittelten nachhaltigen Wert unterstellen müssen. Diese Regelung wirkt Preissteigerungen entgegen, da eine allfällige Differenz zwischen dem höheren Kaufpreis und dem niedrigeren Schätzwert vollständig aus harten Eigenmitteln zu finanzieren ist, was die Liegen-

schaft für viele Käuferschichten weniger erschwinglich macht. Weil das Niederstwertprinzip, das unter anderem bei den Grossbanken schon lange Anwendung findet, neuerdings überall angewandt wird, hat diese Massnahme ihren Teil zur Marktberuhigung beigetragen. Seine Einführung nähert die letztlich bezahlten Kaufpreise wieder den nachhaltigen Werten an.

... und international fortschrittlich

Das Schweizer 3-Säulen-Modell kann international als sehr fortschrittlich angesehen werden. Zwar kennen viele Länder auch Belehnungsgrenzen, welche die Kredithöhe in Bezug auf den Verkehrswert der Immobilie eingrenzen (LTV), aber die Tragbarkeit der Hypothekarlast gemessen am Einkommen (LTI) wird nur in wenigen Ländern überprüft (z.B. Norwegen, Zypern, Estland, Ungarn, Litauen, Polen, Rumänien).¹ Ob die Tragbarkeit auch im Fall widriger Szenarien eingehalten werden kann, wie das mit der kalkulatorischen Tragbarkeit in der Schweiz abgeklärt wird, wird in Irland, Zypern, Portugal, Rumänien, der Slowakei und Grossbritannien getestet. Einige Länder kennen eine Obergrenze der Belehnung in Bezug auf das Jahreseinkommen (Irland, Polen, Grossbritannien), was wiederum in der Schweiz nicht bekannt ist. Dafür ist aber das Niederstwertprinzip in dieser Form im Ausland kaum anzutreffen.

Abb. 18: Kriterien einer Immobilienpreisblase

Stand: 4. Quartal 2015

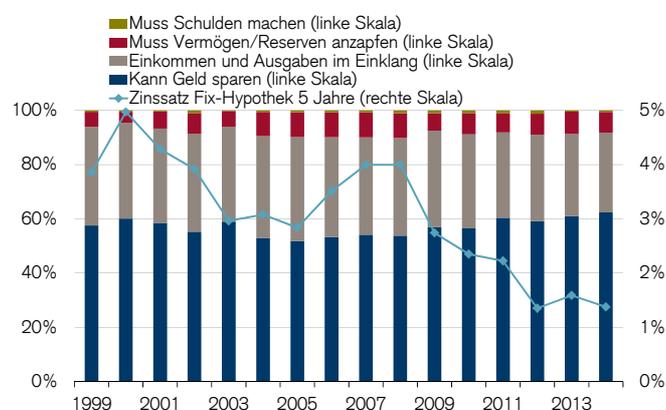
✓ Trifft zu ~ Zu wenig ausgeprägt ✗ Trifft nicht zu

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

Quelle: Credit Suisse

Abb. 19: Einkommensbilanz von Eigentümern

Einkommensbilanz, Anteile in %; Hypothekarzins in %



Quelle: Swiss Household Panel, Credit Suisse

Eigentümer sparen heute mehr

Als risikomindernd kann zudem angeführt werden, dass es die nun schon seit Jahren tiefen Hypothekarzinsen den Wohneigentümern ermöglicht haben, ihre Ersparnisse aufzustocken. Grundsätzlich sollten sie dazu in der Lage sein, denn gemäss Tragbarkeitsrichtlinien muss auch ein Zinssatz von 4.5%–5% für Eigentümerhaushalte problemlos finanzierbar sein. Es stellt sich allerdings die Frage, ob die Haushalte die eingesparten Zinskosten auch zur Seite legen oder stattdessen in den Konsum stecken. Eine Analyse der Daten aus dem Schweizer Haushalts-Panel ermöglicht diesbezüglich spannende Aufschlüsse (Abb. 19). 2008 lag der Anteil der Eigentümer, die Ende Jahr Geld zur Seite legen konnten, bei 54%. Seither ist der Anteil auf 62% angestiegen. Über die Höhe der gesparten Beträge lässt sich nichts sagen, es kann jedoch vermutet werden, dass auch die Höhe der gesparten Beträge heute höher ausfällt. Hinzu kommt die Tatsache, dass Haushalte heute in über vier Fünfteln aller Fälle Fix-Hypotheken abschliessen. Sie sind damit deutlich weniger von kurzfristigen Zinsänderungsrisiken betroffen, als dies in den 1990er-Jahren der Fall war, als der Erwerb von Wohneigentum noch zu grossen Teilen mit variablen Hypotheken finanziert wurde.

¹ Vgl. European Systemic Risk Board (2015): «A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR».

**Kontrolliertes
Abbremsen**

Ausblick Wohneigentum 2016

Tiefe Zinsen und ein moderates reales Einkommensplus bilden 2016 eine grundsätzlich positive Ausgangslage für die Nachfrage nach Wohneigentum. Kommt hinzu, dass die starke Zuwanderung der letzten Jahre die Nachfrage mit etwas Verzögerung ebenfalls stützt. Eine stark dämpfende Wirkung üben dagegen unverändert die (Selbst-)Regulierungsmassnahmen und die damit einhergehenden höheren finanziellen Anforderungen für den Erwerb von Wohneigentum aus. Wir rechnen 2016 mit einer fortgesetzten Beruhigung des Wohneigentumsmarktes, die sich landesweit in einem zwar positiven, aber nur noch schwachen Preiswachstum von weniger als 1% äussern dürfte. Die Nachfrage wird sich weiter in Richtung tiefes und mittleres Preissegment verschieben. Damit wird das Hochpreissegment auch 2016 einen schweren Stand haben. Es ist dort mit anhaltenden Preisrückgängen zu rechnen. Räumlich dürften die Preise besonders in Regionen mit einem derzeit noch nicht überhöhten Preisniveau steigen. Dagegen dürfte sich die Preiskorrektur in der Westschweiz ausgehend vom Genfersee fortsetzen. Wir rechnen aber nicht mit einer Verschärfung der Korrektur, weil die Rahmenbedingungen dafür insgesamt zu attraktiv sind. Die tiefere Mehrnachfrage und die räumlichen Verschiebungen der Nachfrage wurden von den Projektentwicklern im grossen Ganzen antizipiert, sodass mit Ausnahme des Hochpreissegments keine grösseren Ungleichgewichte entstanden sind. Angebot und Nachfrage liegen vielerorts nicht weit auseinander, weshalb die Leerstände 2016 wie schon im Vorjahr nur geringfügig steigen dürften. Tendenziell wandelt sich der Markt dennoch langsam von einem Verkäufer- zu einem Käufermarkt. Das wird sich in einem weiter zunehmenden Vermarktungsaufwand und einer fortgesetzt leicht steigenden Angebotsquote bemerkbar machen. Bis die Ungleichgewichte zwischen Immobilienpreis- und Einkommensentwicklung auf ein langfristig tragbares Niveau abgebaut sind, muss die jetzige Marktabkühlung noch mehrere Jahre anhalten. Zum Testfall für den Markt könnte die Periode ab etwa 2018 werden, wenn aus demografischen Gründen (Pillenknicke) die Nachfrage nach Wohneigentum stärker nachlassen dürfte.

Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage	Ausgangslage	Ausblick
<p><i>Hypothekarzinsniveau:</i> Die Zinssätze von Libor-Hypotheken werden über das gesamte Jahr 2016 auf ihren absoluten Tiefstwerten verharren. Dagegen wird die Entwicklung der Zinssätze von Fix-Hypotheken wie schon im Vorjahr sehr volatil bleiben und massgeblich von den vorherrschenden Unsicherheiten geprägt sein. Tendenziell rechnen wir mit einem leichten Anstieg bei mittleren und langen Laufzeiten.</p> <p><i>Regulierung:</i> Die bisherigen (Selbst-)Regulierungsmassnahmen werden sich auch 2016 in einer gedämpften Nachfrage nach Wohneigentum niederschlagen. Die bereits erfolgte Marktabkühlung macht weitere Massnahmen bei Wohneigentum unwahrscheinlich.</p> <p><i>Bevölkerungsentwicklung:</i> Die starke Zuwanderung der letzten Jahre übt verzögert einen positiven Einfluss auf die Nachfrage nach Wohneigentum aus. 2016 dürfte die Zuwanderung aber weiter an Dynamik einbüssen, vor allem diejenige von kaufkräftigen Zuzüglern. In den nachfolgenden Jahren wird die demographische Entwicklung die Wohneigentumsnachfrage voraussichtlich immer mehr belasten.</p>	<p>→</p> <p>Libor-Hypothek →</p> <p>→/↗</p> <p>Fix-Hypothek →/↗</p>	<p>→</p> <p>Libor-Hypothek →</p> <p>→/↗</p> <p>Fix-Hypothek →/↗</p>
<p>Angebot</p> <p><i>Reinzugang Wohneigentum 2016:</i> Mit einer Neubauproduktion von rund 15'000 Eigentumswohnungen und 7400 Einfamilienhäusern erreicht die Bautätigkeit im Wohneigentumssegment 2016 einen neuen Tiefststand. Weiterhin ist eine Verlagerung der Bautätigkeit aus den Hochpreisregionen in Regionen mit noch nachhaltigem Preisniveau festzustellen.</p> <p><i>Mittelfristig geplante Ausweitung:</i> Die aktuellen Baugesuche deuten darauf hin, dass die Bautätigkeit im Wohneigentumssegment auch 2017 abnehmen sollte.</p>	<p>↘</p> <p>↘</p>	<p>↘</p> <p>↘</p>
<p>Marktergebnis</p> <p><i>Leerstände:</i> Die Leerstände von Wohneigentum dürften auch 2016 leicht steigen. Insbesondere in den Hochpreisregionen sowie in schlecht erschlossenen Regionen sollte der Absatz harzig bleiben.</p> <p><i>Preise:</i> Die Preisdynamik dürfte sich weiter abschwächen. Wir erwarten im Mittel über alle Segmente hinweg noch ein Plus von knapp unter 1%. Ausserhalb der Hochpreisregionen sollte das Wachstum noch am höchsten ausfallen. Dagegen muss in der Genferseeregion und vielerorts im Hochpreissegment mit leicht sinkenden Preisen gerechnet werden.</p> <p><i>Nachhaltigkeit der Preisentwicklung:</i> In den Hochpreisregionen am Genfersee haben sich die Ungleichgewichte etwas abgebaut, bleiben aber auf sehr hohen Niveaus. Rund um Zürich und ausserhalb der Hochpreisregionen haben die Ungleichgewichte derweil nochmals leicht zugenommen. Dementsprechend kann noch keine Entwarnung gegeben werden.</p>	<p>↗</p> <p>↗</p> <p>→</p>	<p>↗</p> <p>↗</p> <p>→</p>

Quelle: Credit Suisse

Exkurs Immobilien-Crowdfunding

Alternative Finanzierungsform im Aufschwung

Ein 240 Meter hoher Wolkenkratzer, finanziert durch mehrere Tausend Kleininvestoren: Was nach einem aufwendigen Vorhaben klingt, ist mit dem Crowdfunding von Immobilien längst Realität geworden. Ein überwiegender Teil des BD Bacatá, des grössten Hochhauses in Kolumbien, wurde nicht durch Banken und institutionelle Anleger, sondern durch mehr als 3800 Kleininvestoren finanziert. Über eine Crowdfunding-Plattform, die das Projekt einer Menge von Internetnutzern («Crowd») zur Finanzierung («Funding») anbot, wurden insgesamt USD 170 Mio. für die Realisierung des gigantischen Projekts gesammelt. Der BD Bacatá gilt als erster mittels Crowdfunding finanzierter Wolkenkratzer der Welt und ist nur eines von vielen Immobilienprojekten, die mittlerweile weltweit auf diese Art und Weise finanziert werden.

Crowdfunding ist kein neues Phänomen

Crowdfunding ist allerdings kein neues Phänomen. Der Sockel der Freiheitsstatue in New York konnte beispielsweise erst erstellt werden, als eine Vielzahl von Spendern mitfinanzierte. Obwohl die Beiträge teilweise weniger als einen Dollar betragen, machte es die grosse Masse möglich, ein Projekt zu finanzieren, für das der Staat nach dem Börsencrash von 1873 keine Mittel hatte. Auch das Immobilien-Crowdfunding im Speziellen ist aufgrund eines finanziellen Engpasses im Jahr 2008 entstanden. Damals führte die Finanzkrise weltweit dazu, dass Banken immer weniger Kredite sprachen. So richtig Aufschwung erhielt die Bewegung jedoch erst im Jahr 2012, als mit dem JOBS Act in den USA die rechtlichen Rahmenbedingungen geschaffen wurden. Seither sind entsprechende Plattformen regelrecht aus dem Boden geschossen.

Geografische Verbreitung

Ende 2015 verzeichneten die USA ungefähr 152 Immobilien-Plattformen für Crowdfunding; sie sind damit weltweit ungeschlagener Spitzenreiter. Auch das umgesetzte Volumen war mit rund USD 1 Mrd. allein im Jahr 2014 mit Abstand am höchsten. 2015 dürfte sich das Volumen mehr als verdoppelt haben. Immobilien-Crowdfunding ist jedoch längst nicht mehr auf die USA beschränkt. In Grossbritannien existieren mindestens 16 Plattformen, die sich auf Immobilien spezialisiert haben. In Asien, Afrika und Australien sind je sieben Plattformen tätig, im Nahen Osten vier. Auch im deutschen Sprachraum hat Immobilien-Crowdfunding Einzug gehalten. In Deutschland sind derzeit mindestens zwei Plattformen aktiv, in der Schweiz erst eine. Entsprechend der geringen Anzahl der Plattformen ist auch das umgesetzte Volumen in den letztgenannten Ländern viel kleiner als in den USA.

Unterscheidung zwischen Crowdlending (Fremdkapital) und Crowdinvesting (Eigenkapital)

Grundsätzlich lässt sich Crowdfunding in zwei für Immobilien relevante Kategorien unterteilen: Crowdlending und Crowdinvesting. Beim Crowdlending stellen die Investoren Fremdkapital – typischerweise für die Finanzierung eines Immobilienprojekts – zur Verfügung und erhalten als Gegenleistung monatliche, vierteljährliche oder endfällige Zinszahlungen. Darunter fallen auch nachrangige Darlehen (Mezzanine-Kapital) und Hypotheken, sofern die Kredite grundpfandgesichert sind. Beim Crowdinvesting wird Eigenkapital, überwiegend für den Erwerb einer Rendite liegende, bereitgestellt. Die Gegenleistung besteht aus regelmässig fliessenden Mietzinseinnahmen oder Dividenden, falls die Finanzierung in Form einer Gesellschaft organisiert ist.

Unterschiedliche Plattformmodelle im Ländervergleich

Abbildung 20 zeigt zusammenfassend die am häufigsten auftretenden Charakteristiken einer Stichprobe von Plattformen. Sie illustriert, dass die Geschäftsmodelle je nach Land sehr unterschiedlich sind. In den USA steht Crowdlending im Vordergrund. Die Investitionsmöglichkeiten sind allerdings meistens auf akkreditierte Investoren beschränkt, die per Definition entweder über ein Einkommen von mindestens USD 200'000 oder über ein Vermögen von mehr als USD 1 Mio. verfügen. Aufgrund des regulatorischen Umfelds ist es für die Plattformen derzeit nicht lukrativ, die Liegenschaften auch nicht-akkreditierten Investoren anzubieten. Dies könnte sich jedoch ändern, wenn Title III des JOBS Act in Kraft tritt. Dieser ermöglicht es den Projektentwicklern, ohne zusätzliche regulatorische Anforderungen gewisse Gelder pro Jahr und Projekt auch von nicht akkreditierten Investoren entgegenzunehmen. Allerdings ist der Gesamtbetrag, der auf diesem Weg gesammelt werden kann, auf USD 1 Mio. beschränkt. In Grossbritannien sind sowohl Crowdlending als auch Crowdinvesting sehr verbreitet. Bei den ausgeschriebenen Objekten handelt es sich oft um Einfamilienhäuser oder Wohnungen, die leer standen und nun mit finanzieller Unterstützung der Crowd renoviert und wieder vermietet werden. In Deutschland

stehen Neubauprojekte von Mehrfamilien- und Geschäftshäusern im Vordergrund. Projektentwickler beschaffen sich eigenkapitalähnliche Mittel wie Mezzanine-Kapital als Ergänzung zur Bankfinanzierung. Dies ermöglicht es, mehrere Projekte gleichzeitig zu realisieren, da für jedes Projekt weniger Eigenkapital benötigt wird. In der Schweiz wurde bisher nur zwei Liegenschaften erfolgreich über eine Crowdfunding-Plattform finanziert, weswegen repräsentative Aussagen nur bedingt möglich sind. Bei diesen beiden Projekten handelte es sich um ein kürzlich saniertes Mehrfamilienhaus sowie einen Neubau. Die Investoren werden Miteigentümer der Liegenschaft und folglich im Grundbuch eingetragen. Wie in der Schweiz steht auch in Schweden Crowdfunding im Vordergrund. Allerdings sind die Investoren in Schweden nur indirekt über eine Gesellschaft an der Liegenschaft beteiligt und haben meistens keine Mitspracherechte.

Abb. 20: Auf Immobilien spezialisierte Crowdfunding-Plattformen

Übersicht über die wichtigsten Eigenschaften einer Auswahl von Immobilien-Crowdfunding-Plattformen in diversen Ländern

Land	Finanzierungsart	Besitzstruktur	Projekttyp	Anlegerprofil	Mindestinvestition	Laufzeit	Einkommen
USA	Fremd-, Mezzanine- und Eigenkapital	Darlehen oder Anteilscheine an Zweckgesellschaft	Neubau; Geschäftshäuser	Meistens auf akkreditierte Investoren beschränkt	CHF 100–100'000	1 Monat–10 Jahre	Vierteljährliche oder monatliche Zinszahlungen
Grossbritannien	Fremd- und Eigenkapital	Darlehen oder Anteilscheine an Zweckgesellschaft	Umbau; EFH und Wohnungen	Teilweise auf akkreditierte Investoren beschränkt	CHF 150–1500	1 Monat–5 Jahre	Monatliche Zinszahlungen (fix oder variabel)
Deutschland	Mezzanine-Kapital	Darlehen an Projektentwickler oder Gesellschaft	Neubau; MFH und Geschäftshäuser	Keine Einschränkung	CHF 270–540	1–5 Jahre	Jährliche oder endfällige Zinszahlungen
Schweiz	Eigenkapital	Miteigentum an Liegenschaft	Bestand; MFH	Keine Einschränkung	CHF 25'000	5 Jahre	Mietzinseinnahmen
Schweden	Eigenkapital	(Vorzugs-)Aktien an einer Gesellschaft	Neubau; MFH und Geschäftshäuser	Keine Einschränkung	CHF 1750–5850	7 Mte – 5 Jahre	Jährliche oder endfällige Dividendenzahlungen

Quelle: Credit Suisse

Funktionsweise und Ablauf einer Transaktion

Die Plattformen nehmen die Rolle eines Intermediärs ein, der Projektentwickler und Investoren zusammenführt. Zu diesem Zweck wird die Liegenschaft, für die Investoren gesucht werden, auf der Plattform ausgeschrieben. Hierfür verlangt der Betreiber eine Gebühr in Prozent des gesammelten Betrags. Diese fällt meistens zulasten des Finanzierungssuchenden und wird erst verrechnet, wenn die sogenannte Funding-Phase erfolgreich abgeschlossen wurde. Neben der Rolle als Vermittler reichen die Tätigkeiten der Plattformen von der Bereitstellung objektiver Informationen bis zur umfangreichen Due Diligence samt Bonitätsprüfung des Projektentwicklers und Einschätzung des Liegenschaftsprojekts. Manche Plattformen finanzieren Liegenschaftsprojekte vor, um eine schnellere Abwicklung zu garantieren. Während einer bestimmten Zeit können potenzielle Interessenten die Liegenschaft mittels der zur Verfügung gestellten Informationen beurteilen und anschliessend per Mausklick investieren. Die finanziellen Mittel werden auf einem Treuhandkonto einer Drittpartei zwischengelagert und bei Abschluss der Funding-Phase an den Projektentwickler weitergeleitet. Technisch läuft es meistens so ab, dass für jedes Liegenschaftsprojekt eine eigene Gesellschaft gegründet wird, über die anschliessend alle objektbezogenen Transaktionen abgewickelt werden. Zwar existieren Plattformen, die Projekte vollständig durch die Crowd finanzieren, in den meisten Fällen ist jedoch zusätzlich eine Bank beteiligt. Beim Crowdfunding steuern Banken oft die gesamte Fremdfinanzierung in Form einer Hypothek bei. Im vorherrschenden Niedrigzinsumfeld ist dies eine Möglichkeit, eine höhere Rendite für die Investoren zu generieren. Sobald die Finanzierung gesichert ist, werden die Investoren online in regelmässigen Abständen über ihr Projekt auf dem Laufenden gehalten. Bei Ablauf der Investitionsdauer wird die Liegenschaft veräussert und das Kapital schlussendlich samt Zinsen bzw. Dividenden zurückbezahlt.

Crowdfunding im Vergleich mit Direktkauf und indirekten Immobilienanlagen

Grundsätzlich war es für Kleinanleger bereits vor dem Crowdfunding möglich, in den Immobilienmarkt zu investieren. Mit Immobilienfonds und Aktien von Immobilienaktiengesellschaften stehen Anlageformen zur Auswahl, die auch für kleine Investitionsbeträge offenstehen (Abb. 21). Ein Nachteil indirekter Immobilienanlagen ist jedoch die fehlende Entscheidungsge-

Fehlende Entscheidungsgewalt bei indirekten Immobilienanlagen

walt des Anlegers auf Stufe der Liegenschaft. Diese Kompetenz liegt bei indirekten Anlagen in den professionellen Händen von Portfoliomanagern, weshalb die Identifikation des Anlegers mit den Investitionsobjekten verloren geht. Beim Kauf eines Immobilienfonds oder von Aktien einer Immobilien-AG ist lediglich die Auswahl des Segments möglich, auf das sich die Gesellschaft spezialisiert hat. Da Crowdfunding noch wenig verbreitet ist, beschränkt sich die Auswahlmöglichkeit derzeit auf die wenigen Angebote einzelner Plattformen. Das könnte sich allerdings bald ändern.

Crowdlending bereits ab Kleinstbeträgen möglich

Indirekte Immobilienanlagen reichen folglich nicht an das emotionale Investitionsgefühl einer Direktanlage heran. Immobilienbesitzer zu sein und stolz behaupten zu können, Teile einer repräsentativen Liegenschaft finanziert zu haben, ist ein verbreiteter Anlagewunsch. Für viele Anleger ist dieser Wunsch aufgrund der hohen Mindestkapitaleinsätze jedoch ausser Reichweite. Crowdfunding zielt darauf ab, dies zu ändern. Die direkte Immobilienanlage wird dank Pooling auch für Kleinanleger mit kleineren Investitionsbeiträgen erschwinglich und damit einfacher diversifizierbar. Allerdings muss hier unterschieden werden: Während beim Crowdlending vereinzelt bereits ab wenigen Hundert Franken investiert werden kann, ist der Mindestbetrag beim Crowdinvesting in der Regel erheblich höher. In der Schweiz beträgt dieser beispielsweise CHF 25'000. Das Erstellen eines eigenen Immobilienportfolios mit einem angemessenen Diversifikationsgrad wird umso schwieriger, je höher dieser Mindestbetrag ist.

Abb. 21: Anlegerdimensionen

Vergleich unterschiedlicher Investitionsmöglichkeiten in Immobilien aus Anlegersicht

	Crowdinvesting	Crowdlending	Immobilienfonds	Immobilien-AGs	Direktkauf
Entscheidungsgewalt	+	+	-	-	+
Transparenz	(+)	(+)	(-)	(-)	+
Mindestinvestition	(+)	+	+	+	-
Diversifikation	(+)	+	+	+	-
Mitbestimmung	(+)	-	-	-	+
Liquidität	(+)	(+)	+	+	-
Investitionssicherheit	+	-	+	+	+
Reputation Anbieter	(-)	(-)	+	+	-
Suchkosten	+	+	+	+	-
Transaktionskosten	+	+	+	+	-
Marktzutritt	+	+	+	+	-

Legende: + = positiv, (+) = beschränkt positiv, (-) = beschränkt negativ, - = negativ

Quelle: Credit Suisse

Kein Mitspracherecht beim Crowdlending

Im Unterschied zum Direktkauf hat der Investor beim Crowdlending keine Mitspracherechte, da er lediglich das Fremdkapital beisteuert. Beim Crowdinvesting ist eine anteilmässige Mitsprache nur möglich, wenn sich die Liegenschaft im Besitz der Crowd befindet. Bei Vorzugsaktien bestehen definitionsgemäss ebenfalls keine Mitspracherechte, da bei diesem Modell der Besitzer nur am Vermögen beteiligt ist. Dies kann ein Vorteil sein, wenn man als Investor möglichst wenig mit seiner Anlage zu tun haben will – oder aber ein Nachteil, weil man nicht mitbestimmen kann, in welche Richtung sich die Liegenschaft oder das Projekt entwickeln soll.

Hohe Renditen, aber auch hohe Risiken

Crowdfunding macht es zudem möglich, in Projekte zu investieren, die bisher nur über persönliche Netzwerke (Private Equity) zugänglich waren. Dabei handelt es sich oft um nicht rasch veräusserbare Anlagen, deren Nachteil der Illiquidität sich beim Crowdlending durch die üblicherweise nur kurze Laufzeit (meistens nicht länger als 12 Monate) relativiert. Es ist somit auch für Kleinanleger möglich, die Illiquiditätsprämie zu kassieren, die im momentanen Niedrigzinsumfeld sehr attraktiv ist. Dabei werden je nach Land und Liegenschaft Renditen von bis zu 20% p.a. versprochen. Allerdings sind diese mit einem entsprechend hohen Risiko verbunden, denn die Neubauprojekte, in die überwiegend investiert wird, sind von Natur aus mit einer gewissen Planungsunsicherheit behaftet. Oft ist das Eigenkapital des Projektentwicklers auf ein Minimum reduziert. Falls Mehrkosten entstehen, die vom Projektentwickler nicht finanziert werden können und diesen folglich zur Konkursanmeldung zwingen, ist ein Totalverlust des Kapitals nicht auszuschliessen, vor allem beim Crowdlending. Dasselbe Szenario droht, wenn die neu gebauten Einheiten nicht zum budgetierten Preis verkauft werden können. Dies kann bei mangelhafter Planung oder bei sinkender Nachfrage aufgrund einer sich verschlechternden Marktlage der Fall sein. Eine Analyse einiger der erfolgreichsten Crowdfunding-Plattformen in den USA zeigt, dass

ein Grossteil der angebotenen Immobilienprojekte opportunistische Strategien verfolgt, die mit relativ grossen Risiken verbunden sind.

Reputation der Plattform spielt eine grosse Rolle

Ein weiterer wesentlicher Punkt für die Attraktivität einer Immobilienanlage ist die Reputation des Anbieters. Immobilienfonds beispielsweise sind reguliert und werden von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) überwacht. Diese stellt sicher, dass der Anleger ein Mindestmass an Informationen erhält und die Anlage für ihn geeignet ist. Insbesondere im deutschen Sprachraum herrscht beim Crowdfunding diesbezüglich Rechtsunsicherheit. Ein grosser Teil der Plattformen hat erst wenige Projekte erfolgreich finanziert, geschweige denn zurückbezahlt, und konnte sich folglich noch nicht mit einem guten Ruf etablieren. Entsprechend hoch bleibt vorerst die Zurückhaltung. Auch in der restlichen Welt müssen die Plattformen erst noch beweisen, dass ihre Geschäftsmodelle eine Immobilienkrise überstehen können. Immobilien-Crowdfunding ist in einer Zeit steigender Immobilienpreise entstanden, weshalb die Plattformen noch keine Krisenerfahrung haben. Insbesondere bei risikoreichen Projektfinanzierungen, deren Erfolg massgeblich vom Verkaufspreis der Einheiten abhängt, spielt die aktuelle Marktlage eine grosse Rolle.

Volkswirtschaftliche Aspekte

Erweiterung des Investorenkreises und Verringerung der Suchkosten

Volkswirtschaftlich gesehen wird der Kreis potenzieller Investoren durch das Crowdfunding erweitert. Immobilien werden nicht mehr nur einem exklusiven Kreis vermögender Investoren angeboten, sondern einer Vielzahl von verschiedenen Anlegern. Falls sich Immobilien-Crowdfunding erfolgreich etablieren kann, wird dies zur Folge haben, dass dem Immobilienmarkt mehr finanzielle Mittel zur Verfügung stehen als bisher. Hinzu kommt, dass sich für Anleger die Suchkosten nach einer geeigneten Immobilie erheblich verringern. Das Internet spielt hierbei eine massgebende Rolle. Während beim Direktkauf ein mühsames Zusammentragen von Informationen notwendig ist und die verschiedenen Immobilienprojekte nur schwer miteinander vergleichbar sind, stehen die Informationen beim Crowdfunding auf der Plattform zum Download bereit.

Gefahr der adversen Selektion ...

Allerdings bestehen für die Investoren auch nicht zu vernachlässigende Risiken. Immobilienprojekte, die keine Bankfinanzierung erhalten, sind gezwungen, sich nach alternativen Formen der Finanzierung umzusehen. So besteht die Gefahr, dass auf den Plattformen Projekte mit hohen Risiken angeboten werden. Gewisse Plattformen erwähnen sogar explizit, dass sie jene Projekte finanzieren, welche die strengen Kriterien der Banken nicht erfüllen, versprechen jedoch im Gegenzug hohe Renditen. Für Projekte mit tiefen Risiken könnte die Finanzierung mittels Crowdfunding deswegen ungünstiger sein als jene über traditionelle Finanzierungsmethoden, weil die Investoren um die adverse Selektion wissen und höhere Renditen fordern.

... und Moral Hazard sowohl für Plattformen ...

Insbesondere beim Crowdlending besteht – so, wie die meisten Crowdfunding-Plattformen zum heutigen Zeitpunkt aufgestellt sind – die Gefahr falscher Anreize. Beispielsweise verlangt die Plattform eine Gebühr in Prozent des gesammelten Kapitals, die direkt nach der Funding-Phase einkassiert wird. Der Ertrag fliesst somit, bevor das Projekt erfolgreich abgeschlossen wurde. Ausser der Wahrung der eigenen Reputation könnten die Plattformen daher wenig Anreize haben, Immobilienprojekte und deren versprochene Renditen genau zu prüfen. Zudem sind die Plattformen selbst nicht am Projekt beteiligt, sodass für sie kein zusätzliches Risiko besteht. Die Vorfinanzierung von Projekten, wie sie auf Plattformen in den USA und in Grossbritannien beobachtet werden kann, wirkt dieser Anreizproblematik entgegen und ist aus Sicht des Anlegers zu bevorzugen.

... als auch für Projektentwickler selbst

Nicht nur die Plattform, sondern auch der Projektentwickler selbst könnte falsche Anreize haben. Da die Crowd vor allem in Deutschland dafür eingesetzt wird, die von den Banken geforderte Eigenkapitalquote zu erreichen und gleichzeitig die eigenen Mittel im Projekt auf ein Minimum zu reduzieren, setzen sich die Anleger erheblichen Risiken aus. Bei einem zum Teil geringen Eigenkapitalanteil des Projektentwicklers von lediglich 3% braucht es nicht viel, bis die Crowd Verluste erleidet. Der geringe Eigenkapitalanteil des Projektentwicklers könnte – wie auch bei der Plattform – dazu führen, dass das Projekt unsorgfältiger geplant und umgesetzt wird. Schliesslich steht für den Projektentwickler selbst bei einem so hohen Fremdfinanzierungsgrad ja nicht viel auf dem Spiel.

Genau Prüfung der Liegenschaftsprojekte ausschlaggebend

Es ist daher unerlässlich, die auf der Plattform angebotenen Projekte genau zu prüfen, um die Risiken eines Verlusts so gering wie möglich zu halten. Die Vorprüfung durch die Plattform ersetzt dabei nicht die eigene, detailliertere Analyse. Hier steht der (Klein-)Anleger vor dem Prob-

lem, dass er als Laie die komplizierten Konstrukte selber nicht genau beurteilen kann. Der Erfolg eines Projekts hängt nicht nur von der aktuellen Marktlage ab. Entscheidend ist beispielsweise auch, wie erfahren der Projektentwickler bei der Erstellung von Neubauten ist. Des Weiteren ist wichtig, dass Projekte auf ihren Marktwert und ihre Rendite hin geprüft werden. Grundsätzlich gilt: Je höher der eingesetzte Betrag, desto sorgfältiger sollte die Investitionsmöglichkeit selbst unter die Lupe genommen werden.

Risikoreiche Projekte erhalten eine vergleichsweise günstige Finanzierung

Schlussendlich stellt sich die Frage, ob die Rendite in einem angemessenen Verhältnis zum Risiko steht. Aufgrund des Niedrigzinsumfelds und des Mangels an attraktiven Anlagemöglichkeiten könnten sehr risikoreiche Projekte mittels Crowdfunding unverhältnismässig günstig finanziert werden. Dies auch, weil nicht wenige Anleger fälschlicherweise annehmen, Investitionen in Immobilien seien eine sichere Sache, zumal hinter diesen ein Fundamentalwert – die Immobilie selbst – steht. Die Plattformen selber tragen wenig dazu bei, auf die Risiken aufmerksam zu machen. Wichtig ist es diesbezüglich, zwischen Crowdfunding und Crowdlending zu unterscheiden. Während beim Crowdfunding die Aktionärsforderungen gegenüber der Gesellschaft oft grundpfandrechtlich sichergestellt sind, ist dies beim Crowdlending selten der Fall. Daher ist Crowdlending aus Risikoperspektive eher mit einer Unternehmensfinanzierung als mit einer Immobilienanlage zu vergleichen.

USA öffnet Crowdfunding für Kleinanleger

Rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen

Aufgrund des Risikos und der Komplexität von Neubauprojekten muss man sich ebenfalls die Frage stellen, ob Crowdfunding für Kleinanleger überhaupt wünschenswert ist. Sie verfügen oftmals nicht über das notwendige Wissen im Immobilienbereich, um das Risiko abschätzen zu können. Dies ist insbesondere bei Projektfinanzierungen der Fall, deren Erfolg von zahlreichen Faktoren abhängt. Informations- und Offenlegungspflichten sind daher zwingend, um den Kleinanleger zu schützen. Allerdings sollte bei Regulierungen stets die Verhältnismässigkeit berücksichtigt werden. Bei Mindestbeträgen von wenigen Hundert Franken hält sich auch das Verlustpotenzial in Grenzen. Bisher war es für Plattformen in den USA aufgrund hoher regulatorischer Hürden unrentabel, Investitionen auch für Kleinanleger zugänglich zu machen. Sie konzentrierten sich daher überwiegend auf akkreditierte Investoren und liessen Kleinanleger aussen vor. Title III des JOBS Act, der 2016 in Kraft tritt, soll dies ändern. Er besagt, dass Investoren mit einem jährlichen Einkommen von weniger als USD 100'000 maximal USD 2000 oder 5% des Einkommens bzw. des Vermögens in Crowdfunding investieren können. Damit wurde in den USA der Grundstein für die Öffnung des Crowdfunding für Kleinanleger gelegt.

Fehlender regulatorischer Rahmen in der Schweiz

Im Gegensatz zu den USA ist Crowdfunding in der Schweiz noch nicht reguliert. Mangels Spezialnormen muss daher auf die generellen Rechtsnormen zurückgegriffen werden, was mit Rechtsunsicherheit verbunden ist. Dies liegt vor allem daran, dass Crowdfunding derzeit in der Schweiz ökonomisch zu wenig bedeutend ist, als dass es sich für Politiker und Juristen lohnen würde, sich mit dem Thema zu beschäftigen. Bisher hat die FINMA lediglich ein Faktenblatt zum Thema veröffentlicht, und sie überprüft die Plattformen im Einzelfall auf deren Gesetzeskonformität. Falls eine Plattform hauptsächlich im Finanzbereich tätig ist, gewerbsmässig Publikumseinlagen entgegennimmt oder sich hierfür öffentlich empfiehlt, besteht eine bankrechtliche Bewilligungspflicht. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn die Gelder der Crowd während einer gewissen Dauer auf Konten der Plattformbetreiber zwischengelagert werden. Führt die Plattform allerdings eine reine Vermittlertätigkeit aus und fliessen die Gelder direkt von der Crowd zum Finanzierungssuchenden, benötigt die Plattform in der Regel keine Bewilligung der FINMA. Die Frage der Bankbewilligung stellt sich angesichts der fehlenden Spezialnormen in diesem Fall (wie bei Unternehmensfinanzierungen) jedoch für den Finanzierungssuchenden. Weil die Investitionsmöglichkeit auf dem Internet ausgeschrieben und daher der breiten Öffentlichkeit zugänglich gemacht wird, handelt es sich um ein öffentliches Angebot, sodass grundsätzlich eine Prospektspflicht besteht. Infolge des vermehrten Aufkommens von Crowdfunding-Plattformen in der Schweiz wird die Legislative deshalb gezwungen sein, Spezialnormen zu erarbeiten.

Massvolle Regulierung ist ein Muss

Mit angemessenen rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen ist Crowdfunding grundsätzlich auch ein Modell für die Schweiz. Der Regulator muss hier einen angemessenen Kleinanlegerschutz sicherstellen, ohne dabei Crowdfunding durch die anfallenden regulatorischen Kosten für Plattformen unrentabel zu machen. Die ersten und bisher einzigen beiden in der Schweiz mittels Crowdfunding erfolgreich finanzierten Liegenschaften bilden dabei den Grundstein für kommende Projekte. Aufgrund der Entwicklungen im Ausland und des exponentiellen Wachstums des Crowdfunding ist zu erwarten, dass in der Schweiz weitere Anbieter in den Markt eintreten und erfolgreich eigene Projekte finanzieren werden.

Mietwohnungen

Das Angebot galoppiert der Nachfrage davon

Mit Wohnrenditeliegenschaften erzielen Fondsanleger derzeit eine um 3 Prozentpunkte höhere Ausschüttungsrendite als mit 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen. Es verwundert daher nicht, dass breitflächig in den Bau neuer Mietwohnungen investiert wird – und zwar unabhängig davon, was auf der Nachfrageseite passiert. Auch steigende Leerstände halten derzeit Investoren nicht davon ab, Wohnbauprojekte zu entwickeln. Das Tiefzinsumfeld lässt ihnen gar keine andere Alternative. Wichtig ist daher, was auf der Nachfrageseite des Mietwohnungsmarktes passiert. Entsprechend detailliert analysieren wir die Treiber der Nachfrage, denn sie definieren letztlich, welchen Weg der Mietwohnungsmarkt in den nächsten Quartalen einschlagen wird.

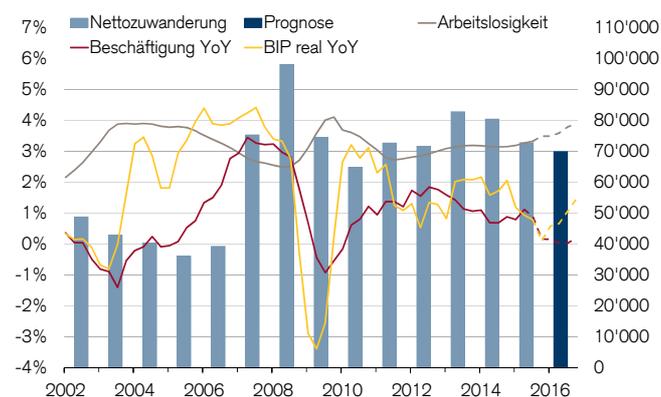
Nachfrage: Je tiefer das Preissegment, umso robuster

Die Zuwanderung ist nach wie vor das A und O der Mietwohnungsnachfrage. In den letzten Jahren sorgte die Nettozuwanderung, die im Mittel der Jahre 2007–2014 bei 78'000 Personen lag, insbesondere in den Zentren und ihrem Umland für eine hohe Wohnungsabsorption. 2015 schwächte sich die Zuwanderung weiter ab, nachdem bereits Ende 2014 ein leichter Rückgang des Wanderungssaldos (–2.9%) zu verzeichnen war (Abb. 22). Mit schätzungsweise knapp 73'000 Zuwanderern (inkl. Schweizer Staatsbürger) sank die Immigration 2015 (–9.5%) stärker. Die trotz Frankenschocks überraschend robuste Beschäftigungsentwicklung (+1.1% im 1. Halbjahr 2015) verhinderte eine noch markantere Abschwächung. Für 2016 rechnen wir angesichts des frankenbedingten Konjunkturrückschlags des vergangenen Jahres mit einer Stagnation der Beschäftigung und einer steigenden Arbeitslosenquote. Damit dürften der Zuwanderung 2016 wichtige Wachstumsimpulse fehlen, weshalb wir von einem erneuten Rückgang der Nettozuwanderung auf ein Niveau von rund 70'000 Personen ausgehen. Tiefere Prognosen sind allein schon wegen einer steigenden Zahl von Flüchtlingsanerkennungen nicht plausibel (siehe unten).

2016: Erneute Abschwächung der Zuwanderung

Abb. 22: Nettozuwanderung und konjunkturelle Lage

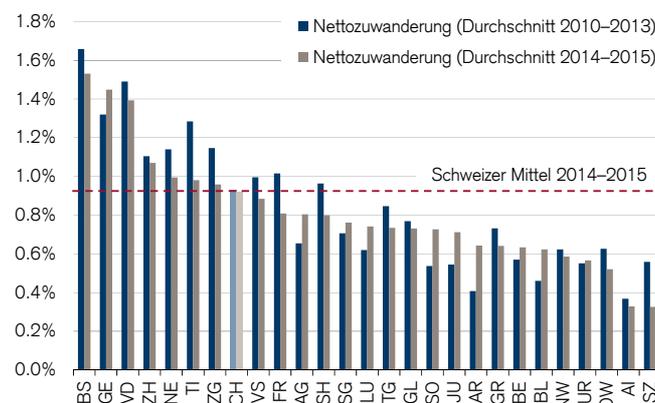
Rechte Skala: Nettozuwanderung der ständigen Wohnbevölkerung (ohne Registerkorrekturen, inklusive Nettoabwanderung der Schweizer) mit Prognose



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

Abb. 23: Internationale Nettozuwanderung nach Kantonen

Ständige ausländische Wohnbevölkerung, inklusive Statuswechsel und Registerkorrekturen (Stand November 2015), in % der ständigen Wohnbevölkerung



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Trend zu gleichmässigerer Verteilung der Zuwanderung auf die Kantone

Vom Zustrom aus dem Ausland profitieren die einzelnen Kantone in unterschiedlichem Masse (Abb. 23). In den ländlich geprägten Urschweizer Kantonen und in Appenzell Innerrhoden machte die jährliche Nettozuwanderung in den Jahren 2014/2015 weniger als 0.6% der Bevölkerung aus, während der Anteil landesweit bei 0.9% lag. Die stärkste Anziehungskraft auf Neuzuzüger aus dem Ausland üben die urban geprägten Kantone Basel-Stadt (1.5%), Genéve (1.4%), Waadt

(1.4%) und Zürich (1.1%) aus. Im Vergleich zum Zeitraum 2010–2013 verzeichneten diese traditionell zuwanderungsstarken Kantone (mit Ausnahme von Genf) jüngst per Saldo etwas weniger Zuwanderer, während Kantone wie Aargau, Jura, Solothurn, Appenzell Auserroden und Basel-Landschaft zulegen. Dies dürfte zum einen in den höheren Mieten in den Zentren begründet liegen, zum anderen in Veränderungen der Zuwandererstruktur. Letztere wiederum ist davon abhängig, in welchen Branchen die Zuwanderer eine Anstellung finden. Die Erwerbstätigkeit ist mit 47% nach wie vor der wichtigste Einwanderungsgrund, obwohl das Erwerbsmotiv gegenüber dem Vorjahr 2.3 Prozentpunkte eingebüsst hat. Mehr Zuwanderer fanden in den letzten beiden Jahren vor allem im Branchenaggregat Planung, Beratung und Informatik (total 23%) sowie im Unterrichtswesen (7%) eine Arbeitsstelle. Die Zuwanderer helfen hier, den in diesen Branchen teilweise vorhandenen Fachkräftemangel zu mildern. Weniger Bedarf gab es dagegen auf dem Bau wie auch in der Finanzdienstleistungsindustrie.

Weniger Europäer, mehr Asiaten

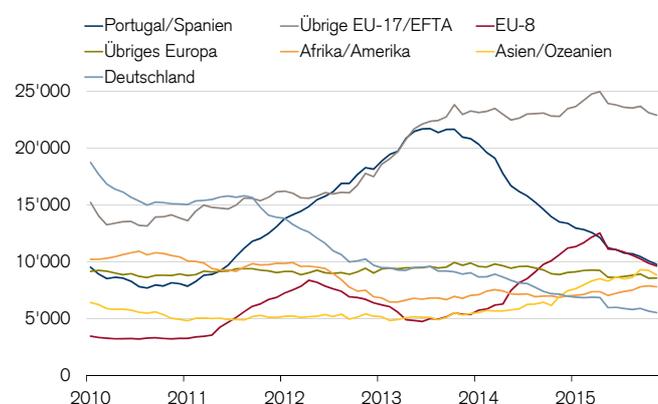
Verantwortlich für die Abschwächung der Immigration sind rückläufige Zuwanderungszahlen aus den bisher dominierenden Herkunftsländern (Abb. 24). Insbesondere der Zuwanderungsstrom aus den iberischen Ländern klingt weiter ab, und auch die vorübergehende Migrationswelle aus den osteuropäischen EU-8-Staaten ist seit dem Frühling 2015 am Abebben. Ein weiteres Abflachen lässt sich auch bei den Nettozuzügen aus Deutschland feststellen, während der Wanderungssaldo mit den übrigen EU-17- und EFTA-Staaten seinen Höhepunkt wohl ebenfalls überschritten hat. Der Rückgang der europäischen Zuwanderung widerspiegelt die positive Entwicklung der Arbeitsmärkte in vielen Herkunftsländern. Ein positiver Trend ist hingegen bei der Zuwanderung aus Amerika und Afrika sowie insbesondere Asien auszumachen. Die Zuwanderung aus letzterer Region nahm von 5500 im Jahr 2013 auf aktuell 8900 zu (gleitende 12-Monats-Summe per November 2015). Dabei dürfte es sich kaum um einen Anstieg der Arbeitsmigration handeln, sind doch die Kontingente für Fachkräfte aus Drittstaaten durch den Bundesrat für das Jahr 2015 um 2000 Aufenthaltbewilligungen gesenkt worden. Auffällig ist insbesondere die starke Zunahme der Zuwanderung aus Syrien. Gingen im 2014 noch 15% der Nettozuwanderung aus Asien auf das Konto dieses Staats, waren es 2015 bereits 19% (Stand November 2015). Deutlich zugenommen hat auch die Zuwanderung aus Indien (von 8% auf 11%). Rückläufig ist hingegen der Anteil von Migrantinnen aus Sri Lanka, den Philippinen, dem Irak, Afghanistan sowie Japan.

Aus- und Weiterbildung sowie Asyl gewinnen als Zuwanderungsgrund an Bedeutung

Eine neue Entwicklung ist der starke Anstieg der Zuwanderung mit asylrechtlichem Hintergrund. Insgesamt handelte es sich 2015 bei 3.7% der Einwanderer um neu in der Ausländerstatistik erfasste anerkannte Flüchtlinge (Durchschnitt 2007–2014: 1.7%). Dieser Trend dürfte sich im laufenden Jahr noch verstärken (siehe unten). Neben dem Asylmotiv legte im Jahr 2015 das Motiv Aus- und Weiterbildung ebenfalls deutlich auf 10.9% zu (+1.9 Prozentpunkte). Daneben bildet der Familiennachzug (31%) unverändert den zweithäufigsten Zuwanderungsgrund.

Abb. 24: Nettozuwanderung nach Herkunft

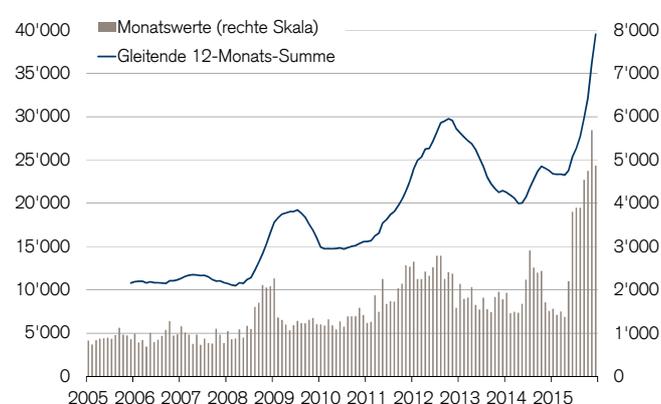
Inklusive Statuswechsel, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Abb. 25: Anzahl Asylgesuche

Monatswerte (rechte Skala) und gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Europäische Flüchtlingskrisse könnte Zuwanderung über Jahre hoch halten

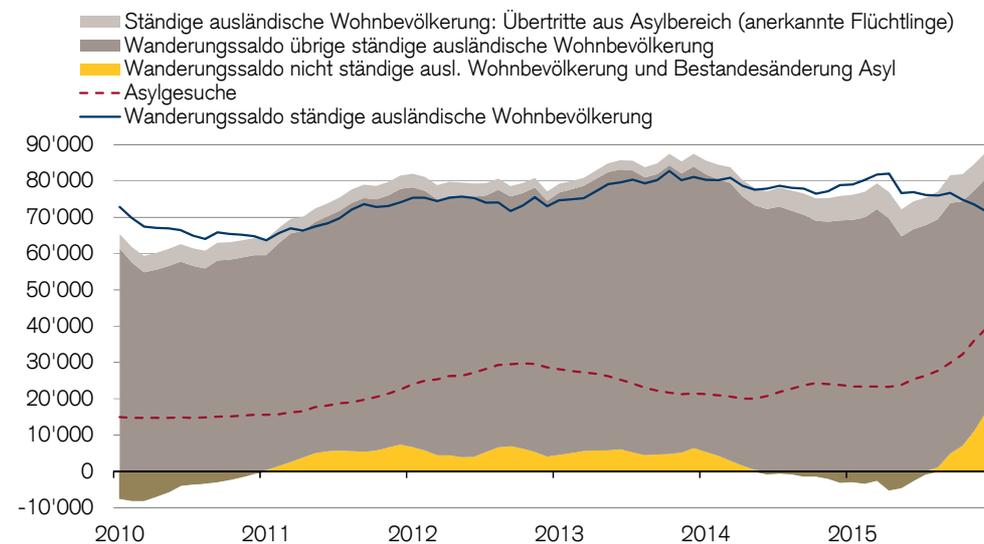
In den letzten Jahren kam es wiederholt zu einem Stabwechsel zwischen den Herkunftsländern mit den höchsten Wachstumsraten. Die deutsche Zuwanderungswelle wurde 2012 abgelöst von jener aus der iberischen Halbinsel, auf die 2014 ein rasanter Anstieg von Immigranten aus osteuropäischen Staaten (EU-8) folgte. Und künftig dürfte der sinkende Zustrom von Arbeitsmigranten durch den Zustrom von Flüchtlingen aufgewogen werden. Die Konflikte in Syrien, Afghanistan und Irak, aber auch die Repression und Armut in diversen Staaten Afrikas haben eine Flüchtlingswelle nach Europa ausgelöst, wie sie mindestens seit den 1990er-Jahren nicht mehr zu beobachten war. Gemäss dem Flüchtlingshilfswerk der Vereinten Nationen (UNHCR) kamen 2015 über 1 Mio. Flüchtlinge nach Europa, die grosse Mehrheit davon über die sogenannte Balkanroute. Alleine in Deutschland sind rund 480'000 Asylgesuche eingegangen. Verschiedene europäische Staaten waren mit diesem Zustrom überfordert. Es resultierten Grenzschiessungen, zwischenstaatliche Konflikte und teilweise xenophobe Tendenzen. Zu Beginn schien die Schweiz als Zieldestination dieser Flüchtlingsströme keine zentrale Rolle zu spielen. Doch in der 2. Jahreshälfte 2015 stieg dann die Zahl der Asylgesuche auch in der Schweiz markant (Abb. 25). Ende 2015 lag die 12-Monats-Summe der Gesuche um 66% über jener des Vorjahresmonats. Insgesamt belief sich die Zahl der 2015 eingegangenen Asylgesuche auf knapp 40'000. Ein höherer Wert wurde zuletzt 1999 infolge des Kosovokriegs registriert. Da von einer Entspannung in den Krisenherden keine Rede sein kann, muss auch 2016 mit einem grossen Zustrom von Flüchtlingen gerechnet werden.

Wohnungsnachfrage der Asylsuchenden wird statistisch nur teilweise erfasst

In der Ausländerstatistik 2015, die wir zur Abschätzung der Zuwanderung bzw. der Mietwohnungsnachfrage herbeiziehen (Abb. 22–24), schlägt sich der jüngste Anstieg bei den Asylgesuchen noch kaum nieder. In der Ausländerstatistik des Staatssekretariats für Migration (SEM) werden nur als Flüchtlinge anerkannte Asylsuchende erfasst. Asylsuchende und vorläufig Aufgenommene zählen nicht dazu, und zwar auch dann nicht, wenn sie sich bereits länger als 12 Monate in der Schweiz aufhalten (anders als in der Migrationsstatistik des Bundesamts für Statistik). Laut SEM dauert das ordentliche erweiterte Asylverfahren rund ein Jahr. Die jüngste Zuwanderungswelle dürfte sich folglich erst 2016 und 2017 in einer höheren Zahl anerkannter Flüchtlinge in der Statistik niederschlagen und damit dem konjunkturell bedingt rückläufigen Zuwanderungstrend entgegenwirken.

Abb. 26: Gesamtbild der Nettozuwanderung der ausländischen Wohnbevölkerung

Gleitende 12-Monats-Summe, inklusive Registerkorrekturen



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Keine Abnahme der Zuwanderung bei Berücksichtigung der Asylbewerber

Die Ausländerstatistik des SEM trägt der wachsenden Zahl von Asylbewerbern damit zu wenig Rechnung. Wir haben daher in Abbildung 26 versucht, ein möglichst vollständiges Bild der Nettozuwanderung der ausländischen Wohnbevölkerung zu zeichnen. Hierzu wurde der Wanderungssaldo der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung ergänzt mit jenem der nichtständigen ausländischen Wohnbevölkerung sowie den Bestandsänderungen im Asylprozess gemäss Asylstatistik. Dabei zeigt sich, dass die Gesamtzuwanderung per Ende 2015 um rund 16'700 Personen höher lag als der Wanderungssaldo der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung. Effektiv hat sich die Zuwanderung also nicht abgeschwächt.

2016: Gesamtzuwanderung bleibt auf aktuellem Niveau

Aufgrund der erwarteten hohen Anzahl von Asylgesuchen und vorläufig Aufgenommenen dürften 2016 die Übertritte aus dem Asylbereich (positiver Asylentscheid) in die ständige Wohnbevölkerung und der Bestand der Asylbewerber markant steigen. Die vorstehende Prognose von 70'000 Zuwanderern (ständige in- und ausländische Wohnbevölkerung, inkl. Zuwachs anerkannte Flüchtlinge) greift damit zu kurz. Der Anstieg der Asylsuchenden und der vorläufig Aufgenommenen muss hinzuaddiert werden. Wegen der zurzeit hohen Schutzquote dürfte sich ein Teil von ihnen dauerhaft in der Schweiz niederlassen und mittelfristig Flächen auf dem Mietwohnungsmarkt nachfragen – und zwar selbst bei nur vorläufiger Aufnahme (Ausweis F). Eine isolierte Betrachtung der Ausländerstatistik unterschätzt folglich die künftige Wohnungsnachfrage. Die Merkmale dieser zusätzlichen Wohnungsnachfrage (insbesondere Mietpreissegmente) thematisieren wir im Kapitel zu den direkten Immobilienanlagen (vgl. S. 67 ff.).

Masseneinwanderungsinitiative bleibt eine Unbekannte

Die grossen Unsicherheitsfaktoren bei der mittelfristigen Entwicklung der Zuwanderung bleiben die Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative und deren Konsequenzen für das Verhältnis zwischen der Schweiz und der EU. Im Dezember 2015 kommunizierte der Bundesrat, die Zuwanderung über eine Schutzklausel regeln zu wollen. Auf diese könnte er einseitig Rückgriff nehmen, sollten die Verhandlungen mit der EU zu keinem befriedigenden Ergebnis führen. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die EU das Freizügigkeitsabkommen nicht neu verhandeln wird. Jedoch rechnen wir auch bei einseitiger Einführung der Schutzklausel nicht mit einer Kündigung des Freizügigkeitsabkommens und der bilateralen Verträge. Zudem dürfte eine Einführung der Schutzklausel im Jahr 2017 erst 2018 (bei Überschreitung des Schwellenwerts) zu einer Kontingentierung der Zuwanderung führen. Zu eng dürfte die Kontingentierung indes nicht sein, soll eine Kündigung des Freizügigkeitsabkommens verhindert werden.

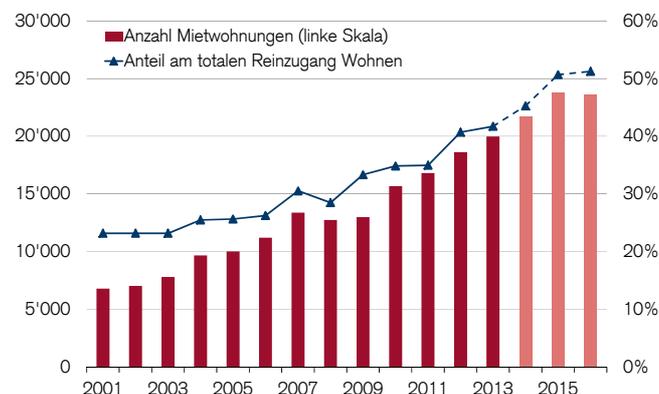
Angebot: Kein Ende des Baubooms in Sicht

2016: Fortsetzung des Mietwohnungsbaus auf hohem Niveau

Die letzten Jahre waren durch eine starke Ausweitung des Mietwohnungsbestands geprägt. Nach 2009 stieg der jährliche Reinzugang an Mietwohnungen stetig und belief sich 2015 auf rund 24'000 Wohneinheiten (Abb. 27). Für 2016 erwarten wir eine Seitwärtsbewegung auf diesem sehr hohen Niveau. Der Anteil der Mietwohnungen am gesamten Wohnungsbau dürfte dabei weiterhin über 50% liegen. Haupttreiber bleibt der zinsbedingte Anlagenotstand, der insbesondere institutionelle Investoren dazu bewegt, in Mietwohnungen zu investieren (vgl. Kapitel direkte Immobilienanlagen, S. 67 ff.). Im Vergleich zu den Renditen von Staatsanleihen am Kapitalmarkt sind die Immobilienrenditen trotz Renditekompression und beschränkten Mietertragspotenzials (konstanter Referenzzinssatz, steigende Leerstände) noch immer attraktiv. Das meiste Kapital fliesst in Neuentwicklungen. Der steigende Anteil grosser Überbauungen ab 50 Wohneinheiten zeugt von der hohen Investitionstätigkeit der institutionellen Investoren. Die anhaltende Tiefzinsphase in der Schweiz sowie die Entwicklung der Baugesuche (Abb. 28) legen nahe, dass der Mietwohnungsbaus auch nach 2016 noch viel Kapital anziehen wird und auch künftig jährlich rund 24'000 Mietwohnungen erstellt werden dürften.

Abb. 27: Reinzugang Mietwohnungen

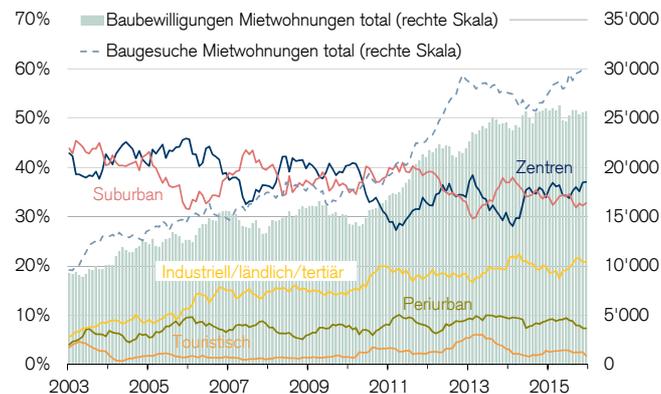
Mietwohnungen: Anzahl (linke Skala) und Anteil am totalen Reinzugang (rechte Skala); 2014–2016: Schätzung/Prognose



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik, Baublatt

Abb. 28: Mietwohnungsbaus nach Gemeindetyp

Anteil der Baubewilligungen nach Gemeindetyp in % (linke Skala), gleitende 12-Monats-Summe der Baubewilligungen und Baugesuche total (rechte Skala)



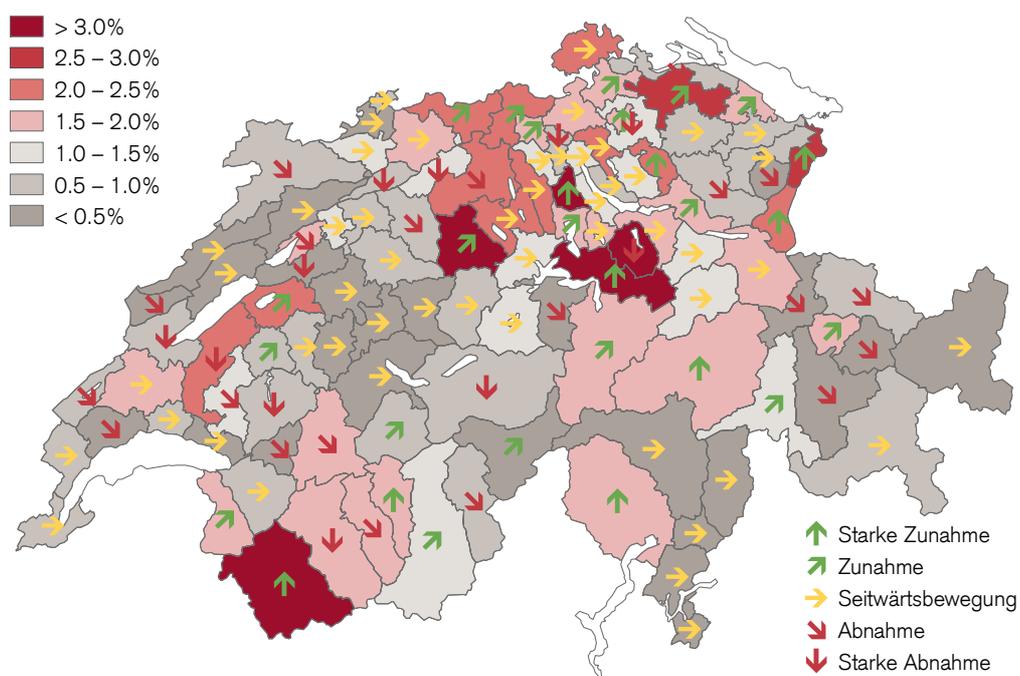
Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Bundesamt für Statistik

Regulierung mitschuldig am räumlichen Ungleichgewicht

Lange wurde der Bauboom als willkommene Reaktion auf die hohe Zuwanderung und die Wohnraumknappheit in den Zentren eingeordnet. Inzwischen hat sich zwar die Zuwanderung vorübergehend etwas abgeschwächt, die Situation auf den Wohnungsmärkten in den Zentren hat sich aber trotzdem nur teilweise entspannt (vgl. [Abschnitt Marktergebnis](#)). Grund dafür ist ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. Die Nachfrage konzentriert sich stark auf die Zentren und ihr Umland. Das Fehlen von Bauland, rigide Baugesetze und Widerstand gegen eine weitergehende Verdichtung in den Zentren – man denke nur an die neue Zürcher Bau- und Zonenordnung (BZO) – haben den Mietwohnungsbau von den Zentren in den periurbanen und vor allem den ländlichen Raum abgedrängt ([Abb. 28](#)). Immerhin hat sich diese Tendenz seit 2014 nicht weiter verschärft. [Abbildung 29](#) zeigt die regionalen Brennpunkte der erwarteten Mietwohnungsproduktion. Diese liegen rund um den Grossraum Zürich sowie im St. Galler Rheintal. Weniger gross ist die erwartete Ausweitung in der Westschweiz. Hier liegen die Schwerpunkte im Wallis sowie im Waadtländer Hinterland. Um längerfristig ein ausreichendes Wohnungsangebot in den Zentren sicherzustellen, müssten die Anreize für die Investoren verbessert werden. Eine Fokussierung der Baugesetze auf qualitativ überzeugende höhere Ausnutzungen, ein verstärktes Bauen in die Höhe statt in die Breite und Umzonungen von Gewerbeflächen könnten die dringend benötigten Wohnflächen dort hervorbringen, wo sie nachgefragt werden. Dies ist umso dringlicher, als dass das revidierte Raumplanungsgesetz Neueinzonungen auf der grünen Wiese stark erschwert. Der Ball liegt hier nun bei den Kantonen und Städten.

Abb. 29: Erwartete Ausweitung Mietwohnungen 2016

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



Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Geostat

Mietwohnungsmarkt wird liquider

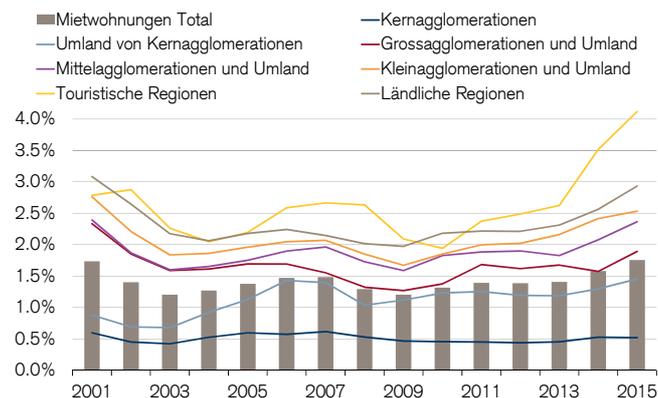
Marktergebnis: Kurs auf Mietermarkt

Einem anhaltend starken Mietwohnungsbau steht eine nicht unbedingt zahlenmässig, dafür aber kaufkraftmässig geringere Nachfrage gegenüber. Besonders ausserhalb der Zentren vermag die Nachfrage mit dem Angebot nicht mehr mithalten. Dementsprechend war 2015 erneut ein markanter Anstieg der Leerwohnungsziffer zu beobachten (um 0.18 Prozentpunkte auf den Stand von 1.76%, [Abb. 30](#)). Noch stärker zugenommen als im Vorjahr haben die Leerstände dabei in den ländlichen Regionen, wo inzwischen ein Niveau von 2.9% erreicht wird. Doch auch zentrumsnähere Regionen sind zunehmend von einem Angebotsüberhang betroffen: In den Klein- (2.5%) und Mittelagglomerationen (2.4%) und ihrem Umland sind die Leerstände ebenfalls weiter gestiegen, und im Gegensatz zu den Vorjahren war 2015 neu auch in den Grossagglomerationen (Luzern, Lugano und St. Gallen/Rorschach) eine Entspannung zu beobachten.

Insgesamt beträgt die Leerwohnungsziffer in diesen Agglomerationen 1.9%, in der Region St. Gallen/Rorschach liegt sie gar bei 3.1%. Die Entspannung der Märkte breitet sich folglich von den ländlichen Regionen, wo zunehmend von Überangeboten gesprochen werden muss, in Richtung der Zentren aus. In den Regionen der fünf Schweizer Grosszentren selbst (in Abb. 30 als «Kernagglomerationen» bezeichnet) bleiben Wohnungen dagegen ein knappes Gut – insbesondere in den tieferen Preissegmenten. Insgesamt verhardt die Leerwohnungsziffer hier bei tiefen 0.5%. Leicht verbessert hat sich die Wohnungsknappheit nur in Basel-Stadt, allerdings ausgehend von einem sehr tiefen Niveau (von 0.24% auf 0.40%).

Abb. 30: Leerwohnungsziffer nach Raumtyp

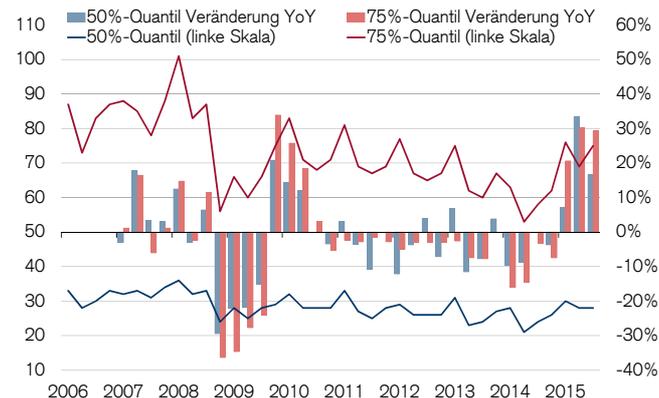
In % des Mietwohnungsbestands (Schätzung), jeweils per 1. Juni



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 31: Insertionsdauer (TOM) Mietwohnungen

Insertionsdauer ausgeschriebener Wohnungen, 50%- und 75%-Quantil, in Tagen



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Steigende Vermarktungsdauer signalisiert ebenfalls Entspannung

Neben der Leerwohnungsziffer liefert auch die Insertionsdauer Informationen über die Situation lokaler und regionaler Märkte. Die Insertionsdauer – auch «Time on Market» (TOM) genannt – misst die Zeitspanne, während der Wohnungen auf Online-Plattformen ausgeschrieben sind. Eine zunehmende Insertionsdauer weist dabei auf einen relativen Nachfragerückgang beziehungsweise auf ein zunehmendes Angebot hin. Aus Abbildung 31 ist ersichtlich, dass die Insertionsdauer – ähnlich wie beim Wohneigentum (vgl. S. 13) stark variiert, da sie wesentlich von den Objekteigenschaften und dem regionalen Marktumfeld abhängt. Im 3. Quartal 2015 lag die Median-Insertionsdauer (50%-Quantil) in der Gesamtschweiz bei 28 Tagen. In 50% der Fälle konnte eine Wohnung also innerhalb von 28 oder weniger Tagen erfolgreich vermietet werden. In weiteren 25% der Fälle lag die Insertionsdauer zwischen 28 und 75 Tagen (75%-Quantil), und die verbleibenden 25% der Inserate waren gar länger als 75 Tage aufgeschaltet. Im Vergleich zum Vorjahr entsprechen diese Insertionszeiten einer markanten Zunahme der Ausschreibungsdauer von 4 Tagen im 50%-Quantil und von sogar von 17 Tagen im 75%-Quantil.

Intakte Absorption um die Grosszentren, in der Zentralschweiz und am Genfersee

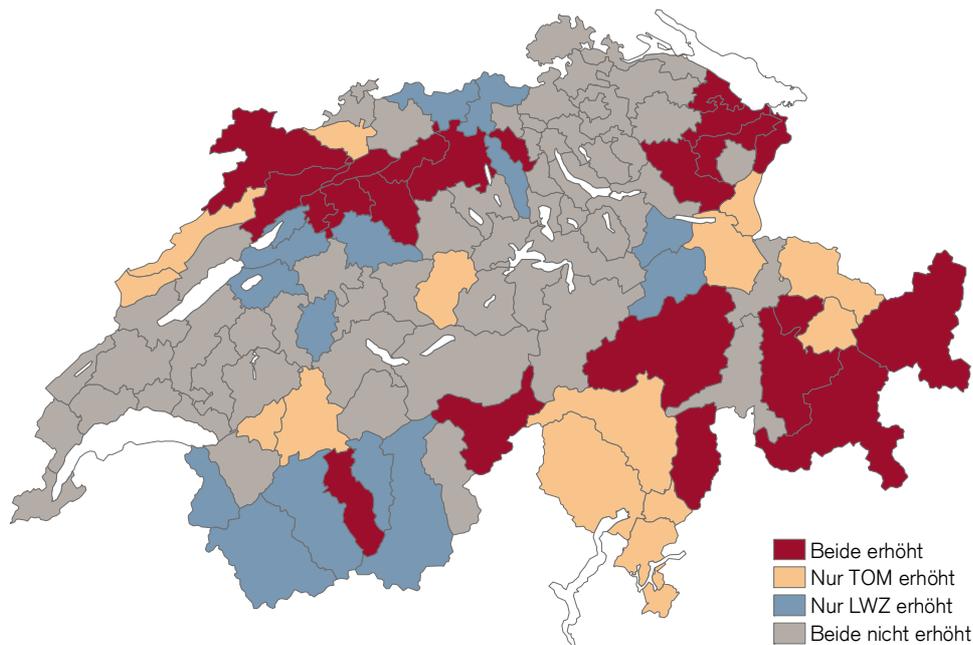
Gesamtschweizerisch zeigen die Trends der Leerstände und der Insertionsdauer folglich in die gleiche Richtung und weisen übereinstimmend auf eine Entspannung des Marktes hin. Auch für die Beurteilung der Marktsituation auf regionaler Ebene kann ein Vergleich der beiden Indikatoren aufschlussreich sein (Abb. 32), etwa zur Identifikation von Überangeboten. In den grau hinterlegten Regionen der Karte sind weder die Leerstände noch die Insertionsdauer erhöht. In Bezug auf Überangebotsrisiken können diese Regionen zum jetzigen Zeitpunkt als unproblematisch betrachtet werden, da weder der eine noch der andere Indikator nach oben ausschlägt. Zu diesen Regionen gehören sämtliche Grosszentren und die meisten angrenzenden Regionen, aber auch die gesamte Genferseeregion und die Zentralschweiz. Weitere Regionen (blau hinterlegt) weisen eine erhöhte Leerwohnungsziffer auf, ohne bei der Insertionsdauer aufzufallen. Diese Konstellation kann darauf hindeuten, dass viele neue Wohnungen auf den Markt kommen, die zum Stichtag der Leerstandserhebung noch leer standen, während gleichzeitig die ausgeschriebenen Objekte noch relativ leicht einen Mieter finden. Denkbar ist aber auch, dass z.B. Wohnungen in schlechtem Zustand, die bereits länger leer stehen, gar nicht mehr ausgeschrieben werden. Entsprechend finden sich in dieser Kategorie zum einen hauptsächlich Regionen mit geringer Bevölkerungsdynamik (z.B. Kanton Glarus und Schwarzwasser) und zum anderen Regionen mit hoher Bautätigkeit (z.B. Unterwallis und Freiamt).

Limitierte Nachfrage in ländlichen Regionen

Die gelb hinterlegten Regionen schliesslich weisen relativ moderate Leerstände bei erhöhter Vermarktungszeit auf – eine Konstellation, die typisch für ländliche Regionen mit kleinen Wohnungsmärkten ist. Angesichts einer vergleichsweise geringen Nachfrage weisen diese Regionen generell eine höhere Insertionsdauer auf (z.B. Val-de-Travers, Entlebuch, Prättigau). Nicht anwendbar ist diese Erklärung für das Südtessin. Laut lokalen Marktbeobachtern beschränken sich hier die Vermarktungsschwierigkeiten weitgehend auf das Hochpreissegment sowie auf Altbauten mit mässiger Lagequalität.

Abb. 32: Regionen mit erhöhter Leerwohnungsziffer (LWZ) oder Insertionsdauer (TOM)

Definition «erhöht»: TOM oder LWZ liegt im obersten Drittel aller Wirtschaftsregionen (TOM > 37 Tage, LWZ > 2.9%)



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

Überangebote im nordwestlichen Mittel- land und in der Ostschweiz

In den rot hinterlegten Regionen in der [Abbildung 32](#) liegen sowohl die Leerstände als auch die Insertionsdauer im höchsten Drittel aller Regionen. Je nach genauer Ausprägung muss in diesen Regionen von einem Überangebot auf dem Mietwohnungsmarkt ausgegangen werden. Unsere Analyse identifiziert drei Schwerpunkte: Einen Streifen im nordwestliche Mittelland von der Region Aarau bis zum Kanton Jura, die Regionen zwischen dem Toggenburg und dem östlichen Bodensee (ohne Appenzell Innerrhoden) und Teile des Kantons Graubünden. Das Spektrum reicht hier von ländlichen Regionen mit geringer Nachfrage bis hin zu den Regionen von kleineren und mittleren Zentren (z.B. Aarau, Olten, St. Gallen), in denen in den letzten Jahren eine sehr starke Bautätigkeit zu verzeichnen war, mit der die Nachfrage teilweise nicht mithalten konnte.

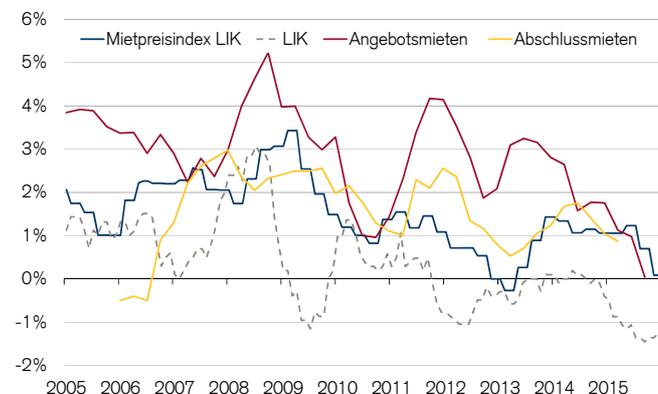
Mietpreiswachstum beinahe gestoppt

Nachdem die Leerstände am Mietwohnungsmarkt seit 2013 deutlich gestiegen sind und im vergangenen Jahr auch die Insertionsdauer markant zugenommen hat, beginnt sich diese Entwicklung allmählich auch in den Mietpreisen niederzuschlagen ([Abb. 33](#)). Sowohl das Wachstum der Angebotsmieten als auch jenes der Abschlussmieten und der Mietpreiskomponente des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) wiesen 2015 eine sinkende Tendenz auf. Während die Angebotsmieten im Vorjahresvergleich stagnierten, betrug das Wachstum der Abschlussmiete noch 0.9% (Stand 2. Quartal 2015). Der Mietpreisindex des LIK ist dagegen kaum mehr gestiegen (+0.1%). Bei den dargestellten Mietpreisindizes handelt es sich um nominale Werte. Zieht man den LIK-Gesamtindex hinzu, zeigt sich, dass das starke Mietpreiswachstum der Jahre 2008/2009 nicht nur der starken Zuwanderung des Jahres 2008, sondern teilweise auch einer kurzzeitig steigenden Inflationsrate zuzuschreiben war. Beim Mietpreisschub der Jahre 2011/2012 war dies hingegen nicht der Fall. Dieser Schub war knappheitsbedingt. Der Rückgang des Mietpreiswachstums im Jahr 2015 widerspiegelt jedoch nicht nur die graduelle Entspannung. Verantwortlich dafür sind auch die Teuerungsrate, die im Mittel mit -1.1% deutlich

ins Minus gedreht hat, sowie ein weiterer Rückgang des Referenzzinssatzes im Juni 2015, der zahlreiche Mietpreissenkungsbegehren nach sich zog. Bis im Herbst 2017 ist mit keiner weiteren Veränderung des Referenzzinssatzes zu rechnen.

Abb. 33: Mietpreisindizes im Vergleich

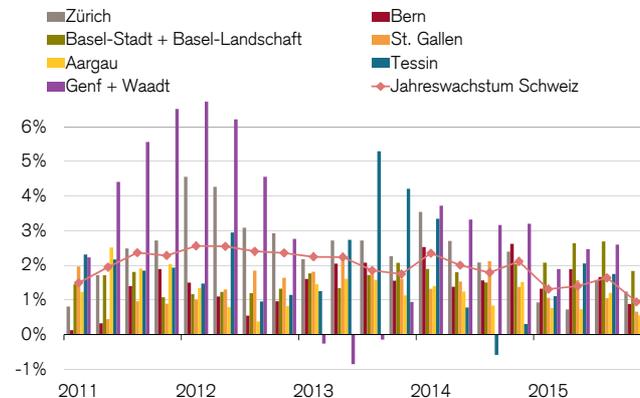
Jahreswachstum (nominal), LIK: Landesindex der Konsumentenpreise



Quelle: Wüest & Partner, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 34: Regionale Entwicklung der Angebotsmieten

Ausgewählte Kantone, Jahreswachstum (nominal), qualitätsbereinigt



Quelle: Homegate

Preisberuhigung auch in den teuren Regionen Zürich und Genfersee

Abbildung 34 zeigt, dass der Trend zu einem tieferen Mietpreiswachstum fast alle Regionen betrifft und die Unterschiede zwischen den Regionen rückläufig sind. Eine Ausnahme bilden die beiden Basel, in denen 2015 höhere Mietpreisanstiege als in der Vergangenheit zu verzeichnen waren. Ausschlaggebend dürfte hier das sehr knappe Angebot auf dem Wohnungsmarkt der Stadt Basel sein. Trotzdem war zuletzt auch hier ein Rückgang des Mietpreiswachstums zu verzeichnen. Auch in den Kantonen Genf und Waadt steigen die Preise noch mit über 2% gegenüber dem Vorjahr, wobei hier in der jüngeren Vergangenheit noch wesentlich höhere Wachstumsraten zu verzeichnen waren. Deutlich beruhigt hat sich das Mietpreiswachstum in den Kantonen Zürich und Tessin.

2016: Entwicklung vom Vermieter- zum Mietermarkt wird sich fortsetzen

Der Mietwohnungsmarkt hat seinen Zenit erreicht. Noch befindet er sich in der Beruhigungsphase des Marktzyklus. Dafür sprechen die zwar weniger schnell, aber noch immer zunehmenden Mietpreise und das noch ungebremste Angebotswachstum. 2016 dürfte die Kombination aus anhaltender Bautätigkeit und zumindest qualitativ rückläufiger Nachfrage dafür sorgen, dass der Übergang von der Beruhigungs- zur Abschwungsphase allmählich eingeläutet wird. Wir rechnen mit einem weiteren Anstieg der Leerstände und gehen davon aus, dass das Mietpreiswachstum allmählich ganz zum Erliegen kommen wird. Dieser Prozess wird jedoch nur langsam ablaufen, da zurzeit nichts auf einen Einbruch der Nachfrage hinweist. Sinkende Mietpreise dürften auch 2016 noch die Ausnahme sein und sich auf einzelne Regionen sowie das Hochpreissegment beschränken.

Ausblick Mietwohnungen 2016

Mieter profitieren von grösserem Angebot und stabilen Mietpreisen

Die starke Zuwanderung wird die Nachfrage nach Mietwohnungen auch 2016 stützen. Der Frankenschock und eine verbesserte Wirtschaftslage in Europa dürften die Zahl der Arbeitsmigranten zwar senken, gleichzeitig gewinnen aber der steigende Zustrom von Flüchtlingen und die regulierungsbedingte Verlagerung der Nachfrage von Wohneigentum zu Mietwohnungen an Bedeutung. Die Nachfrage dürfte damit quantitativ stabil bleiben, bei der Nachfragestruktur sind jedoch qualitative Veränderungen zu erwarten. Gefragt sind zunehmend günstigere Wohnungen. Deren Nachfrager sind bereit, Abstriche beim Ausbaustandard und der Lagequalität zu machen, solange ein Mindestmass an Erreichbarkeit gewährleistet ist. Ein weiterhin ausserordentlich stark wachsendes Angebot sorgt dafür, dass sich langsam, aber stetig ein Angebotsüberhang aufbaut. Der anhaltende Bauboom bei den Mietwohnungen ist durch die Zinssituation und den damit verbundenen Anlagenotstand bedingt. Letzterer sorgt für eine ungebrochene Popularität von Renditewohnliegenschaften als Anlageklasse. Dass sich dadurch der Anleger- zunehmend vom Nutzermarkt entkoppelt, zeigt sich in den Leerständen und der Insertionsdauer, die ausserhalb der Zentren beständig steigen. Dieser Trend dürfte 2016 vermehrt auch in den äusseren Agglomerationsgemeinden spürbar werden. In den Grosszentren wird sich die angespannte Wohnraumversorgung hingegen nur geringfügig verbessern. Auf nationaler Ebene wurde mit dem revidierten Raumplanungsgesetz zwar die gesetzliche Grundlage für eine Raumordnungspolitik geschaffen, die auf eine nachhaltige Nutzung der Ressource Boden abzielt. Die hohe baugesetzliche Regulierungsdichte in vielen Städten verhindert aber eine signifikante Verdichtung, da entsprechende Anreize fehlen. Das Angebot in den Städten kann folglich langfristig nicht mit der Nachfrage Schritt halten. Statt das Problem an der Wurzel anzupacken, wird immer öfter versucht, die Auswirkungen der hausgemachten Wohnraumknappheit über eine Förderung des sozialen Wohnungsbaus abzufedern. Immerhin dürften Neumieter 2016 auch in den Zentren von einer weiteren Abschwächung des Mietpreiswachstums profitieren. Wir gehen davon aus, dass der Mietpreisauftrieb im gesamtschweizerischen Durchschnitt fast vollständig zum Erliegen kommt.

Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage	Ausgangslage	Ausblick
<i>Bevölkerungsentwicklung:</i> Die Zuwanderung aus europäischen Staaten dürfte 2016 nochmals etwas tiefer ausfallen als im Vorjahr. Wir rechnen mit noch rund 70'000 Zuwanderern. Nicht berücksichtigt sind hierbei jedoch noch nicht anerkannte Flüchtlinge. Der steigende Zustrom von Asylsuchenden dürfte dafür sorgen, dass die Nachfrage nach Mietwohnungen insgesamt stabil bleibt, sich aber immer stärker in die tieferen Preissegmente verlagert.	↘	↘
<i>Regulierung:</i> Aufgrund des hohen Preisniveaus und der verschärften Regulierung der Hypothekarkreditvergabe rechnen wir weiterhin mit einer leicht rückläufigen Inlandnachfrage nach Wohneigentum. Dies wirkt stabilisierend auf die Nachfrage nach Mietwohnungen.	↗	↗
Angebot		
<i>Reinzugang Mietwohnungen 2016:</i> Die Neubauproduktion dürfte 2016 mit der Erstellung von rund 23'000–24'000 Mietwohnungen ungefähr dem hohen Vorjahresniveau entsprechen.	↗	→
<i>Mittelfristig geplante Ausweitung:</i> Die in den letzten Monaten eingegangenen Baugesuche deuten darauf hin, dass die Mietwohnungsproduktion auch 2017 hoch bleiben wird.	→	→
Marktergebnis		
<i>Leerstände:</i> Wir rechnen für 2016 mit einem erneut deutlichen Anstieg der Leerstände bei Mietwohnungen. Die Märkte in den Zentren dürften sich weiter leicht entspannen. Überangebote beschränken sich immer weniger auf den ländlichen Raum: auch in den äusseren Agglomerationsgemeinden werden sie zunehmend zum Thema.	↗	↗
<i>Mieten:</i> Das stark ausgeweitete Angebot wirkt dämpfend auf das Mietpreiswachstum. Insgesamt rechnen wir für 2016 mit einem nur noch sehr geringen Plus: in teuren Regionen und bei Wohnungen mit hohem Ausbaustandard sind bei den Angebotsmieten gar leicht negative Werte zu erwarten.	→	→
<i>Performance (Total Return):</i> Für das Jahr 2016 rechnen wir mit leicht tieferen Gesamtrenditen. Die Cashflow-Renditen dürften stabil bleiben, da wir von einer Seitwärtsbewegung der Mieterträge ausgehen. Das Preiswachstum bei den Wohnrenditeliegenschaften dürfte jedoch den Höhepunkt überschritten haben. Wir erwarten folglich, dass die Wertänderungsrenditen der Vorjahre nicht mehr ganz erreicht werden.	→	↘

Quelle: Credit Suisse

Exkurs Digitalisierung

Digitale Revolution erfasst die Baubranche

Die digitale Revolution der letzten Jahrzehnte hat einige Branchen tiefgreifend verändert. Die verarbeitende Industrie oder die Finanzbranche von heute sind mit denjenigen von vor dreissig Jahren nicht zu vergleichen. Die Digitalisierung hat einen Strukturwandel mit Gewinnern und Verlierern ausgelöst. Neue Firmen und Wirtschaftszweige sind entstanden, wie das Silicon Valley eindrücklich demonstriert. Firmen, die es verpasst haben, ihre Geschäftsmodelle rechtzeitig anzupassen, wie etwa in der Musikindustrie, der Medienbranche oder dem Tourismus, bekamen die neue Konkurrenz schmerzhaft zu spüren. Die Arbeit auf der Baustelle und der Bauprozess haben in den letzten Jahrzehnten dagegen kaum bedeutende Veränderungen erfahren. In den nächsten Jahren dürfte die digitale Revolution jedoch auch den Bau ereilen und dort kräftig an den bestehenden Prozessen und Strukturen rütteln.

Die Digitale Revolution steht der Schweizer Baubranche erst noch bevor

Fragmentierte Struktur und gute Auslastung verhindern Fortschritt

In der Schweiz steht die Bauwirtschaft erst am Anfang eines umfassenden Digitalisierungsprozesses, während die digitale Revolution in der Baubranche im Ausland bereits weiter fortgeschritten ist (vgl. S. 33). Was sind die Gründe für diesen Rückstand? Auf der Anbieterseite spielt die stark fragmentierte Struktur eine wichtige Rolle: Der Bauprozess teilt sich in sehr unterschiedliche Phasen auf, an denen wiederum eine Fülle von Unternehmen beteiligt ist. In anderen Branchen wurde die Digitalisierung oftmals durch globale Branchenführer vorangetrieben. Solche fehlen hierzulande weitgehend infolge der starken Binnenorientierung sowie des Distanzschutzes, der in der Baubranche von Bedeutung ist. Die hiesige Baubranche ist folglich von ausländischen Einflüssen stark abgeschottet. Ein weiterer Faktor ist der Boom der Bautätigkeit in den vergangenen Jahren. Trotz schwindender Margen sorgten die vollen Auftragsbücher dafür, dass Rationalisierungsmassnahmen und Kostensenkungen für die meisten Unternehmen nicht von existenzieller Bedeutung waren. Damit war auch der Druck seitens der Nachfrager auf die Kosten stark eingeschränkt. Der gute Ausbildungsstand der hiesigen Fachkräfte ermöglicht es zudem, Planungsfehler auf der Baustelle auszumerzen. Auch die geringe Bereitschaft zu Veränderungen und die bisher eher geringe Attraktivität der Branche für technologieaffine Talente dürften die Entwicklung zusätzlich bremsen.

Steigender Margendruck wird Digitalisierung vorantreiben

Die Konsequenzen des bisherigen Abseitsstehens bei der Digitalisierung sind ein lückenhafter Informationsaustausch und ein damit einhergehender Informationsverlust. Sie verlängern einerseits die Planungsphase, tragen jedoch auch zu Planungs- und Baufehlern bei, die Zeit und Geld kosten. Der Margendruck auf die Baubranche dürfte jedoch in den nächsten Jahren nochmals deutlich zunehmen, da der Bauboom seinen Höhepunkt erreicht hat und die verbleibenden Nachfrager mehr Druck auf die Preise werden ausüben können. Ein geringeres Auftragsvolumen wird die Branche zwingen, effizienter und kostengünstiger zu arbeiten. Durch den Erlass weiterer Vorschriften gewinnt der Bau zudem weiter an Komplexität, was die Digitalisierung begünstigt. Diese Herausforderungen werden den Innovationsdruck deutlich erhöhen.

Rückstand äussert sich in geringen Produktivitätsfortschritten

Obwohl die Baubranche hinsichtlich der Bruttowertschöpfung in der Schweiz den vierten Platz aller Sektoren belegt (2013: CHF 32.2 Mrd.), schneidet sie bezüglich Arbeitsproduktivität unterdurchschnittlich ab. Unter den acht wertschöpfungsstärksten Branchen belegte sie 2013 mit einer Wertschöpfung pro Vollzeitäquivalent von CHF 96'494 (zu Preisen von 2010) hinter dem Detailhandel den letzten Platz (Abb. 35). Wegen der mangelnden Innovation wächst die Arbeitsproduktivität in der Baubranche relativ zu jener der Gesamtwirtschaft (1.1% p.a.) seit 1997 nur unterdurchschnittlich (0.3% p.a.). Das realisierte Wachstum dürfte ausserdem vor allem auf die Integration produktiverer tertiärer Dienstleistungen (z.B. Immobilienentwicklung) in der Baubranche zurückzuführen sein und weniger auf eine Effizienzsteigerung auf der Baustelle selbst.

BIM als Grundbaustein der Digitalisierung

Digitales Abbild des zukünftigen Gebäudes

Building Information Modelling (BIM) stellt den ersten Schritt zur Digitalisierung der Bauwirtschaft dar. Das Building Information Model ist eine digitale Repräsentation des Gebäudes mit all seinen Bestandteilen. Im Gegensatz zum Zeichnen auf Plänen oder mittels Computer Aided Design (CAD) steht hier die Modellierung aus Objekten im Vordergrund. Den einzelnen Objekten sind wiederum Attribute wie Material, Gewicht oder Hersteller zugeordnet (3D-BIM). Als bedeutender Vorteil können verschiedene Eigenschaften des Gebäudes wie Beleuchtung, Statik, Beheizung oder Anforderungen an Fluchtwege direkt am Modell getestet werden. Auch der Materialbedarf kann mittels BIM berechnet werden. Dank der Zuordnung einer Bauzeit zu jedem Objekt (4D-BIM) können die Zulieferung von Material und der Einsatz von Arbeitskräften genau eingeplant werden, und der Bauherr kann den Baufortschritt besser beurteilen. Werden die Kosten mit den Objekten im Modell verknüpft (5D-BIM), können bei einer Modelländerung unmittelbar die neuen Kosten geschätzt werden.

Vereinfachter Informationsaustausch zwischen Akteuren des Bauprozesses

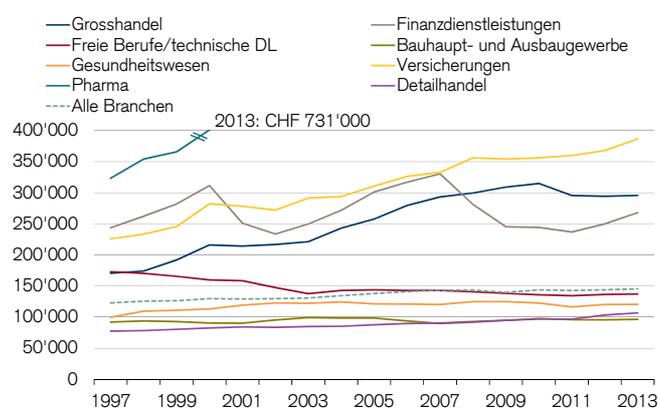
Der Austausch von Informationen zwischen den verschiedenen Disziplinen erfolgt bei der Nutzung von BIM auf zwei Arten. In der ersten Stufe der Implementation wird die Software intern genutzt, der Datenaustausch erfolgt also auf herkömmlichem Weg (*little BIM*). Schätzungsweise gut ein Fünftel der Architekten setzt BIM derart ein; bei Fachplanern dürfte dieser Anteil aufgrund der komplexeren Aufgabestellungen deutlich höher sein. Die Unterschiede innerhalb der Branche sind beträchtlich: Insbesondere grössere und integrierte Unternehmen setzen BIM grossflächig ein, während kleinere Firmen die Notwendigkeit zur Implementierung oft noch nicht erkannt haben. Seine grosse Stärke kann BIM jedoch erst ausspielen, wenn die Modelle verschiedener Disziplinen verknüpft werden (*big BIM*). Aus den einzelnen Modellen (Architektur, Tragwerk, Haustechnik usw.) entsteht ein Gesamtmodell, das einem digitalen Abbild des zukünftigen Gebäudes entspricht. Auf diesem Niveau wurde BIM in der Schweiz bisher nur vereinzelt bei grossen Projekten, wie beispielsweise dem Roche-Hochhaus, eingesetzt.

Ausland deutlich weiter fortgeschritten

Im Ausland ist die Implementation von BIM deutlich weiter fortgeschritten (Abb. 36). In den Vereinigten Staaten setzt weit über die Hälfte der Bauakteure intensiv BIM ein, und der Anteil wächst weiter. Vorreiter in Europa sind Grossbritannien und die nordischen Länder. In Letzteren ist BIM heute in rund 70% der Projekte involviert. Diese Länder schreiben zudem die Nutzung von BIM bei öffentlichen Bauten vor, was die Verbreitung von BIM stark förderte. Ähnliche Regelungen sollen bald europaweit umgesetzt werden. In der Schweiz beschränkt sich die Standardisierung bisher auf die Erarbeitung eines BIM-Leitfadens, eine gesetzliche Vorschrift ist jedoch nicht vorgesehen. Im Gegensatz zum Ausland wird die Implementierung von BIM in der Schweiz nicht von behördlicher Seite, sondern von wenigen Vorreitern in der Branche vorangetrieben.

Abb. 35: Arbeitsproduktivität pro Beschäftigten

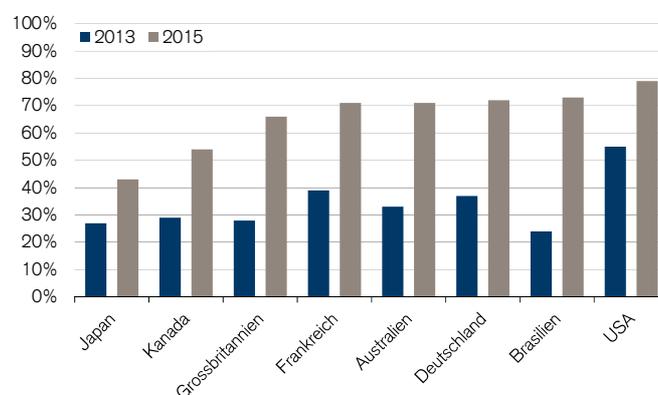
Arbeitsproduktivität in CHF pro Beschäftigten (Vollzeitäquivalent), acht wertschöpfungsstärkste Branchen



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 36: BIM-Integration im Ausland

Länder mit Unternehmen, die einen hohen BIM-Integrationsgrad aufweisen, in %



Quelle: «Business Value of BIM», SmartMarket Report, 2014

BIM ist Bestandteil einer Prozessveränderung

Die Einführung von BIM ist jedoch mehr als nur der Einsatz neuer Software. BIM ist Bestandteil der Digitalisierung der gesamten Wertschöpfungskette. Ein Austausch von Informationen über ein gemeinsames Modell erfordert eine verstärkte und frühere Zusammenarbeit zwischen den involvierten Parteien. Mehr Aufwand fällt dementsprechend früher in der Entwurfsphase an, und

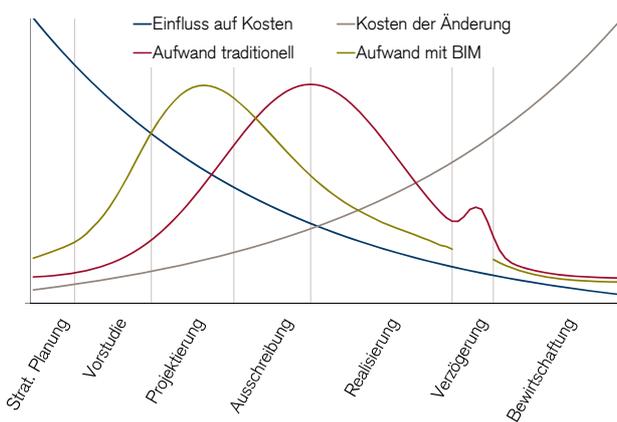
nicht wie im traditionellen Bauprozess während der Ausführungsdokumentation und der Ausschreibung (Abb. 37). Dies ist positiv zu werten, denn je fortgeschrittener ein Projekt ist, desto schwieriger und teurer wird es, Änderungen vorzunehmen. Einzig in der ganz frühen Entwurfsphase, wenn Projekte noch radikale Änderungen erfahren können, kann es sich lohnen, noch kein vollständiges digitales Modell aufgebaut zu haben. Innerhalb des Betriebs bedingt die Digitalisierung eine Neudefinition der Prozesse. Sie müssen stärker auf die Zusammenarbeit und den Umgang mit digitalen Daten ausgerichtet sein.

Digitalisierung senkt Kosten durch Zeitersparnis und besseren Informationsfluss

Die Kosten- und Zeitersparnis durch BIM ist hauptsächlich einem besseren Informationsfluss zwischen den Parteien zu verdanken. Beispielsweise werden Subunternehmer und Lieferanten früher in den Prozess einbezogen, was vor Baubeginn weniger zeitintensive Änderungen an Plänen bedeutet. Auch der Bauherr weiss genauer, was er wann zu welchem Preis erhält. Dank des Modells kann zudem die Komplexität eines Projekts besser gehandhabt werden: Konstruktionsfehler können bereits im Modell entdeckt werden (Abb. 38). In Grossbritannien wird bei vollständiger Implementation von BIM eine Verkürzung des Bau- und Planungsprozesses um bis zur Hälfte angestrebt. Rein finanziell soll der Einsatz von BIM Einsparungen von bis zu einem Drittel ermöglichen. Bei grossen Projekten lassen sich die Vorteile von BIM besonders gut nutzen. Zweifelsohne dürfte sich der Einsatz auch bei kleineren Projekten lohnen, was jedoch eine breitere Adaption bedingt.

Abb. 37: Fokus des Bauprozesses – traditionell und BIM

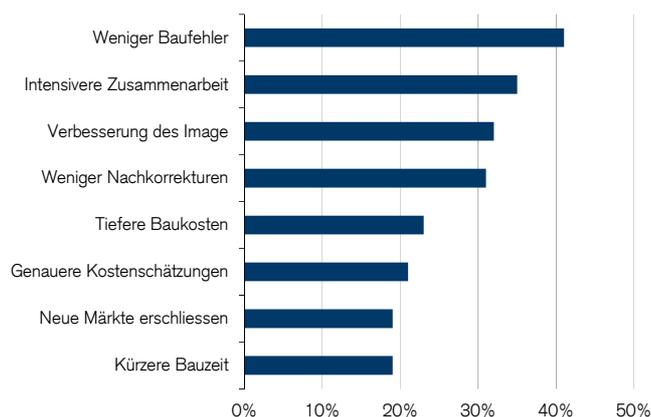
Schematische Darstellung



Quelle: BIM-Leitfaden für Deutschland

Abb. 38: Meistgenannte Vorteile von BIM

Anteil der Befragten (in Industrieländern, ohne Schweiz), die den jeweiligen Punkt als einen der drei wichtigsten Vorteile nennen



Quelle: «Business Value of BIM», SmartMarket Report, 2014

Einführungskosten und Unternehmenskultur bremsen Einführung

Einer grossflächigen Digitalisierung stehen ihr hoher Einführungsaufwand und der hohe Auslastungsgrad der Baubranche entgegen. Die Hürde für kleinere Unternehmen ist hoch, denn sie müssen diese Aufgabe parallel zum laufenden Betrieb bewältigen. Ob dies gelingt, hängt vor allem von der Anpassungsfähigkeit und Offenheit eines Unternehmens gegenüber Innovationen ab. Die Kultur in der Schweizer Baubranche bremsen die Einführung. Viele Betriebe werden von einer Generation geführt, die wenig technologieaffin ist. In solchen Betrieben muss ein radikales Umdenken stattfinden – oder neue Unternehmen mit disruptiven Technologien werden den Markt übernehmen.

Robotik, Vernetzung und Vorfertigung als zweiter Schritt

Baustelle wird digital

Die Digitalisierung wird nicht beim Planungsprozess haltmachen, zumal auf der Baustelle selbst möglicherweise noch grösseres Digitalisierungspotenzial besteht. BIM kann eingesetzt werden, um den Bauprozess besser zu überwachen und zu steuern. Zur besseren Visualisierung des Modells auf der Baustelle könnte Augmented Reality eingesetzt werden. Installateure und die Bauleitung können sich so das fertige Gebäude mit allen Installationen vor Ort anschauen. Die Vernetzung von Arbeitsmitteln mit dem Modell eröffnet weitere Möglichkeiten. Erstens können Baumaschinen genau nach Vorgabe des Modells arbeiten. Zweitens kann dank der besseren Überwachung die Auslastung besser kontrolliert und optimiert werden. Auch die Zulieferung von Material auf die Baustelle kann genau dann erfolgen, wenn sie gebraucht werden. Der nächste

Langfristige Entwicklung in Richtung einer Bau- industrie 4.0

Schritt in Richtung Internet der Dinge ist der Einsatz von Drohnen und Robotern, die autonom anhand des Modells arbeiten und den Baufortschritt wiederum an das Modell zurückmelden.

Eine weitere Möglichkeit ist die Automatisierung und Digitalisierung des Herstellungsprozesses von Bauteilen, die in der Fahrzeugherstellung bereits vor Jahren erfolgte. Bisher verhinderte die dezentrale Informationshaltung eine automatisierte Vorfertigung. Dank des digitalen Abbildes eines Gebäudes wird die Vorfertigung nach individuellen Anforderungen jedoch möglich (mass customization). Der Einsatz von 3D-Druck bietet sich hier besonders an, da diese Technologie Bauteile gemäss Modellanforderung herstellen kann. Der Druck ganzer Häuser auf der Baustelle dürfte jedoch nicht der Weg der Zukunft sein. Eher werden in der Fabrik beispielsweise Wandelemente gedruckt und mit den notwendigen Leitungen und Installationen versehen. Die Arbeit auf der Baustelle beschränkt sich dann auf das Zusammensetzen dieser Elemente. Als Folge ist in Zukunft auf der Baustelle nur noch Personal für die Montage erforderlich. Mit der Industrialisierung der Fertigung dürften auch Baufehler reduziert werden. Wie schnell und in welchem Umfang sich die Vorfertigung jedoch durchsetzen wird, hängt vor allem von ihrem Einsparungspotenzial im Vergleich zur herkömmlichen Fertigung vor Ort ab. Die Fabrik dürfte jedoch dank Skaleneffekten schneller, kostengünstiger und auch genauer produzieren.

Vier Thesen zum Bauen von morgen

Die Digitalisierung der Schweizer Baubranche ist noch nicht weit fortgeschritten. Dennoch besteht kein Zweifel, dass sie sich nicht mehr aufhalten lässt und langfristig den Bauprozess und die Marktstruktur tiefgreifend verändern wird. Zu diesen Veränderungen präsentieren wir im Folgenden vier Thesen:

1. Marktstruktur wird umge- pflügt

Die grossflächige Implementation von BIM in der Schweiz dürfte in weniger als fünf Jahren erfolgt sein. Für die Firmen, die heute noch keine Schritte in diese Richtung unternommen haben, bedeutet dies, dass sie in naher Zukunft Flexibilität bei der Einführung beweisen müssen. Nicht allen wird dies gelingen: Infolge steigenden Margendrucks und von Kostenvorteilen bei Konkurrenten werden einige Akteure aus dem Markt gedrängt werden.

2. Wertschöpfungskette verlagert sich weg von der Baustelle

Die Digitalisierung wird Veränderungen in der Wertschöpfungskette auslösen. Die bei der Planung beteiligten Firmen können dank eines stärkeren Fokus auf diese Phase mehr Wertschöpfung generieren. Die Wertschöpfung verlagert sich noch stärker von der Baustelle hin zum Planungsprozess und langfristig auch zu spezialisierten Herstellern vorgefertigter Elemente. Da diese Fertigung nicht zwingend vor Ort stattfinden muss, wäre auch eine weitere Verlagerung der Wertschöpfung ins Ausland möglich. Aufgrund der steigenden Wertschöpfungsintensität dürfte die Produktivität in der Baubranche zudem deutlich zunehmen und das verpasste Wachstum aufholen.

3. Neue Anforderungen an Arbeitnehmer

Die Digitalisierung bedingt neue Fähigkeiten und löst einen Wandel der Berufsbilder aus. In der Planungsphase steigen die Anforderungen: Mehr Kompetenz im Umgang mit digitalen Technologien ist gefragt. Durch die intensive Zusammenarbeit werden auch neue Berufe im Koordinationsbereich entstehen. Auf der Baustelle selbst wird hingegen infolge der Vorfertigung langfristig weniger Personal benötigt. Auch die Anforderungen an Installateure auf der Baustelle verändern sich: Während bisher die handwerklichen Fähigkeiten im Vordergrund standen, wird künftig mehr die Fähigkeit gefragt sein, die bereit gestellten digitalen Hilfsmittel effektiv zu nutzen.

4. Immobilieninvestitionen werden risikoärmer

Eine Verkürzung der Bauzeit sowie mehr Kostensicherheit reduzieren die Risiken von Projektentwicklungen und machen Letztere damit attraktiver. Infolge einer Verkürzung des gesamten Bauprozesses könnte das Angebot längerfristig näher an die Nachfrage rücken. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich das Marktumfeld bis zur Realisierung des Bauprojekts nachteilig verändert, wird so kleiner. Die durch die Digitalisierung gewonnene Geschwindigkeit im Planungs- und Bauprozess könnte durchaus dafür sorgen, dass der Schweinezyklus in der Immobilienwirtschaft in Zukunft weniger ausgeprägt ausfällt und Überangebote reduziert werden können. Das Risiko von Einsparungen und anderen juristischen Verzögerungen besteht allerdings weiterhin.²

² Wir danken Peter Scherer (Bauen digital Schweiz) sowie Dr. Jörg Kaiser (Implenia), Alar Jost (Implenia) und Dr. Christian Kraft (Implenia) für den wertvollen Austausch, von dem dieser Artikel profitiert hat.

Büroflächen

Sinkende Nachfrage intensiviert den Verdrängungsmarkt

Der Büroflächenmarkt hat sich trotz des moderaten Wirtschaftswachstums der letzten Jahre in eine Situation des Überangebots manövriert. Der Fokus richtet sich deshalb auf die Nachfrageseite, weil nur von dort das Gleichgewicht wieder herzustellen ist. Viel Hoffnung können wir allerdings nicht bieten, zumal der Strukturwandel das Geschehen bestimmt. Nicht nur kämpfen wichtige Nachfrager wie die Finanzdienstleistungsbranche in der Schweiz mit einer neuen Ausgangslage, sondern der gesamte Dienstleistungssektor sieht sich aufgrund der digitalen Revolution neuen Herausforderungen ausgesetzt. Die durch die Digitalisierung bedingte Verlagerung gewisser administrativer Supportfunktionen in Niedriglohnländer (Offshoring) ist für den Dienstleistungssektor zwar keine neue, aber doch eine vergleichsweise junge Erfahrung. Die Digitalisierung bietet indes auch Chancen, weshalb die von Negativzinsen gebeutelten Investoren ihre Anlagentätigkeit insgesamt nicht weiter drosseln, sondern regional verschieben. Unter dem Strich dürfte der Verdrängungskampf damit aber nicht an Intensität verlieren.

Nachfrage: Wenige Lichtblicke

Beschäftigungswachstum wird schwächer und konzentriert sich einseitig auf Gesundheits- und Unterrichtswesen

2015 wuchs die Beschäftigung in der Schweiz mit 0.7% etwas bescheidener als im Vorjahr. Hohe Wachstumsraten erzielten die Dienstleistungsbranchen. Insbesondere die Telekommunikation und Informatik sowie das Gesundheitswesen verzeichneten in den vergangenen fünf Jahren eine starke Expansion von durchschnittlich über 3% pro Jahr (Abb. 39). In absoluten Zahlen trugen vor allem das Gesundheits- und Unterrichtswesen, gefolgt von der Informatik, Unternehmensdienstleistungen und dem Grosshandel, zum Wachstum bei. Allein das Gesundheits- und Unterrichtswesen zeichnete zuletzt für mehr als die Hälfte der gesamten jährlichen Beschäftigungszunahme verantwortlich. Obwohl die Beschäftigung in der Informatik 2015 zurückging, erachten wir die Branche – neben dem Service Public³ und dem Sozialwesen – als diejenige mit den besten Wachstumsaussichten. 2016 sollte die Zahl der Beschäftigten in der Schweiz unseres Erachtens nur noch marginal um 0.1% steigen. Rückgänge werden im Baugewerbe (-0.5%), der verarbeitenden Industrie (-1.2%) und am schwerwiegendsten im Gastgewerbe (-2.9%) erwartet. Wachsen sollten, wie bereits in den beiden letzten Jahren, hauptsächlich die öffentliche Verwaltung sowie das Gesundheits- und Sozialwesen. Die Nachfrage der alternden Gesellschaft nach Dienstleistungen und das damit verbundene Wachstum letzterer Branchen werden zu einer immer einseitigeren Stütze der Beschäftigungsentwicklung.

Stagnation der Flächennachfrage 2016

Für die Büroflächennachfrage sind diese Beschäftigungsprognosen nicht positiv, auch wenn die Beschäftigungseinbussen nicht schwergewichtig in den klassischen Bürobranchen erwartet werden. 2015 hat die Flächennachfrage nach unseren Schätzungen noch um etwa 300'000 m² zugenommen (Abb. 40). Besonders staatliche Stellen erwiesen sich im vergangenen Jahr als dankbare Flächenabnehmer, wurde doch die Nachfrage hauptsächlich vom Service Public und dem Sozialwesen generiert. Für 2016 rechnen wir nur noch mit einer marginalen Zusatznachfrage nach Büroflächen von etwa 10'000 m², was einer Stagnation gleichkommt. Die staatsnahen Branchen werden zwar weiterhin ein solides Wachstum von rund 150'000 m² aufweisen, die weitgehend fehlenden Impulse aus anderen Branchen ziehen die Gesamtnachfrage aber nach unten. Im Industrie- und Bausektor vermag die fortlaufende Tertiärisierung, die zusätzlichen Bedarf nach Büroarbeitsplätzen auslöst, lediglich die vom Beschäftigungsabbau ausgelöste rückläufige Flächennachfrage zu kompensieren. Auch von den klassischen Bürobranchen darf 2016 keine zusätzliche Nachfrage nach Büroflächen erwartet werden. Wegen der Unsicherheiten über die Ausgestaltung der Unternehmenssteuerreform (USR III), des Offshoring von Arbeitsplätzen in Billiglohnländer sowie des Strukturwandels im Finanzdienstleistungssektor dürfte die Beschäftigung in den klassischen Bürobranchen nur um kümmerliche 0.4% wachsen. Weil zudem moderne Arbeitsformen (Desksharing usw.) und durch die Digitalisierung entstandene flexiblere Arbeitsmöglichkeiten (z.B. Home Office) für eine effizientere Ausnutzung von Büroflächen sorgen, resultiert trotz eines schwachen Stellenwachstums keine Zusatznachfrage.

³ Beinhaltet alle staatsnahen Branchen, v.a. Gesundheitswesen, Unterrichtswesen und öffentliche Verwaltung

Konsolidierung im Finanzdienstleistungssektor reduziert Flächennachfrage

...

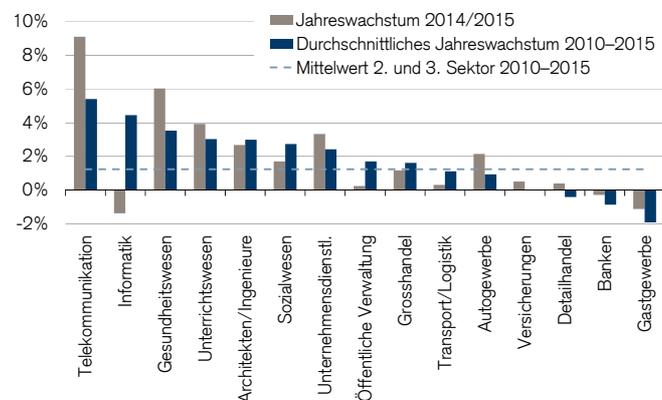
Ein Kennzeichen des jüngsten Büroflächenzyklus ist die fehlende Flächennachfrage seitens der Finanzdienstleistungsindustrie. Wachstumsimpulse sind auch in naher Zukunft kaum zu erwarten. Im Gegenteil: Die Konsolidierung der Branche schreitet voran und führt zu einer abnehmenden Flächennachfrage. Mit dem Automatischen Informationsaustausch ab 2017 entfällt das Bankgeheimnis für die meisten ausländischen Kunden definitiv, womit der Strukturwandel anhält. Gemäss der Schweizerischen Nationalbank fiel die Zahl der Banken in der Schweiz bereits zwischen 2008 und 2014 von 282 auf 241 Institute, wobei in den letzten Jahren insbesondere die Auslandsbanken ihre Präsenz in der Schweiz verringerten. Die Zahl der in der Schweiz Beschäftigten reduzierte sich seit 2008 um 5.5% auf 104'053. Die verschärften Regulierungsbestimmungen hielten den Beschäftigungsrückgang dabei in Grenzen, weil die Banken zusätzliches Personal zur Bewältigung des massiv gestiegenen Regulierungsaufwands einstellen mussten. Dies verunmöglichte es vielen Finanzdienstleistern, die Kosten den sinkenden Erträgen anzupassen. Vor allem unabhängige Vermögensverwalter, Privatbankiers und kleinere Banken sind mit massiv schlechteren Kosten-Ertrags-Verhältnissen konfrontiert, was zu verstärkten Konsolidierungen und weiteren Beschäftigungsverlusten führen dürfte. Die Privatbank Hottinger (Konkurs) und die Valartis-Gruppe (Nachlassstundung) gehören zu den jüngsten Opfern.

... und die Zahl der Filialen

Nicht nur der Umfang der Büroflächen, sondern auch die Anzahl der Bankfilialen nimmt kontinuierlich ab. 2014 gab es in der Schweiz 2937 Bankfilialen – 223 weniger als sechs Jahre zuvor. Bei einem durchschnittlichen Flächenbedarf einer Filiale von rund 250 m² entspricht dies einer Reduktion der Flächennachfrage um 55'750 m², die sich häufig auf hochfrequentierte Lagen konzentriert. Die Konsolidierung der Geschäftsstellennetze dürfte in näherer Zukunft verstärkt voranschreiten. Denn einerseits ermöglicht es die Digitalisierung, Bankgeschäfte unabhängig von einer Filiale zu tätigen, und andererseits nimmt der Kostendruck zu, weshalb Filialen mit abgelegenen Einzugsgebieten verstärkt auf ihre Wirtschaftlichkeit hin überprüft werden.

Abb. 39: Beschäftigungsentwicklung Dienstleistungssektor

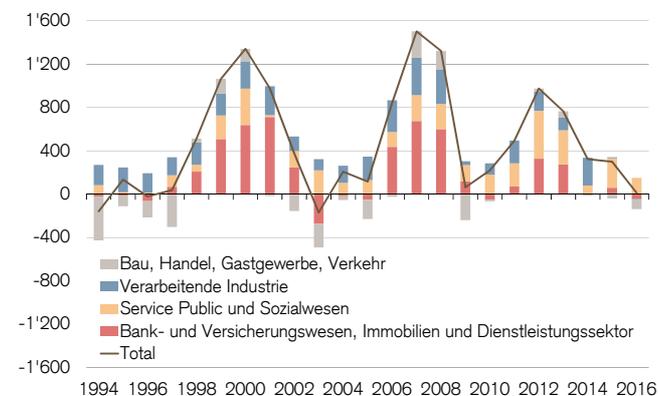
Jahreswachstum ausgewählter Dienstleister auf Vollzeitbasis



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abb. 40: Jährliche Zusatznachfrage nach Büroflächen

Geschätzte Zusatznachfrage in 1000 m²; 2015 und 2016: Prognosen



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Offshoring von Arbeitsplätzen erfasst breitflächig den Dienstleistungssektor

Die Auslagerung der Produktion ins kostengünstige Ausland, die den Industriesektor seit Jahren prägt, macht nun auch im Dienstleistungssektor Schule. Während multinationale Dienstleistungskonzerne und grosse Firmen schon seit Jahren Verwaltungstätigkeiten auslagern, zwingen Frankenstärke und Margendruck immer öfter auch mittelgrosse und sogar kleinere Unternehmen dazu, diese Form der Rationalisierung zu nutzen. Strukturelle Veränderungen erleichtern das Auslagern von Backoffices in Länder mit deutlich tieferen Kostenniveaus. Dazu zählen die Digitalisierung und die moderne Kommunikationstechnologie, die es ermöglichen rund um den Globus rasch und einfach auf dieselben Informationen zuzugreifen. Dank dieser Entwicklung können hiesige Unternehmen einen weltweiten Pool von gut ausgebildeten Arbeitskräften erschliessen. Die Globalisierung der Dienstleistungsindustrie steht dabei erst am Anfang. Grosse Schweizer Unternehmen sind diesbezüglich einen Schritt voraus und sammeln bereits seit über zehn Jahren Erfahrungen im Offshoring von standardisierbaren Dienstleistungstätigkeiten aus den Bereichen Zahlungsverkehr, Informationstechnologie, Buchhaltung, Datenverwaltung und Personalwesen.

Grosses Lohngefälle als Treiber der Entwicklung

Trotz anfänglich hoher Fehlerquoten und zahlreicher Schnittstellenprobleme lohnt sich die Auslagerung, weil die Arbeitskosten beispielsweise in Polen nur ein Viertel derjenigen in der Schweiz ausmachen. In Indien belaufen sie sich sogar lediglich auf ein Zehntel. Dabei fallen nicht nur die geringeren Lohnkosten ins Gewicht, sondern auch die Arbeitsplatzkosten, die im Ausland oft nur einen Bruchteil der Kosten in der Schweiz betragen. Entsprechend plant etwa die UBS, innert zwei Jahren 4000 Informatikstellen von Hochlohnstandorten wie Zürich oder London an günstigere Standorte zu verschieben. Die Credit Suisse will den Stellenanteil in sogenannten Shared Service Center bis 2018 von 15% auf 25% anheben. Auch Julius Bär plant, 200 Arbeitsplätze in der Schweiz abzubauen und teilweise zu verlagern. Aber nicht nur Banken, sondern sämtliche global tätigen Schweizer Unternehmen, die im Wettbewerb mit der ausländischen Konkurrenz und daher unter hohem Kostensenkungsdruck stehen, werden inländische Arbeitsplätze auf ihr Auslagerungspotenzial prüfen. So betreibt beispielsweise Novartis mehrere Service Center in Osteuropa und Indien. Jüngst hat der Pharmamulti ein Bürohaus in Hyderabad mit Platz für 8000 Angestellte erworben. Auch die Zurich Insurance Group und die SR Technics haben Verlagerungen angekündigt, und mit dem Kabelproduzenten Huber+Suhr hat sich auch schon ein mittelgrosses Unternehmen in die Liste jener Akteure eingereiht, die Verwaltungsaufgaben an kostengünstigere Standorte auslagern.

Verstärkte Auslagerung seitens KMU könnte Flächennachfrage im Inland empfindlich reduzieren

Die unter dem Strich positiven Erfahrungen der multinationalen Konzerne mit dem Offshoring veranlassen zunehmend auch mittlere und kleinere Unternehmen (KMU), auf diesen Zug aufzuspringen. Dabei stehen nicht nur Kosteneinsparungen im Vordergrund. Dank derartiger Arbeitsteilung erhalten diese Firmen Zugang zu spezialisierten Fachkräften, für die sie selber zu wenig breit aufgestellt sind. Der Auslagerungstrend betrifft daher nicht mehr nur einfache administrative Tätigkeiten, sondern zunehmend auch komplexere Dienstleistungen wie juristische und analytische Tätigkeiten oder Finanzdienstleistungen. Die Auslagerung kennt allerdings auch Grenzen. Gegen das Verlagern einer Tätigkeit spricht der Umgang mit sensiblen Daten und Informationen (z.B. Kundendaten). Ebenfalls wenig betroffen sind Management- und Geschäftsprozesse, die als Kernkompetenz einer Firma angesehen werden. Bei Grossunternehmen ist der Auslagerungsprozess schon fortgeschritten. Potenzial für weitere Verlagerungen von Dienstleistungsjobs sollte daher vor allem bei kleinen und mittelgrossen Dienstleistern vorhanden sein. Auf KMU spezialisierte Dienstleister, die ihre Leistungen für eine Vielzahl kleiner Organisationen erbringen, vereinfachen den Auslagerungsprozess massgeblich. Gemäss eigenen Berechnungen waren 2010 in Dienstleistungs-KMU 250'000 Beschäftigte in Supportfunktionen tätig. Eine hypothetische Reduktion dieser Tätigkeiten durch Auslagerung um 10% entspräche einem empfindlichen Nachfragerückgang an Büroflächen von fast 500'000 m², was der gesamtschweizerischen Flächenproduktion eines durchschnittlichen Jahres entspricht.

Unternehmenssteuerreform hemmt Ansiedlungen

Auf Druck der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) und der G20 muss die Schweizer Unternehmensbesteuerung an die neuen internationalen Standards angepasst werden. Die privilegierte Besteuerung von Unternehmen, die ihre Erträge primär im Ausland erzielen, lässt sich nicht mehr aufrechterhalten. An deren Stelle sollen innovative Unternehmen künftig von international akzeptierten Fördermassnahmen profitieren. Die Unsicherheit über die exakte Ausgestaltung der bevorstehenden Unternehmenssteuerreform (USR III) benachteiligt den hiesigen Unternehmensstandort seit Längerem. Nicht zuletzt deshalb hat die Ansiedelung von Unternehmen aus dem Ausland deutlich abgenommen (Abb. 41). Der Schweiz steht somit eine Neuordnung der Unternehmensbesteuerung bevor, die aus diversen Gründen bedeutend ist. Erstens leisten Unternehmen mit 15% der Gesamtsteuereinnahmen einen wichtigen Beitrag zu den Staatsfinanzen. Davon entfielen über 90% auf die Gewinnsteuern und 8.2% auf die nur auf Kantons- und Gemeindeebene erhobenen Kapitalsteuern. Zweitens würde ein ersatzloser Wegfall des kantonalen Steuerprivilegs für Statusgesellschaften wohl zu einer Abwanderung von heute bevorzugt besteuerten Unternehmen führen, die für die Schweiz von erheblicher Bedeutung sind. Sie erbringen etwa die Hälfte der Gewinnsteuern des Bundes und ein Fünftel jener der Kantone und Gemeinden. Zudem gehören diese Firmen oft zu den innovativsten ihrer Branche und beschäftigen insgesamt rund 150'000 Personen in der Schweiz (3.2% des Totals). Da es sich zu grossen Teilen um Büroarbeitsplätze handelt, entspricht dies einer Flächennutzung von rund 3 Mio. m² oder 5.7% aller Büroflächen.

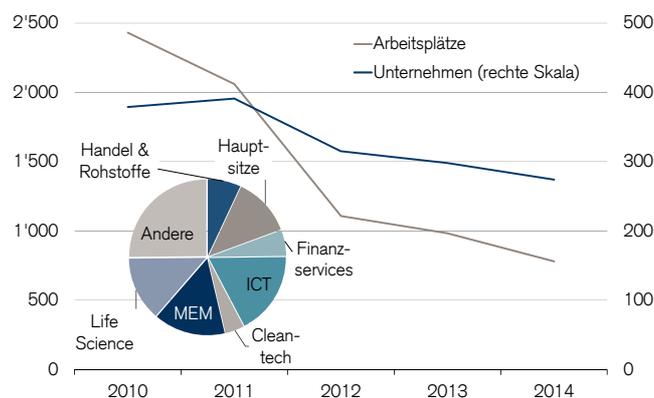
Massenabwanderung von Statusgesellschaften ist unwahrscheinlich

Die Gefahr einer Massenabwanderung von momentan privilegiert besteuerten Unternehmen ist allerdings als gering einzustufen, sofern die Kantone ihre beabsichtigten Senkungen der Gewinnsteuersätze umsetzen. Auch nach der USR III wird die Schweiz im internationalen Vergleich weiterhin zu den attraktivsten Unternehmensstandorten gehören (Abb. 42). Der interkantonale Wettbewerb um Unternehmen auf Basis der ordentlichen Gewinnsteuersätze dürfte aber zuneh-

men und zu Umzügen von Unternehmenshauptsitzen innerhalb der Schweiz führen. Da sich die Vorlage noch in der parlamentarischen Beratung befindet, sind die Konsequenzen der Reform mit dem derzeitigen Wissensstand indessen nur bedingt abschätzbar. Zudem hängt die Steuerstrategie jedes Kantons auch von den Massnahmen der anderen Kantone und der internationalen Konkurrenzstandorte ab. Ob damit wirklich gleich lange Spiesse geschaffen werden, wird sich erst zeigen, wenn die Steuerstrategien sämtlicher Länder transparent sind. Aufgrund der finanziellen Bedeutung der Unternehmensbesteuerung ist es durchaus vorstellbar, dass an einzelnen Stellen neue Gesetzeslücken entstehen oder sich einzelne Länder den notwendigen Reformen bewusst entziehen. Gewisse Kantone haben aber bereits Strategien präsentiert, wie sie mit der Herausforderung umzugehen gedenken. Details dazu sind im Kapitel über die fünf grossen Büroflächenmärkte zu finden.

Abb. 41: Unternehmensansiedlungen

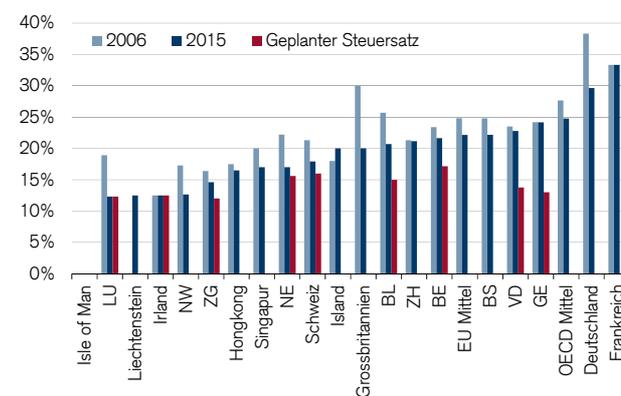
Entwicklung der Arbeitsplätze und Unternehmen aus Ansiedlungen;
Kreisdiagramm: Ansiedlungen nach Branchen, 2014



Quelle: Volkswirtschaftsdirektorenkonferenz

Abb. 42: Internationale Unternehmensbesteuerung

Maximale Gewinnsteuersätze; CH: Kantonshauptort; geplanter Gewinnsteuersatz nach USR III



Quelle: KPMG, Regierungsquellen, Credit Suisse

Angebot: Wachsendes Flächenangebot vorerst gestoppt

Geplante Ausweitung entspricht langjährigem Mittel

Seit Ende 2013 bewegt sich die gleitende 12-Monats-Summe der Baubewilligungen für Büroflächen bei knapp unter CHF 2 Mrd. seitwärts. Für das Jahr 2015 summieren sich die bewilligten Investitionen auf CHF 2096 Mio., was geringfügig über dem langjährigen Mittel seit 1994 liegt (Abb. 43). Trotz wachsender Leerstände und verhaltenen Konjunkturausblicks verhartet das geplante Investitionsvolumen auf diesem Niveau. Da auf dem Arbeitsmarkt mittelfristig nicht mit einem erhöhten Beschäftigungswachstum in den Bürobranchen zu rechnen ist, ist die geplante Ausweitung folglich zu hoch, um eine Trendwende bei den Leerständen zu bewirken.

Mittelzentren neu im Fokus des anlagesuchenden Kapitals

Aufgrund der Absatzprobleme bei Büroflächen in den fünf Grosszentren hat sich der Fokus des anlagesuchenden Kapitals verschoben. Auf den fünf grossen Büroflächenmärkten lag das bewilligte Investitionsvolumen in Büroimmobilien per Ende 2015 bei CHF 629 Mio. und damit um 19% unter dem langjährigen Mittel. Demgegenüber haben die Büroflächenmärkte der Mittelzentren die Aufmerksamkeit der von Negativzinsen getriebenen Investoren geweckt. Die Angebotsquoten dieser Standorte liegen deutlich unter denjenigen der fünf Grosszentren, was eine bessere Aufnahmefähigkeit für Neufächen verspricht (Abb. 51). Die bewilligten Neubausummen in den sechs grössten Mittelzentren stiegen folglich per Ende 2015 auf CHF 384 Mio., was um mehr als 50% über dem langjährigen Mittel liegt (Abb. 44). Mittelfristig wird es daher in diesen Mittelzentren zu einer spürbaren Zunahme der Büroflächen kommen. Die grösste Ausweitung ist in Aarau, Zug, St. Gallen und Lugano zu erwarten. In den übrigen Zentren, den suburbanen Gemeinden und auch in der Peripherie hat das baubewilligte Volumen im Verlauf des letzten Jahres an Dynamik verloren und liegt nur noch wenig über dem langjährigen Mittel. Nicht nur die geplante Ausweitung der Neubaufächen, sondern auch die bewilligten Bausummen für Büroumbauten bewegen sich nahe am Niveau des langjährigen Mittels von CHF 530 Mio. (Abb. 43).

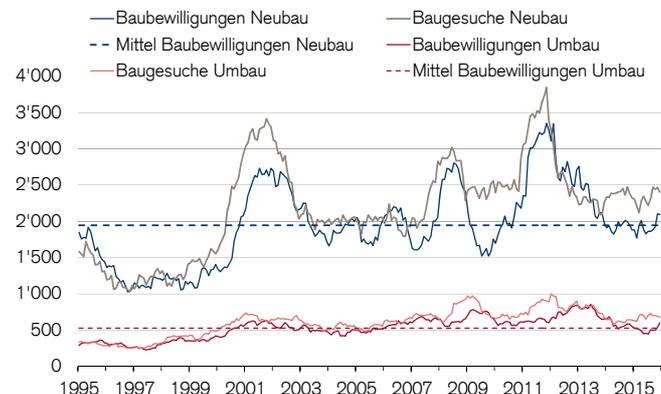
An Projektideen mangelt es nicht

Dass es weder an verfügbaren Mitteln noch an Ideen fehlt, die Ausweitung am Büromarkt voranzutreiben, zeigt die Vielzahl aktiv vermarkteter Projekte. Die am besten gefüllte Projektpipeline dürften die Schweizerischen Bundesbahnen (SBB) aufweisen. Nach den Grossprojekten Bern

Wankdorf und Europaallee in Zürich planen die SBB nun, ihr Erfolgskonzept auf andere Standorte auszuweiten. An besten Lagen, direkt neben gut frequentierten Bahnhöfen, werden auf firmeneigenen Arealen Dienstleistungszentren errichtet und zu Marktkonditionen vermietet. Der hervorragende Anschluss an den öffentlichen Verkehr (ÖV) und die Nähe zu anderen Dienstleistungen sind für viele Firmen ausschlaggebende Umzugsargumente, sodass die SBB im Verdrängungsmarkt um die Gunst der Mieter hervorragend positioniert sind.

Abb. 43: Büroflächenplanung

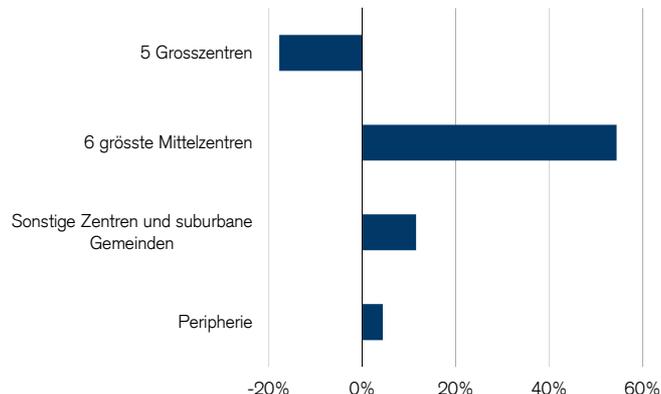
Baubewilligungen und -gesuche: gleitende 12-Monats-Summe, in CHF Mio.



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 44: Räumliche Ausweitung

Summe der Baubewilligungen 2015 im Vergleich zum langjährigen Mittel seit 1994



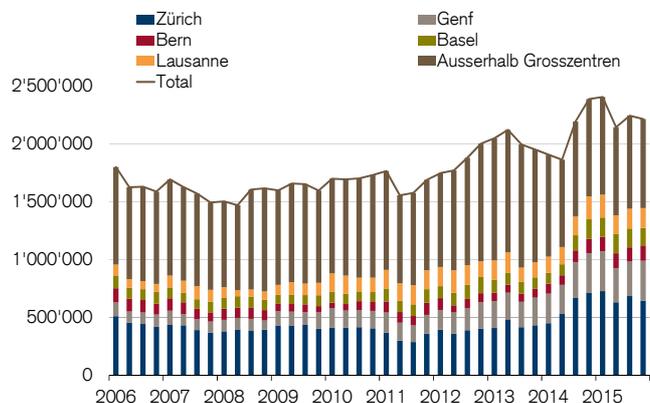
Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Marschhalt beim wachsenden Flächenangebot

Die Rückführung der Büroimmobilieninvestitionen auf das langfristige Mittel hat wesentlich dazu beigetragen, den Angebotsüberhang bei ausgeschriebenen Büroflächen nicht weiter zu verschärfen. Die ausgeschriebenen Bestands- und Neufächen beliefen sich im 4. Quartal 2015 auf 2'218'000 m² – Ende 2014 waren es noch 174'000 m² mehr gewesen (Abb. 45). Der Anteil der in den fünf Grosszentren angebotenen Flächen liegt im historischen Vergleich bei hohen 65.3%. Im Jahresverlauf 2015 stieg dieser Wert aber nicht weiter an. Insbesondere das Geschäftsgebiet Zürich zählt fast ein Drittel (29.1%) aller inserierten Flächen, gefolgt von Genf mit 15.6% und Lausanne mit 7.7%. Der Flächenanteil Zürichs rührt mit 35.9% oder knapp 232'000 m² überdurchschnittlich stark von neuen Flächen her, die erstmalig auf den Markt kommen. Nur in Basel liegt diese Quote mit 60.6% noch höher, allerdings ausgehend von einer deutlich tieferen Angebotsquote. Tiefere Neufächenanteile weisen Genf mit 5.1% und Lausanne mit 7.7% auf. Das Überangebot am Genfersee ist daher hauptsächlich auf Bestandsliegenschaften zurückzuführen. Auf dem gesamtschweizerischen Büroflächenmarkt sind 27.5% aller Flächen zur erstmaligen Vermietung ausgeschrieben.

Abb. 45: Büroflächenangebot

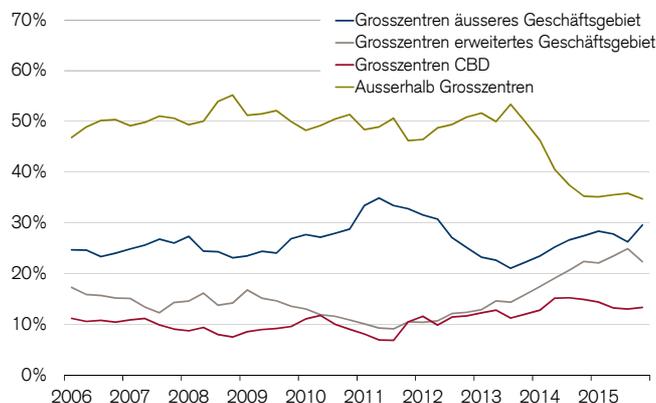
Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Flächen, in m²



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Abb. 46: Büroflächenangebot nach Geschäftsgebietstyp

Anteile der Geschäftsgebiete am Total der ausgeschriebenen Flächen



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Ausgeschriebenes Angebot konzentriert sich auf den ersten Gürtel um die CBD

Nachdem in den letzten Jahren besonders die grossen Unternehmen viele Büros von exklusiven Lagen im Central Business District (CBD) an weniger zentrale, aber dennoch gut erschlossene Standorte verschoben und dadurch einen temporären Anstieg der Angebotsquoten im CBD verursachten, haben sich die angebotenen Flächen in den CBD jüngst wieder etwas normalisiert. In Basel und Bern sind die Bestrebungen wichtiger Arbeitgeber, Verwaltungsstandorte ausserhalb der teuren Innenstadtlagen zusammenzulegen, allerdings noch nicht abgeschlossen, weshalb in diesen beiden Zentren in den kommenden Jahren vermehrt Innenstadtdflächen auf den Vermietungsmarkt gelangen werden. Kaum reduziert hat sich das Überangebot derweil im «ersten Gürtel» um die CBD: Der Anteil der in den erweiterten Geschäftsgebieten der fünf Grosszentren ausgeschriebenen Flächen hat sich seit Anfang 2012 von 10.4% auf 22.4% erhöht (Abb. 46). In den äusseren Geschäftsgebieten beläuft sich der angebotene Flächenanteil auf 29.6%. Das Angebot verschiebt sich nicht nur räumlich, sondern die Flächen werden auch zunehmend grösser. Letzteres ist ausschliesslich durch die ausgeschriebenen Neubauten mit einer durchschnittlichen Bürofläche von 1200 m² bedingt. Noch vor drei Jahren lag dieser Wert rund 40% tiefer. Die ausgeschriebene Fläche bei Bestandsliegenschaften beträgt pro Inserat dagegen durchschnittlich 300 m². Dieser Wert ist seit Jahren weitgehend konstant.

Leerstände haben in Genf und Bern stark zugenommen

Marktergebnis: Strategien im Verdrängungsmarkt gesucht

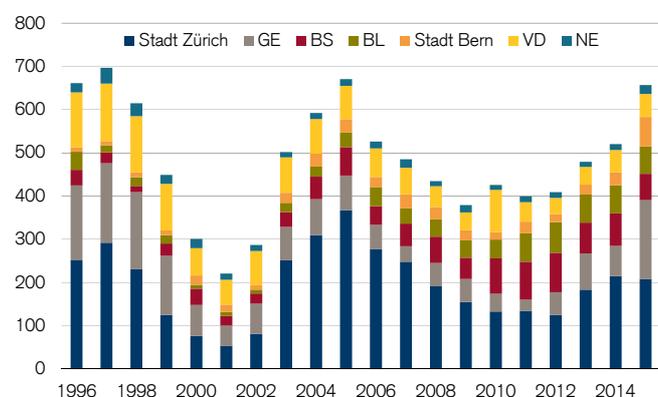
Die hohen Investitionsvolumen in Büroflächen der letzten Jahre haben insbesondere in den Grosszentren zu einem Überangebot geführt. Positiv zu werten ist, dass die leer stehenden Büroflächen an einigen Orten innert Jahresfrist nicht mehr weiter zugenommen oder, wie beispielsweise in Basel-Stadt, gar abgenommen haben (Abb. 47). Anderenorts manifestiert sich die hohe Bautätigkeit der vergangenen Jahre erst jetzt klarer in den Leerständen. In Bern haben sich die leer stehenden Büroflächen ausgehend von tiefem Niveau innerhalb eines Jahres mehr als verdoppelt, in Genf fast verdreifacht. Insgesamt führt dies in den erfassten Regionen zu einem Anstieg der Leerstände um 26% innert Jahresfrist.

Weniger Leerstand bei hoher ÖV-Lagegüte und kleineren Flächen

Ein Vergleich von leer stehenden mit vermieteten Büroflächen auf Basis von Daten der Real Estate Investment Data Association (REIDA) zeigt, welche Büroflächen stärker Gefahr laufen leer zu stehen (Abb. 48). Leerstände sind an tieferen ÖV-Lagegütern häufiger anzutreffen als an den Top-Lagen. Ebenfalls stehen häufiger Flächen frei, die zwischen 1961 und 2000 erbaut wurden. Vor 1960 gebaute sowie neuere Gebäude scheinen bei der Mieterschaft beliebter zu sein. Die wie bereits erläutert zunehmende Grösse der angebotenen Flächen widerspiegelt sich ebenfalls in den Leerständen: Flächen ab einer Grösse von 500 m² stehen signifikant häufiger leer als kleinere Flächen bis 250 m².

Abb. 47: Leerstände von Büroflächen

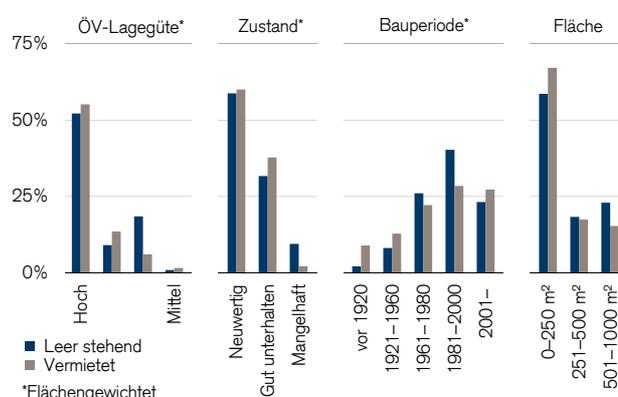
In 1000 m²; Teilerhebung über rund 43% des Schweizer Büroflächenmarkts



Quelle: Kantonale statistische Ämter, Credit Suisse

Abb. 48: Eigenschaften leer stehender Büroflächen

Eigenschaften leer stehender und vermieteter Flächen; 3. Quartal 2015



Quelle: REIDA, Credit Suisse

Steigende Verhandlungsmacht der Mieter und sinkende Mietpreise

Die hohen Leerstände haben die Verhandlungsposition der Mieter gestärkt und den Druck auf die Mietpreise erhöht. Besonders Zürich und Genf haben sich zu ausgeprägten Mietermärkten entwickelt, auf denen Nachfrager meist zwischen mehreren Objekten wählen können und Gebäude vereinzelt auch massgeschneidert auf die Bedürfnisse des Mieters entwickelt werden. Gemäss den qualitätsbereinigten hedonischen Mietpreisindezes überschritten die Büromieten in

den grossen Büroflächenmärkten ihren Höhepunkt in den meisten Regionen bereits Anfang 2013 (Abb. 49). In Zürich, wo die Flächenausweitung besonders stark war, sanken die Büromieten seit dem Höchststand um insgesamt 8.5%. Auch in Basel und Genf gaben die Mieten seit Ende 2012 merklich um 7.2% bzw. 6.7% nach. In Bern (-2.9%), in der Stadt Lausanne (-4.2%) und in der übrigen Schweiz (-4.4%) bewegen sich die Preisrückgänge auf leicht tieferem Niveau. Insgesamt hat sich das Tempo der Preiskorrektur verlangsamt. Einzig in Genf ist noch kein verminderter Mietpreisrückgang zu beobachten. Angesichts der anhaltenden Überangebotssituation dürfte sich der Rückgang der Büromieten im laufenden Jahr fortsetzen, wenn auch nicht mehr mit derselben Dynamik.

Wachsende Zugeständnisse bei den Mietkonditionen

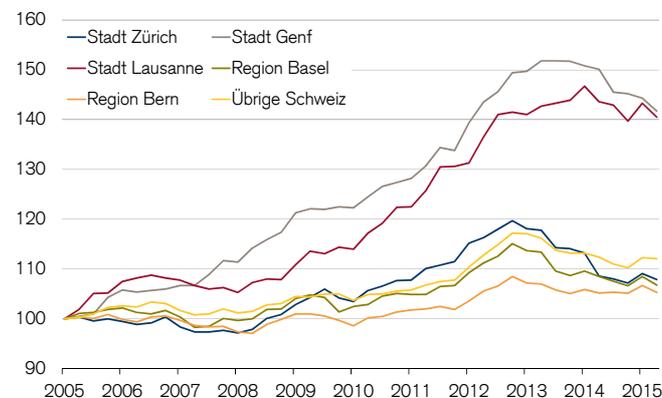
Die hier gemessenen Vertragsmieten widerspiegeln den Druck auf die Konditionen allerdings nur unzureichend. Um keine schmerzhaften Wertkorrekturen bei den Büroliegenschaften vornehmen zu müssen, neigen die Vermieter dazu, Mietpreisreduktionen möglichst zu vermeiden und Preisnachlässe in Form von mietfreien Zeiten oder Beteiligungen am Innenausbau zu gewähren. Gemäss Wüest & Partner wurde bereits 2013 mehr als die Hälfte der von diesem Beratungsunternehmen analysierten Verträge mit solchen Anreizen ausgestattet. Dieser Anteil dürfte sich mit den steigenden Leerständen weiter erhöht haben. Weil die Mieter über mehr Verhandlungsmacht verfügen, verlangen sie vermehrt voll ausgebaute und damit teurere Flächen. Dieser strukturelle Effekt trägt dazu bei, dass man bei den Medianmieten der ausgeschriebenen Flächen keine Rückgänge sieht. Diese haben sich seit 2011 ziemlich linear von CHF 202/m² auf CHF 240/m² erhöht (Abb. 50), was auch damit zusammenhängt, dass vermehrt bessere und teure Lagen ausgeschrieben werden, die den Medianwert nach oben verzerren.

Vermarktungsaufwand nimmt zu, Insertionsdauer steigt

Dass Mieter anspruchsvoller werden und der Vermarktungsaufwand daher zugenommen hat, zeigt die Zunahme der durchschnittlichen Insertionsdauer. Während sich die Insertionsdauer von 2009 bis Anfang 2014 von 135 Tagen auf 61 halbierte, ist sie seither wieder auf 110 Tage gestiegen. Es sind daher Strategien gefragt, um auf dem kompetitiver werdenden Verdrängungsmarkt Büroflächen erfolgreich vermarkten zu können. Die zunehmende Heterogenität in der Nachfragerstruktur verursacht einen Wandel bei den Flächenbedürfnissen des Marktes. Für Investoren bietet es sich an, Objekte möglichst für eine «Multi Tenant»-Nutzung zu konstruieren, zumal die Mieter in den Verhandlungen auch kürzere Vertragsdauern oder frühere Ausstiegsoptionen durchsetzen können. Gemäss den gezeigten Analysen dürften kleinere und flexiblere Räumlichkeiten in Zukunft einfacher zu vermarkten sein. Standorte mit gutem Anschluss an den öffentlichen Verkehr werden weiterhin einen komparativen Vorteil in der Vermarktung haben. Insbesondere für multinationale Grosskonzerne kann die Nachhaltigkeit der Immobilie ein zusätzliches Kriterium sein. Zudem dürfte es entscheidend sein, an die Bedürfnisse der Mieter angepasste, spezialisierte Produkte zu präsentieren, die sich im heterogenen Büroflächenmarkt von der Konkurrenz abheben können.

Abb. 49: Regionale Mietpreisentwicklung

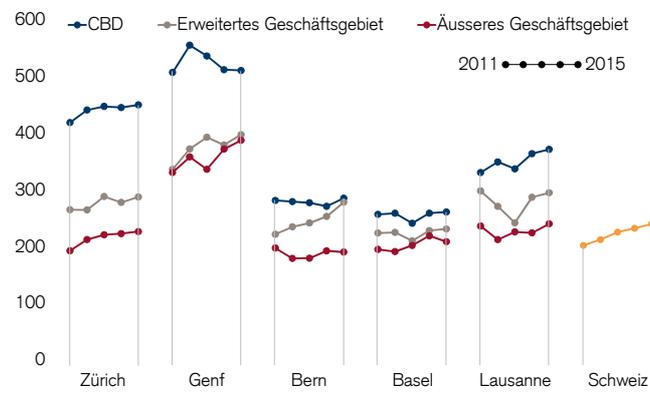
Hedonischer Mietpreisindex auf Basis von Vertragsabschlüssen, 2005 = 100



Quelle: Wüest & Partner, Credit Suisse

Abb. 50: Mittlere Angebotspreise der Geschäftsgebiete

Netto-Medianmieten in CHF/m² der ausgeschriebenen Flächen; 2011–2015



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Die 15 grössten Büroflächenmärkte im Überblick

Abbildung 51 fasst die Entwicklung der 15 grössten Büroflächenmärkte zusammen. Gesamthaft waren in der Schweiz per Ende 2015 2.2 Mio. m² an Neu- und Bestandsflächen im Angebot. Basierend auf einem für 2013 geschätzten Flächenbestand von 52.4 Mio. m² entspricht dies einer schweizweiten Angebotsquote von 4.2%. Damit hat sich das Flächenangebot vorerst stabilisiert. Einzelne Hotspots weisen aber weiterhin vergleichsweise hohe Angebotsziffern auf – allen voran die drei Grosszentren Zürich, Genf und Lausanne mit einer Angebotsquote von 6% und mehr.

Abb. 51: Bestands- und Angebotsflächen auf den 15 grössten Büroflächenmärkten

Bestands- und Angebotsflächen (Bestand und Neubau) in m² per 4. Quartal 2015; flächengewichtete Durchschnittspreise (netto) 2012–2015 in CHF/m² pro Jahr; erwartete Ausweitung und Preistrend für 2016

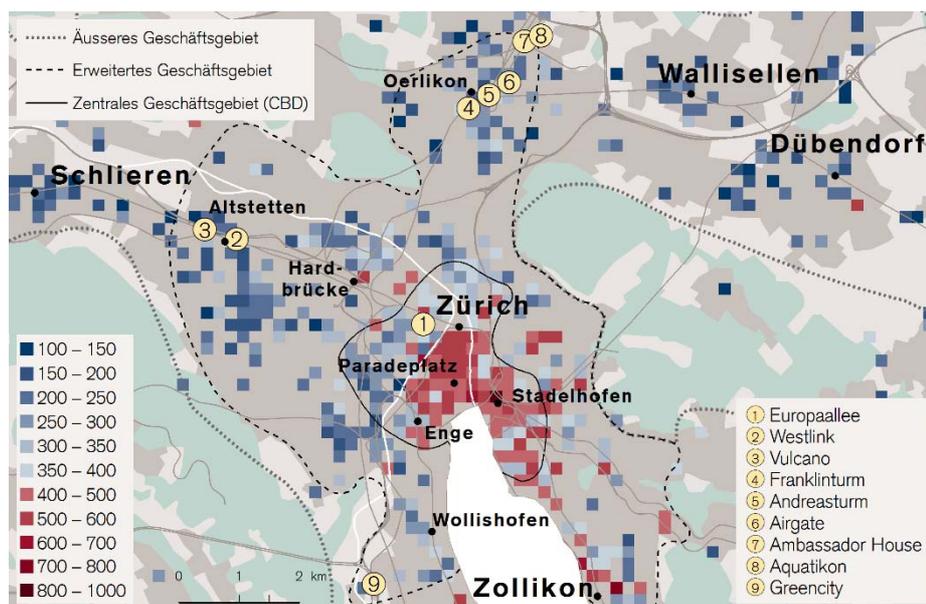
Büroflächenmarkt	Bürofläche Bestand	Angebotsfläche	Angebotsziffer	Erwartete Ausweitung	Durchschn. Miete	Preistrend
Zürich	10'006'916	645'204	6.4%	↘	307	↘
Genf	4'024'949	346'324	8.6%	↗	444	↘
Bern	3'419'608	131'786	3.9%	↘	221	→
Basel	3'202'542	152'442	4.8%	↘	222	→
Lausanne	2'531'358	171'898	6.8%	↘	269	↘
Wirtschaftsregion						
Luzern	1'570'621	50'995	3.2%	↗	201	
St. Gallen/Rorschach	1'411'873	25'468	1.8%	↗	185	
Aarau	1'332'233	30'177	2.3%	↗	184	
Lugano	1'246'475	41'363	3.3%	↗	237	
Lorzenebene/Ennetsee	1'231'475	40'007	3.2%	↗	233	
Winterthur-Stadt	742'672	24'287	3.3%	↘	226	
La Sarine	710'111	22'094	3.1%	↘	193	
Baden	704'541	11'892	1.7%	↗	199	
Neuenburg	632'690	15'398	2.4%	↗	192	
Olten/Gösgen/Gäu	565'073	13'785	2.4%	↘	177	
Schweiz	52'365'502	2'218'439	4.2%	→	273	↘

Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Die fünf grössten Schweizer Büroflächenmärkte im Detail

Büroflächen konzentrieren sich in der Schweiz überwiegend auf die wichtigen Arbeitsplatzzentren. Daher befinden sich 44.3% sämtlicher Flächen innerhalb der grössten Büroflächenmärkte Zürich, Genf, Bern, Basel und Lausanne. Die Entwicklungen dieser Märkte insgesamt und insbesondere auch die Dynamik zwischen den unterschiedlich ausgeprägten Geschäftsvierteln der einzelnen Büroflächenmärkte sind von Interesse. Aus solchen Beobachtungen lassen sich Erkenntnisse über schweizweite Trends und Entwicklungen ableiten, die für die Marktentwicklung der übrigen Regionen genauso relevant sind.

Zürich

Abb. 52: Angebotsmieten (netto) des Büroflächenmarktes ZürichIn CHF/m² und Jahr, Rastergrösse 200 x 200 m, 2012–2015; flächengewichtete Durchschnittsmiete = CHF 307

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

Grosser Preisunterschied zwischen CBD und übrigen Geschäftsgebiet

Die Median-Angebotsmiete im Zürcher Central Business District (CBD) erreicht mittlerweile ein Preisniveau von netto CHF 450/m². Innerhalb des CBD können sich die Mieten dabei deutlich unterscheiden. Im Dreieck zwischen Limmat und Sihl bis hin zur Enge sowie rund um den Bahnhof Stadelhofen werden flächendeckend Nettomieten von CHF 400 bis CHF 1000/m² inseriert. Ausserhalb des CBD ist das Preisniveau im Mittel markant tiefer. In keinem Grosszentrum ist diese Differenz so gross wie in Zürich, was mit ein Grund für die zahlreichen Standortverlagerungen in den letzten Jahren war. Doch auch ausserhalb des CBD werden teure Flächen angeboten. Ein hohes Preisniveau ist vereinzelt im Kreis 5, direkt an den sehr gut erschlossenen S-Bahnhöfen Oerlikon und Hardbrücke sowie am rechten Zürichseeufer anzutreffen. Günstigere Lagen innerhalb des CBD befinden sich nördlich des Zürcher Hauptbahnhofs, südwestlich des Bahnhofs Enge und westlich der Sihl, die wie eine Wasserscheide die teureren Innenstadtlagen von den günstigeren Lagen in Aussersihl trennt. Die inserierten Nettomieten betragen dort selten über CHF 400/m². Insbesondere der Kreis 3 bietet sich als günstigen Bürostandort in Zentrumsnähe an. Noch tiefere Mieten sind westlich der Hardbrücke und ausserhalb des Stadtgebiets vorzufinden.

Räumliche Verlagerung des Angebotsschwerpunktes ins erweiterte Geschäftsgebiet

Das Flächenangebot auf dem Zürcher Büroflächenmarkt hat sich im Laufe des Jahres 2015 stabilisiert, bleibt mit 6.4% allerdings auf sehr hohem Niveau. Im Angebot befinden sich aktuell 645'000 m² – rund 83'000 m² weniger als am bisherigen Höhepunkt im 1. Quartal 2015 (Abb. 54). Insbesondere im CBD lässt sich eine Verbesserung des Vermietungsstands beobachten. Im 3. Quartal 2014 erreichte das ausgeschriebene Flächenangebot im CBD noch 161'000 m². Seither ist es auf 113'000 m² gesunken. Die offiziellen Leerstandsdaten bestätigen diese Entwicklung: Die Leerstände haben im Zürcher CBD im Vergleich zum letzten Jahr um 15'000 m² abgenommen und betragen noch knapp 81'000 m². Die schwierige Situation für die teuren Innenstadtlagen von Zürich beginnt sich damit etwas zu entspannen, allerdings begleitet vom einen oder anderen Preiszugeständnis. Besonders Firmen aus der Unternehmens- und der Rechtsberatung nutzten die Situation, um grössere Flächen in der Innenstadt zu belegen. Eine generelle Entwarnung wäre aber verfrüht. Vielmehr lässt sich eine räumliche Verlagerung des Angebotsschwerpunktes beobachten. In den letzten zwei Jahren hat das ausgeschriebene Flächenangebot fast ausschliesslich im erweiterten Geschäftsgebiet zugenommen, das im Wesentlichen die Binz, den Raum Altstetten, den Kreis 5 und Zürich Nord umfasst. Mit 278'000 m² wurden Ende 2015 43.1% der ausgeschriebenen Flächen in diesem ersten Gürtel um den CBD angeboten. Drei Jahre zuvor betrug der Anteil erst knapp ein Drittel. Das Angebot im äussersten Geschäftsgebiet, das bis nach Spreitenbach, Kloten und Schwerzenbach reicht, ist vergleichsweise stabiler und bewegt sich seit Messbeginn im Jahr 2004 auf einem Niveau von etwa 200'000 m².

Öffentliche Verwaltung als willkommener Nachfrager von Büroflächen

Mit ein Grund für die Stabilisierung des Überangebots auf dem Büroflächenmarkt Zürich im letzten Jahr war die Zusatznachfrage der öffentlichen Verwaltung bzw. das Auftreten der Stadtverwaltung als willkommener Abnehmer ausgeschriebener Bestandsflächen. Die Stadt Zürich verzichtete auf die Planung und Erstellung eines neuen Verwaltungszentrums in Altstetten und erwarb stattdessen das Bürohaus Airgate in der Nähe des Hallenstadions. Ebenfalls gekauft hat die Stadt eine zweite Liegenschaft an der Eggbühlstrasse in Neu-Oerlikon, wo sie etwa 660 Arbeitsplätze anzusiedeln beabsichtigt. Damit hat sie sich rund 28'000 m² des bis 2020 benötigten Flächenbedarfs gesichert, den sie auf 46'000 m² bis 70'000 m² beziffert.

Flächenausweitung in Zürich Nord und West bleibt hoch

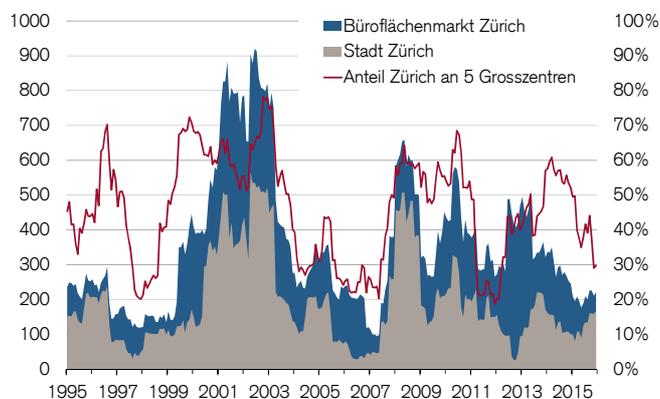
Mit einem im Laufe des Jahres 2015 bewilligten Investitionsvolumen von CHF 223 Mio. liegt die geplante Ausweitung zwar um deutliche 38% unter dem langfristigen Mittel von CHF 358 Mio., was aber den Angebotsüberhang noch kaum entschärfen wird (Abb. 53), zumal sich etliche Flächen noch in Erstellung befinden. Zusammengerechnet sind derzeit mit Europaallee, The Circle (1. Etappe), Ambassador House, Westlink sowie verschiedenen Objekten im Escher-Wyss-Quartier Büroflächen von rund 220'000 m² im Bau oder in der Sanierung. Die Realisierung zusätzlicher Flächen von rund 65'000 m² ist so gut wie sicher. Dazu zählen wir den Franklin- und den Andreastower direkt am Bahnhof Oerlikon, die Überbauung Vulcano am Bahnhof Altstetten und den Neubau der Zürich-Versicherung. Um diese Flächen bis etwa Ende 2019 ohne weiteren Anstieg der Angebotsquote zu absorbieren, müssten rund 15'000 Büroarbeitsplätze geschaffen werden, was vier Jahren mit normal hohem Beschäftigungswachstum erfordern würde. Dies dürfte schwierig zu erreichen sein. Mit der 2. Etappe des Circle, dem Grossprojekt Greencity in der Manegg, Aquatikon im Glattpark und dem Airport Business Center in Rümlang harren darüber hinaus noch weitere grössere Flächen der Realisierung.

Zürich mit schwieriger USR-III-Ausgangslage – Abwanderungen könnten Büroflächennachfrage schwächen

Noch ist unklar, wie die Steuerstrategie des Kantons Zürich unter Berücksichtigung der USR III aussehen wird. In Zürich fallen zwar nur 3% aller Unternehmen unter die Statusgesellschaften, diese kommen aber für 6% der Gewinnsteuern und 19% der Kapitalsteuern auf. Beim derzeit hohen ordentlichen Gewinnsteuersatz von 21.2% dürfte es ohne grössere Veränderungen schwer werden, diese Unternehmen, die derzeit mit knapp 10% belastet werden, im Kanton zu behalten. Nachbarkantone wie Zug und Schaffhausen haben zudem angekündigt, den Gewinnsteuersatz auf sehr kompetitive 12% zu senken. Für ordentlich besteuerte Unternehmen in Zürich werden dadurch andere Standorte hinsichtlich Steuerbelastung noch attraktiver. Die Unternehmensgewinnbesteuerung in Luzern und Nidwalden befindet sich schon auf einem tiefen Niveau. Für den Kanton Zürich wird sich eine Senkung der Gewinnsteuer unter Umständen als notwendig erweisen, um das Steuergefälle nicht noch grösser werden zu lassen. Aufgrund des hohen Anteils juristischer Personen an den Steuereinnahmen hätte das jedoch rasch Steuerausfälle zur Folge, was den Handlungsspielraum für Steuersatzsenkungen wiederum begrenzt. Aufgrund dieser kniffligen Ausgangslage könnte die Nachfrage für Büroflächen in Zürich unter zusätzlichen Druck geraten.

Abb. 53: Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

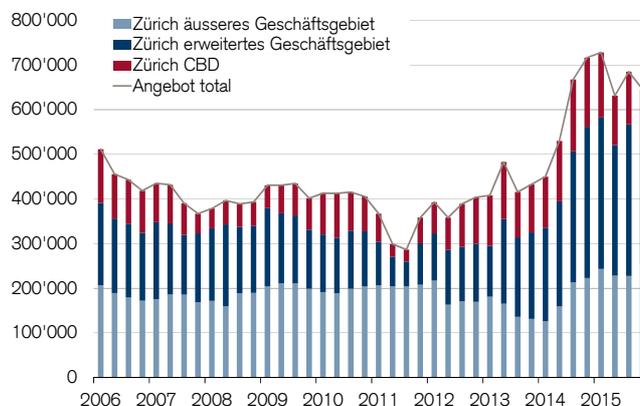
In CHF Mio. (linke Skala); Anteil am Total der fünf Grosszentren (rechte Skala)



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

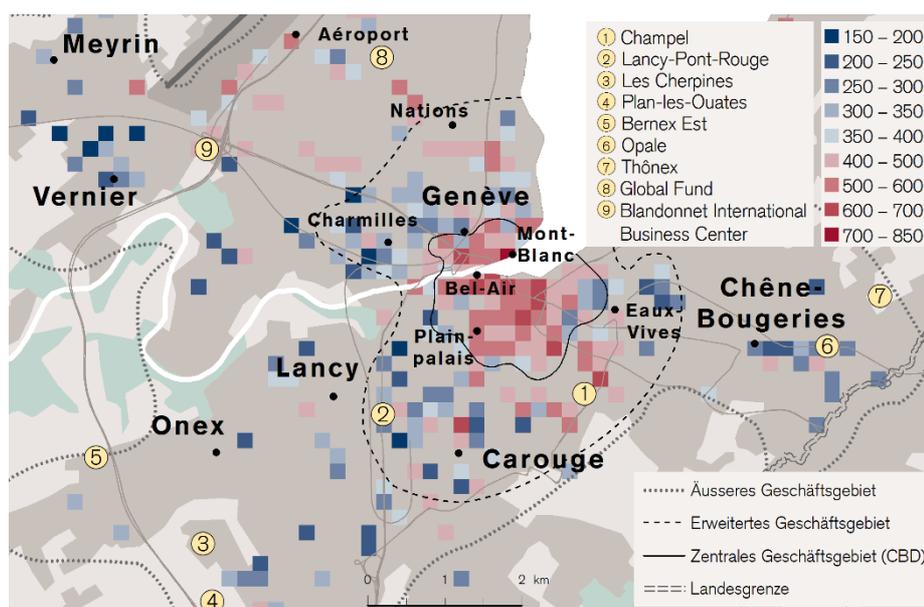
Abb. 54: Entwicklung der angebotenen Büroflächen

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



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Genf

Abb. 55: Angebotsmieten (netto) des Büroflächenmarktes GenfIn CHF/m² und Jahr, Rastergrösse 200 x 200 m, 2012–2015; flächengewichtete Durchschnittsmiete = CHF 444

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

Genf ist der teuerste Büroflächenmarkt

Mit angebotenen Medianpreisen von netto CHF 510/m² ist der Genfer Central Business District (CBD) nach wie vor das teuerste Geschäftsgebiet der Schweiz, auch wenn sich in Genf in den letzten Jahren die nach oben verzerrten Angebotspreise abgeschwächt haben. Im CBD sind überhaupt nur selten Flächen unter CHF 400/m² zu finden. Deutlich tiefer sind die Mietpreise im erweiterten und äusseren Geschäftsgebiet von Genf, die im Median aktuell bei je rund CHF 390/m² liegen. Weil auf den Achsen vom Zentrum zum Flughafen sowie im Flughafengebiet Angebotsmieten über CHF 400/m² die Regel sind, bewegen sich die Medianmieten im erweiterten und äusseren Geschäftsgebiet praktisch auf demselben Niveau. Ausserhalb des CBD erzielen vor allem Flächen in den südöstlichen Quartieren Eaux-Vives und Champel sowie im internationalen Genf nördlich des Bahnhofquartiers mittlere Mieten über CHF 400/m².

Flächenangebot hat sich auf hohem Niveau stabilisiert

Das hohe Angebot auf dem Genfer Büroflächenmarkt hat sich im Laufe des Jahres 2015 stabilisiert. Die ausgeschriebenen Flächen betragen im 4. Quartal 2015 346'000 m² bzw. 8.6% des Bestands (Abb. 57). Nur gerade 5.1% der Angebote waren zur Erstvermietung ausgeschrieben, was verdeutlicht, dass das Problem nachfrageseitig begründet ist. Das über die vergangenen Jahre aufgestaute Überangebot zeigt sich nun auch in den offiziell ausgewiesenen Leerständen: Per Juni 2015 standen im Kanton Genf knapp 183'000 m² an Büroflächen leer, 2.6-mal mehr als noch ein Jahr zuvor. Vor allem im CBD sowie in der Flughafenregion stehen immer mehr Flächen leer. Dabei handelt es sich zu einem Drittel um neue Flächen, die nicht älter als fünf Jahre sind. Hierin widerspiegelt sich nicht zuletzt auch der fortschreitende Strukturwandel der gewichtigen Bankenbranche, der zur Aufgabe auch neuer Flächen geführt hat.

Trotz Überangebots temporär überdurchschnittliche Ausweitung

Die vorhandenen Unsicherheiten haben Investitionen in Genfer Büroneubauten äusserst rar werden lassen (Abb. 56). Das baubewilligte Investitionsvolumen des Jahres 2014 lag 50.1% unter dem langfristigen Mittel. Im letzten Jahr hat einzig der Baustart für den neuen Verwaltungssitz des Global Fund, einer Organisation zur Bekämpfung von Aids, Malaria und Tuberkulose, das aktuelle Investitionsvolumen über das langfristige Mittel gehoben. 700 Mitarbeiter des Fonds werden Ende 2017 vom Blandonnet International Business Center in Vernier ins neue Geschäftsgebäude in Le Grand-Saconnex umziehen, wodurch sich gemäss Angaben des Fonds bis zu 40% an Kosten einsparen lassen. Am alten Ort in Vernier dürften dagegen die Leerstände steigen. Auf Genfer Stadtgebiet ist mittelfristig mit einer Dämpfung des stark gestiegenen Überangebots zu rechnen, denn innerhalb der Stadtgrenzen bewegt sich das bewilligten Projektvolumen eines Jahres auf tiefen CHF 8 Mio., was für die nächsten zwei Jahre keine bedeutende Ausweitung des Flächenbestands erwarten lässt. Zur Entlastung könnte auch die mit 58% Ja-Stimmen vom Genfer Stimmvolk angenommene Lockerung des Gesetzes über den Abriss, die Umwandlung und die Renovation von Wohnungen (LDTR) beitragen. Das Gesetz sollte ursprünglich Spekulationen im Wohnungsmarkt verhindern, hat aber die Wohnungsknappheit in Genf verschärft. Die Gesetzesänderung verzichtet neu auf eine Obergrenze beim Mietzins nach

einem Umbau eines Büros in eine Wohnung und soll damit explizit die Umnutzung von leer stehenden Büroflächen fördern. Dies dürfte aber nur abseits der teuren Bürolagen möglich sein, wo der Mietzinsaufschlag von Wohnungen gegenüber Büros genügend gross ist, sodass sich eine Umnutzung rechnet.

Genf wird national und international zu den attraktivsten Unternehmensstandorten gehören

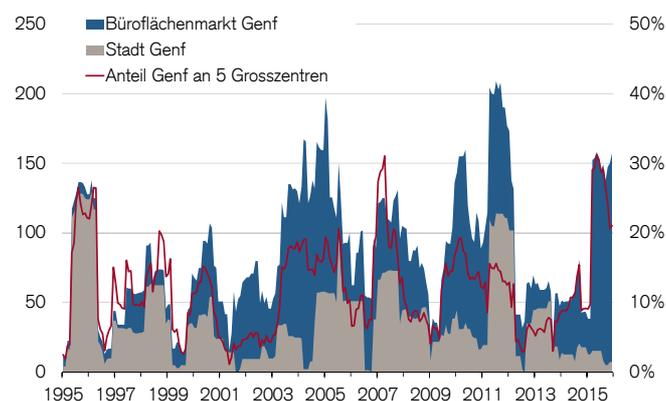
Neben den verhaltenen Wirtschaftsaussichten sorgt auch die USR III bei Investoren auf dem Genfer Büroflächenmarkt für Unsicherheit. Unternehmensgewinne wurden von 2009–2011 im Kanton Genf im Schnitt mit einem ordentlichen effektiven Satz von 22.4% besteuert (Bund, Kanton und Gemeinden). Damit gehört Genf zu den Kantonen mit den höchsten regulären Sätzen. Es haben sich jedoch überdurchschnittlich viele Unternehmen angesiedelt, die von einer privilegierten Besteuerung profitieren. Gemäss einer Studie des Forschungsinstituts Créa waren im Jahr 2011 rund 22'000 Beschäftigte in 1100 Statusgesellschaften tätig, was einem Anteil an der Gesamtbeschäftigung von 8.1% entspricht. Rund 70% des kantonalen Gewinnsteuersubstrats stammen von diesen Statusunternehmen, die im Schnitt nur mit 10.8% besteuert werden. Die geplante Reduktion des ordentlichen effektiven Steuersatzes auf 13% führt bei den Statusgesellschaften, die z.B. nicht von einer Patentbox profitieren können, zu einer leicht höheren Steuerbelastung, während alle ordentlich Besteuerten tiefer belastet werden. Mit dem anvisierten Steuersatz wird Genf national und international zu den attraktivsten Unternehmensstandorten hinsichtlich der ordentlichen Steuerbelastung gehören. In Anbetracht der weiteren Faktoren, die Genf als Standort für Unternehmen auszeichnen, dürften die Statusunternehmen der Calvinstadt daher die Treue halten. Eine andere, noch ungelöste Frage ist, wie Genf die jährlichen happigen Steuerausfälle finanzieren wird.

Mit CEVA wird der Büroflächenmarkt Genf eine neue Ordnung erhalten

Einen massgeblichen Einfluss auf die Entwicklung des Büroflächenmarktes Genf wird die neue Bahnstrecke Cornavin–Eaux-Vives–Annemasse (CEVA) haben, die ab Ende 2019 den grenznahen französischen Ort Annemasse mit dem Genfer Bahnhof Cornavin verbinden wird. Damit entsteht ein schweizerisch-französisches Bahnnetz mit mehr als 40 Bahnhöfen auf einer Strecke von 230 km beidseits der Grenze. Mehr als 240'000 Menschen werden im Umkreis von 500 m der CEVA-Bahnhöfe arbeiten und wohnen, was deren Bedeutung erkennen lässt. Die Areale rund um die zukünftigen Bahnhöfe sind entsprechend in den Fokus der Entwicklung geraten. Das wohl grösste Bauprojekt rund um die Bahnstation Lancy-Pont-Rouge soll u.a. 110'000 m² an Büroflächen umfassen (30'000 m² bis Ende 2018). Der Bahnhof Eaux-Vives wird durch einen unterirdischen Bahnhof ersetzt, was Raum schafft für ein neues Quartier mit 22'000 m² an Büro- und Retailflächen. Am Bahnhof Chêne-Bourg soll mit dem Projekt Opale ein neues Quartier entstehen. Die SBB planen dort einen Turm mit 20 Stockwerken und Büro- und Retailflächen von 12'000 m². Werden die Projekte realisiert, hätten die Büroflächen – wegen ihrer Lage an den Bahnhöfen – im Verdrängungsmarkt einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil. Als weiteres Grossprojekt plant die Swiss Prime Site AG in Plan-les-Ouates fünf Geschäftsgebäude mit gesamthaft 67'530 m² an Büroflächen. Eher längerfristiger Natur sind die geplanten Grossprojekte und Quartierentwicklungen des Kantons. Bei vollständiger Realisierung würden in den nächsten acht Jahren in Les Cherpines, Thônex und Bernex Est bis zu 320'000 m² an zusätzlichen Flächen entstehen. Im aktuellen Wirtschaftsumfeld ist deren baldige Realisierung aber fraglich.

Abb. 56: Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

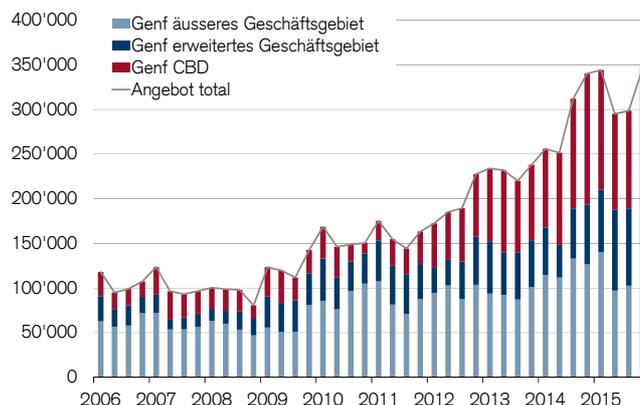
In CHF Mio. (linke Skala); Anteil am Total der fünf Grosszentren (rechte Skala)



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 57: Entwicklung der angebotenen Büroflächen

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

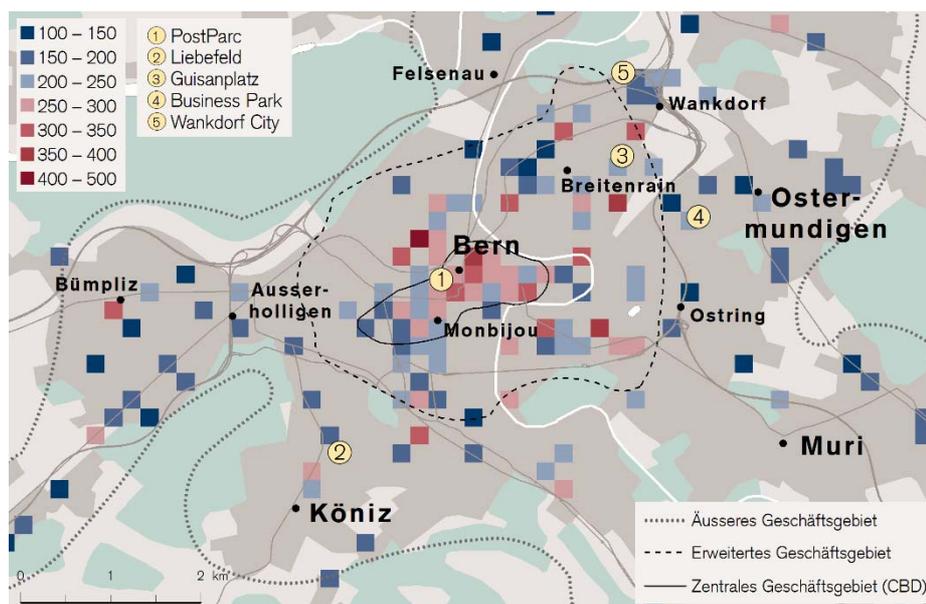


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Bern

Abb. 58: Angebotsmieten (netto) des Büroflächenmarktes Bern

In CHF/m² und Jahr, Rastergrösse 200 x 200 m, 2012–2015; flächengewichtete Durchschnittsmiete = CHF 221



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

Flaches Preisgefälle zwischen CBD und erweitertem Geschäftsgebiet

Der Büromarkt Bern hat gemeinsam mit Basel die preisgünstigsten Flächen unter den Grosszentren. Die flächengewichtete Durchschnittsmiete (netto) liegt mit CHF 221/m² fast 30% unter dem Niveau von Zürich. Insbesondere das äussere Geschäftsgebiet Berns ist mit einer Medianmiete von CHF 190/m² im Vergleich zu anderen Zentren ein günstiger Standort. Spitzenmieten von über CHF 300/m² sind hauptsächlich direkt beim Bahnhof oder vereinzelt in angrenzenden Quartieren nördlich und südlich zu finden. Die ausgeschriebenen Mietpreise im erweiterten Geschäftsgebiet haben sich in den letzten Jahren stark und nur unwesentlich teurer gewordenen Mieten im Central Business District (CBD) angeglichen. Darin drückt sich die hohe Qualität der neu entstandenen modernen Flächen an gut erschlossenen Lagen (z.B. Wankdorf City) aus, die das Büroflächenangebot der Innenstadt in letzter Zeit ergänzt haben.

Träger Absatz der grossen Flächenangebote

Mit dem Baufortschritt und der Fertigstellung der Grossprojekte hat sich eine Angebotszunahme auf dem Büroflächenmarkt Bern abgezeichnet. Ende 2015 wurde das bisherige Maximum von 132'000 m² an ausgeschriebenen Flächen erreicht, was einer Angebotsquote von vergleichsweise tiefen 3.9% entspricht (Abb. 60). Der Absatz der angebotenen Flächen verläuft nur zaghaft. Die schon Ende 2014 ausgeschriebenen grösseren Flächen standen im Wesentlichen auch Ende 2015 noch im Angebot. Der schleppende Absatz hat denn auch bewirkt, dass das temporäre Überangebot in den offiziellen Leerständen sichtbar wurde. Per 1. Juni 2015 stiegen die Leerstände in der Bundesstadt sprunghaft auf 68'000 m² an, was mehr als eine Verdoppelung gegenüber dem Vorjahr bedeutete und dem höchsten Leerstand seit Messbeginn im Jahr 1998 entspricht. Entsprechend klar ist die Projektierungstätigkeit eingebrochen (Abb. 59): Das bewilligte Investitionsvolumen von Büroflächen lag im Jahr 2015 58.4% unter dem langfristigen Mittel. Aufgrund einer derart geringen künftigen Angebotsausweitung dürfte sich der Büroflächenmarkt Bern mit der Zeit unweigerlich erholen.

Grosses Flächenangebot vor allem im äusseren Geschäftsgebiet

Im Unterschied zu anderen Grosszentren entfällt mit zuletzt 8.2% nur ein geringer Anteil der angebotenen Büroflächen auf das erweiterte Geschäftsgebiet Berns. Dagegen befinden sich fast drei Viertel der ausgeschriebenen Flächen im äusseren Geschäftsgebiet. Dieser Anteil war im Büroflächenmarkt Bern zwar schon in der Vergangenheit grösser als anderswo, hat sich aber in den letzten zwei Jahren nochmals erhöht. Verursacht wurde dies u.a. auch durch den Wegzug der Swisscom nach Ittigen aus dem heute als Businesspark vermarkteten Hochhaus an der Ostermundigenstrasse. Verhandlungen über diese Flächen sollen angeblich mit der Berner Kantonspolizei laufen, die Platz für ihr neues Hauptquartier sucht. Weitere solche Beispiele dürften folgen, denn die Konsolidierung von Büroflächenstandorten ist noch lange nicht abgeschlossen. In Wankdorf City ist zwar ein Grossteil der neuen Flächen schon bezogen, bis im Jahr 2020 werden aber im Rahmen der Entwicklungsphase 2 nochmal 2300 Arbeitsplätze folgen. Diese umfasst knapp 50'000 m² Bruttogeschossfläche, davon rund 30'000 m² an Dienstleistungsflä-

chen. Im neuen PostParc direkt am Bahnhof werden zwischen November 2015 und Herbst 2016 30'000 m² Dienstleistungsflächen, Büros und Praxen und 10'000 m² Retail- und Gastroflächen bezogen. Über 80% der Gesamtfläche sind bereits vermietet. Für die grösste Rochade auf dem Büroflächenmarkt dürften jedoch die Arbeitsplatzverschiebungen des Bundes sorgen. Rund um den Guisanplatz entstehen bis 2020 rund 2700 und später nochmals 2000 Bundesarbeitsplätze. Auf dem Campus Liebefeld in Köniz sind nach dem Einzug des BAG mit 840 Bundesangestellten auf längere Sicht weitere 600 Bundesstellen geplant. In Kleinwabern möchte der Bund längerfristig 2000 Arbeitsplätze ansiedeln. Im Raum Ey/Papiermühle (Ittigen) will er in der Nähe des neuen Swisscom-Standorts nach 2020 weitere 900 Mitarbeiter unterbringen. Und im Gebiet Meielen in Zollikofen hat der Bund im Herbst rund 700 Arbeitsplätze bezogen. Längerfristig sieht er dort ein Potenzial für 1500 weitere Arbeitsplätze.

Umnutzungspotenzial ist fallweise zu prüfen

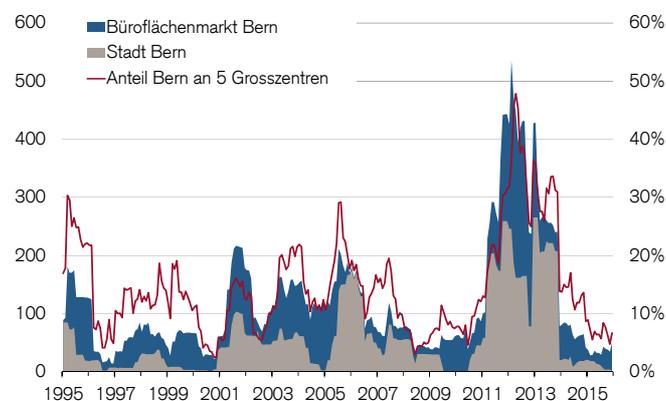
Durch die geplanten Umzüge dürften einige in die Jahre gekommenen Büros für andere Nutzungen infrage kommen, denn die häufig alten und sanierungsbedürftigen Büroliegenschaften werden bei der aktuellen Nachfragesituation nur schwierig zu vermarkten sein. Fallweise können Umnutzungen in Wohnraum eine Lösung sein. Das Mietpreisgefälle zwischen älteren Büroflächen und neu sanierten Wohnräumen ist in Bern allerdings nicht derart steil, dass sich solche Lösungen flächendeckend aufdrängen. Wenn die Differenz der jährlichen Quadratmetermiete CHF 100 oder mehr ausmacht, lohnt sich gemäss Faustregel eine Umnutzung. Unter Einrechnung eines längeren Leerstands kann eine Umnutzung auch bei geringerer Differenz lohnenswert sein. Letztlich gilt es aber, jeden Einzelfall separat auf seine Wirtschaftlichkeit zu prüfen und im Detail abzuklären, ob sich Objekt und Standort für eine Wohnnutzung eignen.

USR III könnte Bern durch indirekte Effekte beeinflussen

Aufgrund der hohen Unternehmensbesteuerung ist in Bern nicht mit Neuzuzügen als Folge der USR III zu rechnen. Vielmehr muss sich der Kanton Gedanken darüber machen, dass andere Kantone die Steuerbelastung für juristische Personen teils massiv senken werden und dadurch für ordentlich besteuerte Unternehmen attraktiver werden. Um Standortverlegungen aus Steuermotiven vorzubeugen, beabsichtigt auch Bern, den maximalen Gewinnsteuersatz von heute 21.6% bis 2021 auf zwischen 16.4% und 18% zu senken. Gänzlich konkurrenzfähig wird der Standort hinsichtlich der Steuerattraktivität dadurch nicht werden. Doch die Statusgesellschaften spielen im Kanton Bern ohnehin nur eine untergeordnete Rolle, und die Unternehmensgewinnsteuern machen nur 10% der gesamten Steuereinnahmen aus. Der Büroflächenmarkt könnte jedoch indirekt von den Mindereinnahmen, die dem Bund durch die USR III drohen, betroffen sein. Um den Spielraum der Kantone zur Reduktion der ordentlichen Gewinnsteuersätze zu erhöhen, will der Bund den Kantonsanteil an der direkten Bundessteuer von 17% auf 20.5% erhöhen. Die resultierenden Mindereinnahmen von jährlich rund CHF 1 Mrd. könnten das künftige Ausgabenwachstum beschneiden und die Verwaltung schlussendlich zwingen, ihr hohes Beschäftigungswachstum der letzten Jahre zu drosseln, was die Nachfrage dämpfen würde.

Abb. 59: Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

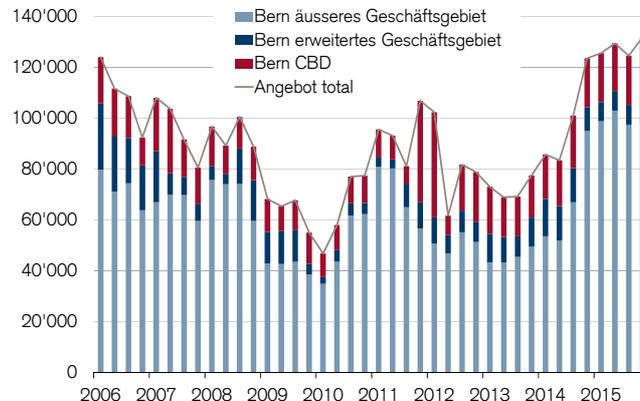
In CHF Mio. (linke Skala); Anteil am Total der fünf Grosszentren (rechte Skala)



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 60: Entwicklung der angebotenen Büroflächen

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

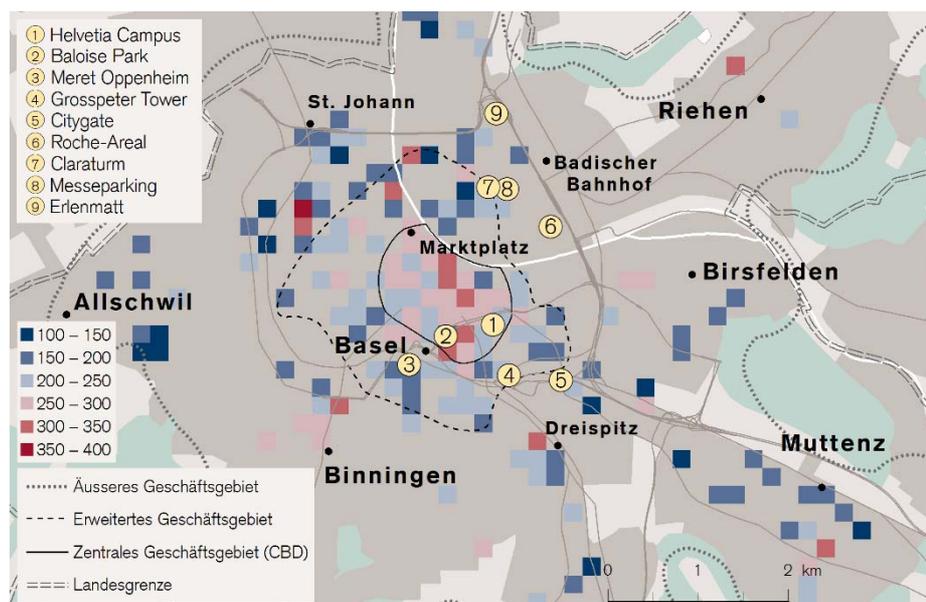


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Basel

Abb. 61: Angebotsmieten (netto) des Büroflächenmarktes Basel

In CHF/m² und Jahr, Rastergrösse 200 x 200 m, 2012–2015; flächengewichtete Durchschnittsmiete = CHF 222



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

Geringe Preisunterschiede zwischen den Geschäftsgebieten

Mit einer flächengewichteten Durchschnittsmiete von netto CHF 222/m² ist Basel in puncto Büroflächenpreise zusammen mit Bern das günstigste Grosszentrum. Insbesondere im Basler Central Business District (CBD) liegt die Medianmiete mit CHF 260/m² auf einem vergleichsweise tiefen Niveau und unterscheidet sich von jener im äusseren Geschäftsgebiet um nur CHF 52/m². In Zürich ist diese Differenz mehr als viermal so hoch (Abb. 50). Standortverlagerungen aus Kostengründen aus der Innenstadt heraus waren in Basel daher nie ein so gewichtiges Thema wie in anderen grossen Büroflächenmärkten. Ausserhalb des CBD und des erweiterten Geschäftsgebiets weist die basellandschaftliche Gemeinde Binningen ein für die Region erhöhtes Preisniveau auf. Angebotspreise unter CHF 200/m² sind hauptsächlich im äusseren Geschäftsgebiet, im erweiterten Geschäftsgebiet in Kleinbasel oder im bahnhofsnahen Quartier Gundeldingen zu finden.

Der dynamischste Büroflächenmarkt der Schweiz

Basel erweist sich als der zurzeit dynamischste Büroflächenmarkt unter den Schweizer Grosszentren. Der Anteil der Flächen zur Erstvermietung am gesamten Flächenangebot liegt bei vergleichsweise hohen 60.6%, und an Ideen für weitere Projekte im Bürosegment mangelt es nicht. Weil abgesehen von den Werkgeländen der Pharmamultis am Rheinknie jüngst nur wenige Flächen gebaut wurden, haben sich die ausgeschriebenen Büroflächen im Laufe des Jahres 2015 auf 152'000 m² reduziert, nachdem der Wert vier Quartale zuvor noch um 17'000 m² höher lag (Abb. 63). Nur 11.9% der angebotenen Flächen befinden sich im CBD, eine auch im historischen Vergleich tiefe Quote. 40.8% der Angebotsflächen ist dagegen im äusseren Geschäftsgebiet zu finden, das sich zu grossen Teilen aus den angrenzenden basellandschaftlichen Gemeinden zusammensetzt. Im Einklang mit dem Angebot hat sich der Leerstand im Kanton Basel-Stadt von über 75'000 m² im Jahr 2014 auf knapp 61'000 m² im Jahr 2015 reduziert. Damit befindet er sich wieder auf dem Niveau von 2008.

Basler Hochhaus-Fieber hält an

Gegenwärtig hat der Büroflächenmarkt Basel mit einem baubewilligten Investitionsvolumen 2015 von CHF 201 Mio. einen Anteil von fast einem Drittel am Investitionsvolumen aller fünf Grosszentren (Abb. 62). Allerdings ist der Grossteil der Investitionen nicht in der Stadt Basel geplant, sondern rührt überwiegend vom Neubau zweier Bürogebäude von Roche in Kaiseraugst her. Innerhalb der Stadt ist das Meret Oppenheim Hochhaus das grösste bewilligte Projekt des letzten Jahres. Der von den SBB gebaute 81 Meter hohe Turm weist bei seinen rund 10'000 m² Büroflächen bereits eine Vorvermietungsquote von 76% auf und soll im Januar 2019 bezogen werden. Schon seit über einem Jahr im Bau ist der Grosspeter Tower, der 2017 neben einem Hotel 11'500 m² an Büroflächen auf den Markt bringen wird. Der Rückbau des Hotels Hilton zugunsten des neuen Baloise Park hat ebenfalls begonnen. Am neuen Baloise-Hauptsitz werden 2020 700 Arbeitsplätze von verschiedenen Unternehmensteilen vereint und weitere 600 Büroarbeitsplätze an Dritte vermietet. Ebenfalls im Bau ist die Überbauung in der Erlenmat-

te mit 6870 m² Bürofläche. Ein ähnliches Ausweitungsvorhaben wie die Baloise plant die Helvetia-Versicherung mit einem neuen Büroturm an ihrem Schweizer Hauptsitz im Quartier St. Alban. Das Basler Hochhaus-Fieber dauert jedoch auch ausserhalb der Stadt an: In Pratteln sind mit den Projekten Aquila, Ceres Tower und Helvetia Tower gleich drei Hochhäuser im Bau, die jeweils im Sockel zusammen rund 12'500 m² an Büroflächen offerieren. Weitere Projekte wie das CityGate, der Ersatzbau des Messeparking oder der Claraturm sehen ebenfalls Büronutzungen vor, sind aber aus unterschiedlichen Gründen (Vorvermietungsquote, Bewilligungsprozedere, Einsprachen) noch nicht baureif.

Roche will mittelfristig die Aussenstellen in der Innenstadt aufgeben

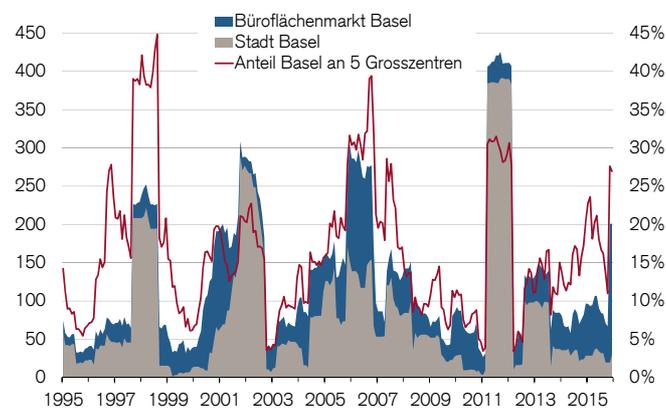
Zusätzliche Flächen werden in Basel durch die fortschreitende Umgestaltung und Verdichtung des Roche-Areals auf den Markt kommen. Neben dem bereits eröffneten, derzeit höchsten Gebäude der Schweiz (Bau 1) soll bis 2021 ein noch höheres Bürogebäude (Bau 2) mit rund 1500–1700 Arbeitsplätzen von nahezu identischer Form gebaut werden. Angrenzend entsteht bis 2022 ein neues Forschungs- und Entwicklungszentrum (Bauten 4–7) mit rund 950 Labor- und 950 Büroarbeitsplätzen. Weitere Neubauten, Sanierungen und Aufstocken sind geplant. Die neuen Arbeitsplätze werden durch ein rein organisches Beschäftigungswachstum nicht belegt werden können. Vielmehr beabsichtigt Roche, ihr Aussenstellennetz innerhalb der Stadt Basel aufzugeben und die Mitarbeiter zwecks Vereinfachung der Kommunikation und Stärkung der Zusammenarbeit auf dem Wettsteinareal zu konzentrieren. In den 16 meist angemieteten Bürostandorten arbeiten rund 4000 Angestellte. Es dürften daher in der Basler Innenstadt bis 2024 schätzungsweise 70'000 m² an Bestandsflächen sukzessive ins Angebot gelangen, sofern Roche seine Absichten wie geplant umsetzt.

Basel-Stadt setzt auf die Patentbox

80 % des Gewinnsteuersubstrats und 56% der tatsächlichen Gewinnsteuererträge des Kantons Basel-Stadt stammen von den privilegiert besteuerten Statusgesellschaften. Kein anderer Kanton weist eine so hohe Abhängigkeit von den Statusunternehmen auf. In der wichtigen Life-Science-Branche mit rund 20'000 Vollzeitstellen profitiert praktisch jedes Unternehmen in irgendeiner Form von den heutigen Steuerprivilegien. Ohne Gegenmassnahmen würde die Gewinnsteuerlast mit der Umsetzung der USR III erheblich steigen und wohl zur Abwanderung betroffener Unternehmen führen. Im Rahmen der USR III sieht der Bund die Einführung einer Patentbox zur steuerlichen Förderung von Forschungsaufwendungen, Ersatzmassnahmen bei der Kapitalsteuer und Übergangsmassnahmen für heutige Statusgesellschaften vor. Die Patentbox ist ein wichtiges Element, damit Basel-Stadt bei den forschungs- und entwicklungsintensiven Bereichen (F&E) wettbewerbsfähig bleiben kann. Weil nicht alle der heute reduziert besteuerten Erträge von der Patentbox abgedeckt werden, wird der Kanton Basel-Stadt den ordentlichen Gewinnsteuersatz ebenfalls etwas senken müssen, um seine Attraktivität zu erhalten. Erträge die vor und nach der Reform ordentlich besteuert werden, werden im Sinne eines Mitnahmeeffektes von der Senkung des ordentlichen Steuersatzes profitieren. Im Vergleich zu den steuergünstigsten Kantonen wird Basel-Stadt für ordentlich besteuerte Unternehmen auch nach der Steuerreform kaum konkurrenzfähig sein, für Unternehmen mit hohem F&E-Anteil dürfte Basel aber ein attraktiver Standort bleiben.

Abb. 62: Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

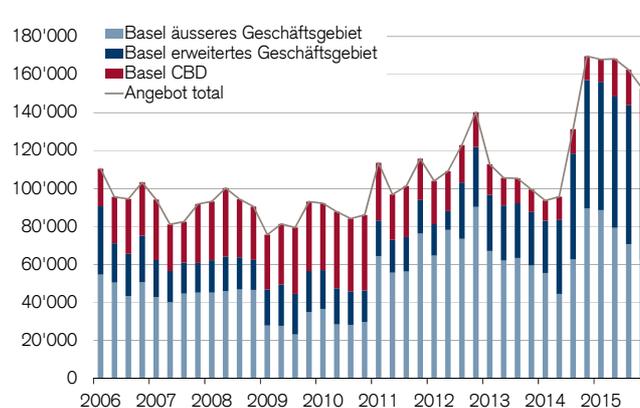
In CHF Mio. (linke Skala); Anteil am Total der fünf Grosszentren (rechte Skala)



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 63: Entwicklung der angebotenen Büroflächen

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

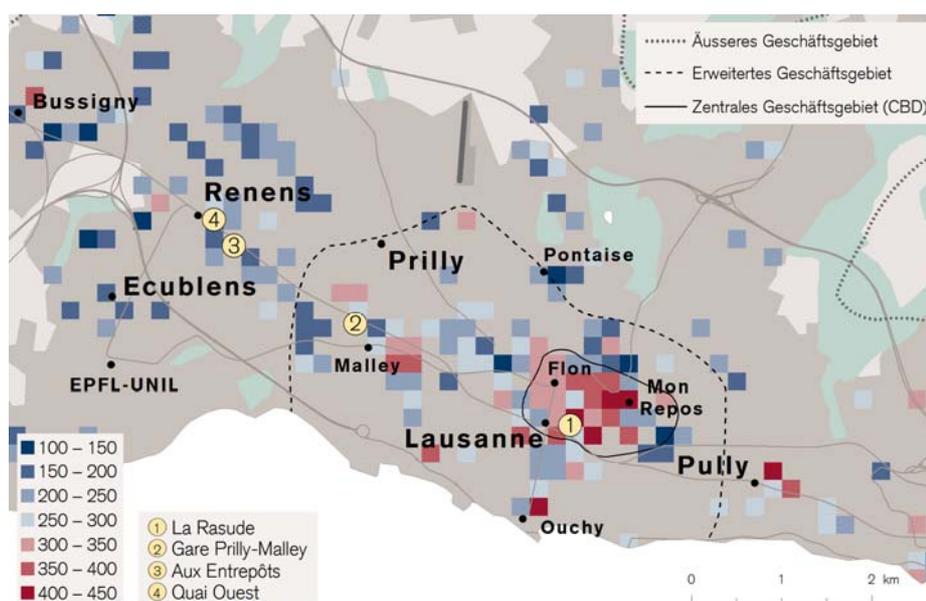


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Lausanne

Abb. 64: Angebotsmieten (netto) des Büroflächenmarktes Lausanne

In CHF/m² und Jahr, Rastergrösse 200 x 200 m, 2012–2015; flächengewichtete Durchschnittsmiete = CHF 269



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

Büromieten im Durchschnitt 40% tiefer als in Genf

Mit der hervorragenden Lage am Genfersee, den weltweit renommierten Bildungs- und Forschungsstätten sowie seiner Funktion als Zentrum der Romandie bietet sich Lausanne als attraktiver Standort für Dienstleistungsunternehmen an. Die flächengewichteten Durchschnittsmieten sind mit netto CHF 269/m² zudem fast 40% tiefer als im benachbarten Genf – und das sogar auch im Central Business District (CBD). Das Dreieck zwischen Bahnhof, Flon und Mon Repos beheimatet die exklusivsten Bürolagen in Lausanne mit Nettomieten von bis zu CHF 450/m². Überdurchschnittliche Mietpreise von über CHF 300/m² sind ausserdem in Pully, östlich des aufstrebenden Malley und an vereinzelt Lagen direkt am See zu finden. Ausserhalb des CBD weisen die Büromieten deutliche Abschläge auf: Nur wenige hundert Meter vom Bahnhof entfernt können die ausgeschriebenen Flächenpreise unter CHF 250/m² liegen. Günstigere Flächen mit Nettomieten von häufig unter CHF 200/m² sind nördlich der Universität und der École polytechnique fédérale de Lausanne (EPFL) in Ecublens und Renens zu finden. In Anbetracht der Projekte, die im Rahmen des Entwicklungsplans Lausanne Ouest in diesem Gebiet realisiert werden (Tram t1, Hochleistungsbusse, Bahnhof Renens), wird das Gebiet weiter an Attraktivität gewinnen und den Westen von Lausanne stark aufwerten.

Höhepunkt im Flächenangebot dürfte überschritten sein

Nachdem das Angebot auf dem Büroflächenmarkt Lausanne im 4. Quartal 2014 seine bisherige Rekordmarke von über 199'000 m² erreichte hatte, reduzierte sich dieses in der Folge auf zuletzt 172'000 m², was 6.8% des Bestands entspricht (Abb. 66). Das hohe Flächenangebot in Lausanne hatte sich im Nachgang der Finanzkrise aufgrund einer Kombination von verringerter Nachfrage und hoher Flächenausweitung gebildet. Weil sich die Projektierungstätigkeit bereits 2013 stark zurückbildete, ist der Anteil der zur Erstvermietung ausgeschriebenen Flächen heute mit 7.7% deutlich tiefer als in den Deutschschweizer Grosszentren. Wie in anderen grossen Geschäftsflächenmärkten verlagert sich aber auch in Lausanne das Angebot zusehends in das erweiterte Geschäftsgebiet. Vor fünf Jahren betrug der Anteil der Angebotsflächen in diesem Gebiet noch 10% am Total, heute ist es rund ein Drittel. Anteilsmässig abgenommen hat das Angebot hingegen im äusseren Geschäftsgebiet, das noch die Hälfte aller ausgeschriebenen Flächen auf sich vereint. Der Anteil des CBD liegt bei vergleichsweise stabilen 10%–20%. Darauf, dass das Flächenangebot den Höhepunkt überschritten haben könnte, deuten auch die offiziellen Leerstände hin. Während sich die Summe der leer stehenden Büroflächen im Kanton Waadt innert Jahresfrist kaum veränderte, sind die Leerstände in der Region Lausanne auf zuletzt knapp 29'000 m² gesunken. Bei den Leerständen ist somit ebenfalls eine Entschärfung des Überangebots zu beobachten.

USR III und auslaufende Lex Bonny erhöhen Steuerbelastung für privilegierte Firmen nicht unerheblich

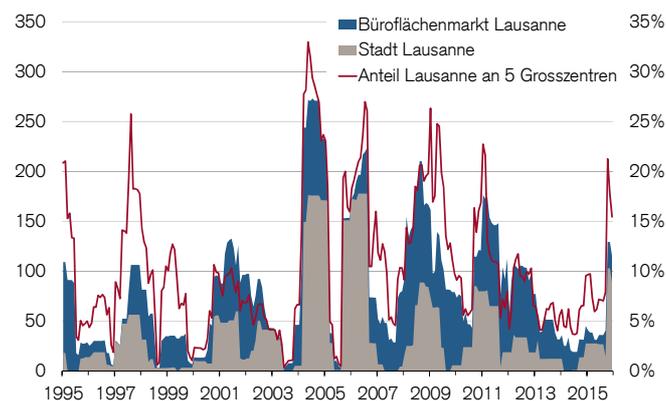
Nachfragehemmend dürften für den Büroflächenmarkt Lausanne die Unsicherheiten hinsichtlich der USR III sein. Allmählich scheinen sich diese zu klären. Der Kanton Waadt hat ähnlich hohe ordentliche Steuersätze wie Genf, belastet aber Statusgesellschaften mit nur knapp 4% erheblich geringer – lediglich im Kanton Freiburg ist der Satz noch tiefer. Dank umfangreichen Steuererleichterungen liegt der durchschnittliche effektive Gewinnsteuersatz für alle juristischen Personen in der Waadt bei bloss 7.3%. Dazu zählen gezielte Steuererleichterungen für die ersten zehn Jahre nach Neuansiedlung oder Lex-Bonny-Steuervergünstigungen, die im Rahmen der Regionalpolitik im Kanton Waadt noch bis maximal Ende 2017 Steuerprivilegien vorsehen. Der von der Kantonsregierung ins Auge gefasste ordentliche effektive Satz von 13.79% entspricht somit einer erheblichen Steuererhöhung für heute privilegiert besteuerte Unternehmen. Gemäss der Créa-Studie sind im gesamten Kanton 9200 Beschäftigte (3.2% der Gesamtbeschäftigung) in 701 Statusunternehmen tätig. Falls diese nicht von Steuerreduktionen (z.B. Patentbox) profitieren können, dürfte ein Teil dieser hochmobilen Firmen in steuergünstigere Standorte im Ausland abwandern – vorausgesetzt, diese müssen ihre Privilegien nicht ebenfalls abschaffen. Unter der Annahme, dass aufgrund der USR III beispielsweise 10% der betroffenen Arbeitsplätze von Statusgesellschaften ersatzlos verschwinden, würde sich die Nachfrage nach Büroflächen um rund 18'400 m² reduzieren. Stärker ins Gewicht fallen allerdings nicht etwaige Wegzüge, sondern ausbleibende Neuansiedlungen. Mit dem anvisierten effektiven Steuersatz und unter Berücksichtigung weiterer Standortfaktoren würde Lausanne zu einem insgesamt attraktiven und konkurrenzfähigen Unternehmensstandort. Weil die bisher steuerlich privilegierten Unternehmen vermutlich zu den mobilsten überhaupt zählen, bleibt allerdings eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich der Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform III auf den Lausanner Büroflächenmarkt.

Attraktive Projekte rund um die Bahnhöfe in Planung

Das Überangebot an Flächen und die Unsicherheiten bezüglich der künftigen Nachfrage haben bei Investoren in den letzten zwei Jahren Zurückhaltung hervorgerufen. Erst das Neubauprojekt des Internationalen Olympischen Komitees hat jüngst die gleitende 12-Monats-Summe der Bewilligungen mit CHF 116 Mio. wieder über das langfristige Niveau gehoben (Abb. 65). Ähnlich wie in Genf mangelt es auf dem Büroflächenmarkt Lausanne aber nicht an Ideen. Insbesondere an Standorten mit hoher ÖV-Lagegüte, nahe den Bahnhöfen Lausanne, Renens und Prilly-Malley, existieren Pläne für teilweise grosse Arealentwicklungen. Im Quartier La Rasude im Zentrum von Lausanne und in unmittelbarer Nähe zum Bahnhof planen die Arealigentümer Mobimo und SBB Immobilien ein bedeutendes Projekt. Auf einer Fläche von 76'000 m² soll ein Grosskomplex mit Büros (70%), Wohnungen, Dienstleistungen und Geschäften errichtet werden. In Renens ist mit dem Projekt Aux Entrepôts ein neues Quartier geplant. Als Teil davon entstehen entlang der Geleise drei neue Bürogebäude – zwei davon für die SBB, die hier ihren Sitz in der Westschweiz bauen. Der Büroflächenmarkt würde damit um 25'000 m² erweitert. In unmittelbarer Nähe, direkt am Bahnhof Renens, sollen im Rahmen des Projekts Quai Ouest unter anderem knapp 5000 m² an Büroflächen hinzukommen. Und am Bahnhof Prilly-Malley planen die SBB eine Geschossfläche von 20'340 m² für Büros, Einzelhandel, Dienstleistungen und Wohnen. Sollten die attraktiven Projekte ab 2017/2018 realisiert werden, bestehen trotz Nachfrageschwäche intakte Chancen, Mieter für die Büroflächen zu finden. Unter Druck geraten dürften dann allenfalls weniger gut erschlossene Standorte.

Abb. 65: Bewilligtes Bauvolumen für Büroflächen

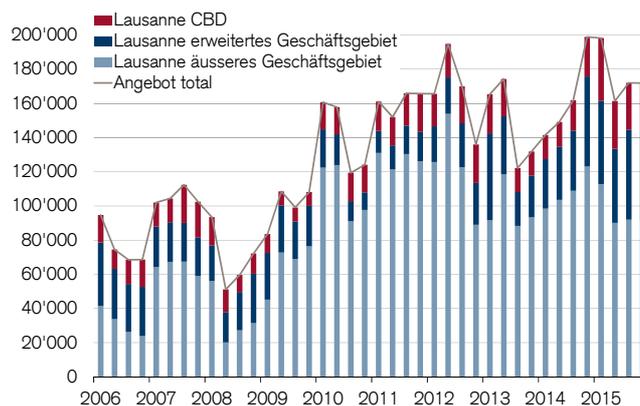
In CHF Mio. (linke Skala); Anteil am Total der fünf Grosszentren (rechte Skala)



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 66: Entwicklung der angebotenen Büroflächen

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



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Schwächelnde Nachfrage lässt Überangebot wieder wachsen

Ausblick Büroflächen 2016

Die Schweizer Wirtschaft wird 2016 nur wenig an Dynamik gewinnen und dürfte mit einem Wachstum von 1.0% deutlich unter dem Potenzialwachstum bleiben. Hohe Standortkosten und Margendruck zwingen Unternehmen zur weitgehenden Automatisierung der Abläufe und zur Verlagerung von Arbeitsplätzen an kostengünstigere Standorte (Offshoring). Der Strukturwandel in der Finanzdienstleistungsindustrie sowie die Reform der Unternehmensbesteuerung sorgen für Verunsicherung und Zurückhaltung bei der Einstellung zusätzlicher Arbeitskräfte. Wir erwarten daher nur noch einen leichten Anstieg der Beschäftigung und eine Zunahme der Arbeitslosenquote von 3.3% auf 3.7% im Jahresdurchschnitt. Angebotsseitig halten das Negativzinsumfeld und der Anlagedruck das Investitionsvolumen für Büroflächen über dem langfristigen Mittel, unbeirrt durch die hohe Angebotsquote und wachsende Leerstände. Insbesondere die Mittelzentren, wo die Angebotsquoten noch moderat sind, wecken das Interesse der Anleger. Da wir am Arbeitsmarkt mittelfristig nicht mit einem höheren Beschäftigungswachstum in den Bürobranchen rechnen, sondern im Gegenteil mit einer Abschwächung, ist die geplante Ausweitung zu gross, um eine Trendwende bei den Leerständen zu bewirken. Wir erwarten folglich, dass das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage wieder zunimmt, nachdem es sich kurzzeitig zu stabilisieren schien. Dies dürfte den Druck auf die Mietpreise aufrechterhalten und den Wettbewerb intensivieren. Wir rechnen mit kontinuierlich steigenden Leerständen, vor allem in den erweiterten und äusseren Geschäftsgebieten der Grosszentren und mittelfristig auch in den Mittelzentren. In den Central Business Districts können die Leerstände leicht reduziert werden, allerdings auf Kosten von Zugeständnissen bei den Mietkonditionen.

Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage	Ausgangslage	Ausblick
<p><i>Entwicklung der Nachfrage:</i> Wegen regulatorisch bedingter Standortunsicherheiten (Masseneinwanderungsinitiative, Unternehmenssteuerreform III), der Auslagerung von Arbeitsplätzen sowie des Strukturwandels im Finanzdienstleistungssektor dürfte die Beschäftigung in den klassischen Bürobranchen nur geringfügig wachsen. Die Folgen der Digitalisierung, die eine effizientere Ausnutzung von Büroflächen ermöglichen, vermindern die Nachfrage zusätzlich. Über alle Sektoren hinweg darf für 2016 nur noch mit einer marginalen Zusatznachfrage von etwa 10'000 m² gerechnet werden.</p> <p><i>Situation in den einzelnen Branchen:</i> Die staatsnahen Branchen werden zwar weiterhin solid wachsen, weitgehend fehlende Impulse in anderen Branchen drücken aber auf die Gesamtnachfrage. Nachfragerückgänge werden in der Industrie und im Finanzdienstleistungssektor erwartet. Die Informatik erachten wir – neben dem Service Public und dem Sozialwesen – als die Branche mit den besten Wachstumsaussichten.</p>	→	↘
<p>Angebot</p> <p><i>Projektierungstätigkeit:</i> Unbeirrt durch wachsende Leerständen und einen verhaltenen Konjunkturausblick verharrt das geplante Investitionsvolumen geringfügig über dem langjährigen Mittel von CHF 2.0 Mrd. Relativ zur prognostizierten Nachfrageschwäche ist die geplante Ausweitung zu hoch, um eine Trendwende bei den Leerständen zu bewirken. Regional verschieben sich die Investitionen von den Gross- in die Mittelzentren.</p> <p><i>Angebotsstruktur:</i> Das ausgeschriebene Angebot stabilisierte sich im Verlauf des Jahres 2015 auf hohem Niveau und beträgt noch rund 2.2 Mio. m². Der Anteil der in den fünf Grosszentren angebotenen Flächen ist im historischen Vergleich hoch, stieg aber 2015 nicht weiter. Während in den Deutschschweizer Grosszentren viele Neufächen ausgeschrieben sind, besteht das Angebot in den Grosszentren der Romandie hauptsächlich aus Bestandsliegenschaften.</p>	→	→
<p>Marktergebnis</p> <p><i>Leerstände:</i> Die Leerstandsziffer, die als Teilerhebung 43% des Büroflächenmarktes abdeckt, hat im vierten Jahr in Serie zugenommen. 2015 erhöhten sich die leer stehenden Flächen um 26% und summierten sich auf 657'000 m². An einigen Orten manifestiert sich die hohe Bautätigkeit der vergangenen Jahren erst jetzt klarer in den Leerständen, anderenorts fand eine Beruhigung statt. Angesichts des bestehenden Ungleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage werden die Leerstände mittelfristig weiter steigen.</p> <p><i>Mietpreise:</i> Die hohen Leerstände haben die Verhandlungsposition der Mieter gestärkt und den Druck auf die Mietpreise erhöht. Mit der Ausnahme von Genf hat sich das Tempo der Preiskorrektur jedoch verlangsamt. Angesichts der anhaltenden Überangebotsituation dürfte sich der Rückgang der qualitätsbereinigten Büromieten im laufenden Jahr fortsetzen, wenn auch nicht mehr mit derselben Dynamik.</p> <p><i>Performance (Total Return):</i> Die Einführung von Negativzinsen seitens der Schweizerischen Nationalbank hat eine weitere Absenkung der Diskontierungssätze erlaubt, sodass Wertkorrekturen bei den Büroliegenschaften ausblieben. Angesichts steigender Leerstände und sinkender Mieten sind solche Korrekturen aber lediglich aufgeschoben. Wir rechnen daher mit einer schwächeren Performance im laufenden Jahr.</p>	↗	↗
	↘	↘
	→	↘

Quelle: Credit Suisse

Verkaufsflächen

Der Umbruch hat erst begonnen

Als ob der boomende Onlinehandel nicht schon genug Herausforderung wäre, hat sich die Ausgangslage für den Detailhandel aufgrund der Frankenstärke und vermehrter Auslandeinkäufe noch mehr erschwert. Wie gross die Verunsicherung ist, zeigt sich an der seit Jahren äusserst schwachen Flächenplanung. Welche Perspektiven der stationäre Handel in einer Onlinewelt hat und welche Flächen bessere Vermietungschancen haben, sind die Fragen, die uns am meisten interessieren.

Nachfrage durch Einkaufstourismus und Online-Handel ausgebremst

Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses gibt Auslandeinkäufen neuerlichen Schub ...

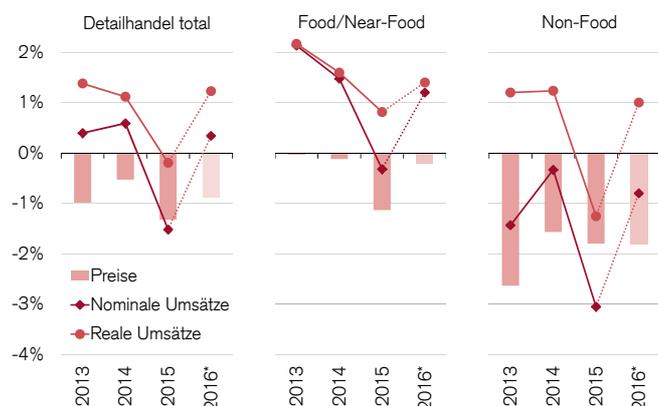
2015 war für den Detailhandel ein Jahr zum Vergessen. Zwei Drittel der Detailhändler erreichten ihre Umsatzziele nicht, und mehr als die Hälfte verfehlte ihre Gewinnziele. Die Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses machte dem Detailhandel früh im Jahr einen Strich durch die Rechnung. Die markante Frankenaufwertung gab Auslandeinkäufen einen neuerlichen Schub, nachdem sich diese in den Jahren 2012–2014 auf hohem Niveau stabilisiert hatten. CHF 11 Mrd. oder rund ein Zehntel des Umsatzes im gesamten Schweizer Detailhandel gab die Schweizer Bevölkerung 2015 im Ausland aus. Dabei dürfte wie in den Jahren zuvor am meisten für Food/Near-Food sowie Bekleidungs- und Sportartikel ausgegeben worden sein.⁴

... und bescherte dem Detailhandel 2015 einen Umsatzrückgang

Neben dem Einkaufstourismus wirkte sich auch die Verschlechterung der Konsumentenstimmung negativ auf die Detailhandelsumsätze aus. Weder das anhaltend solide Bevölkerungswachstum noch die höhere Kaufkraft konnten diese negativen Effekte aufwiegen. 2015 verbuchte der Detailhandel einen Rückgang der realen Umsätze von 0.2% gegenüber dem Vorjahr (Abb. 67).⁵ Nominal belief sich das Umsatzminus auf 1.5%, weil die Detailhändler die Preise nach der Frankenaufwertung schneller anpassten als noch 2010/2011. Hielt sich das Food-Segment noch vergleichsweise gut (nominal -0.3% ggü. Vorjahr), musste das Non-Food-Segment dagegen ein katastrophales Jahr mit einem nominalen Umsatzrückgang von 3.1% hinnehmen.

Abb. 67: Detailhandelsumsätze und Preise

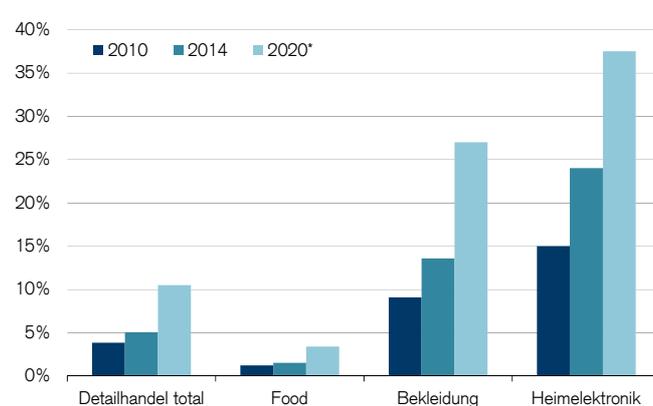
Veränderung zum Vorjahr (kalenderbereinigt); * Prognose



Quelle: GfK, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 68: Onlineanteil am Umsatz Schweiz

Anteil Onlinehandel (Händler in der Schweiz) am gesamten Umsatz; * Prognose



Quelle: GfK, Verband des Schweizerischen Versandhandels (VSV), Credit Suisse

⁴ Vgl. GfK im Auftrag der Interessensgemeinschaft Detailhandel Schweiz (IG DHS) (2013): «Auslandeinkäufe 2012» und Universität St. Gallen (2015): «Einkaufstourismus Schweiz 2015».

⁵ Vgl. Credit Suisse (2016): «Retail Outlook 2016: Wie viel Schweiz steckt im Schweizer Detailhandel?»

2016: Rückkehr zu schwach positivem Umsatzwachstum

Für den Detailhandel dürften sich die Rahmenbedingungen im Jahr 2016 etwas aufhellen. Das Wachstum der Schweizer Wirtschaft wird im Laufe des Jahres wieder in Gang kommen (BIP +1%), die Zuwanderung und damit das Bevölkerungswachstum werden robust bleiben, und die Kaufkraft wird sich leicht erhöhen. Die Auslandeinkäufe dürften sich dank eines erwarteten EUR/CHF-Wechselkurses von 1.10 stabilisieren. Demgegenüber steigt die Arbeitslosenquote, und die Konsumentenstimmung ist verhalten, sodass wir für den Detailhandel lediglich ein geringes nominales Umsatzwachstum von 0.3% erwarten (Abb. 67). Dieses basiert erneut hauptsächlich auf dem Food/Near-Food-Segment, wohingegen wir im Non-Food-Bereich mit einem erneuten nominalen Umsatzminus rechnen. Die Preise im gesamten Detailhandel dürften mit 0.9% wieder etwas weniger stark sinken, sodass real ein Umsatzplus von 1.2% resultiert. Die anspruchsvolle Ertragslage dürfte sich damit aber höchstens stabilisieren.

Der Onlinehandel beansprucht das gesamte Wachstum, ...

Obige Wachstumswahlen beinhalten auch den Onlinehandel, der sich mit Wachstumsraten von 7%–10% sehr dynamisch entwickelt. Dahinter steht eine Kombination aus demografischer Entwicklung, Technologiesprung und Verhaltensänderung der Konsumenten. Beflügelt von der wachsenden Verbreitung mobiler Endgeräte entdecken immer mehr Konsumenten die vielen Vorzüge des Einkaufens über das Internet. Je vertrauter sie mit den Annehmlichkeiten von Onlinekäufen sind, umso weniger möchten sie diese sowie die tiefen Preise und das grosse Sortiment missen. Weitere Marktanteilsverluste des stationären Handels sind daher vorprogrammiert. Zudem wächst der Anteil der «Millennials» und «Digital Natives» am Total der Konsumenten. Diese sind mit dem Internet aufgewachsen und setzen es völlig selbstverständlich ein. Ihr Anteil wird bis ins Jahr 2025 von 31% auf 46% zunehmen. Nur schon dadurch wird der Onlinehandel weitere Marktanteile gewinnen. Folglich wächst der Detailhandel mit grosser Wahrscheinlichkeit auch in den nächsten Jahren praktisch nur noch im Onlinekanal. Je nach Sparte dürften sich die Online-Marktanteile unterschiedlich entwickeln (Abb. 68). Wir rechnen mit Marktanteilen von 11% im gesamten Detailhandel bis im Jahr 2020 und bis zu 27% bzw. 38% in den Bereichen Bekleidung und Heimelektronik. Der stationäre Handel befindet sich dementsprechend im Rückzugsgefecht. Im letzten Jahr kam es besonders im Bekleidungsdetailhandel zu Konkursen und Betriebsschliessungen. Weitere dürften folgen.

... bietet aber auch Chancen für den stationären Handel

Erschwerend kommt hinzu, dass nicht klar ist, welche Konzepte erfolgreich sein könnten. Abwarten ist in dieser Marktsituation jedoch eine gefährliche Strategie. Neben einer genauen Beobachtung des Marktes sind innovative Ideen und ein «Trial and error»-Vorgehen gefragt. Hierbei bietet eine Kombination der Vorzüge des stationären Handels mit den Vorzügen der Onlinewelt (Preisvergleiche, grosse Sortimentstiefe) einige Chancen, was jedoch eine Umrüstung der stationären Läden in digitale Läden erfordert. Wer auf Mobile Commerce und Omnichannel-Commerce setzt, hat grössere Erfolgchancen. Dies setzt allerdings eine hohe Onlinekompetenz voraus, welche derzeit den meisten Detailhändlern noch fehlt.

Verunsicherung bremst die Flächennachfrage

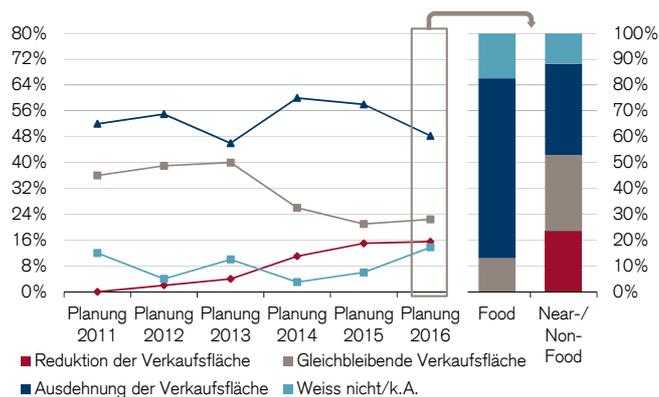
Die Verunsicherung über die einzuschlagende Strategie sowie dringend nötige Investitionen in Onlinekapazitäten haben unübersehbare Folgen für die Nachfrage nach Verkaufsflächen. Eine Nachfrage, die allein schon aufgrund der schlechten Ertragslage im Detailhandel schwach ausfällt. Gemäss einer regelmässig im Herbst durchgeführten Umfrage von Fuhrer & Hotz planen neuerdings weniger als 50% der befragten Händler eine Ausdehnung der Verkaufsflächen (Abb. 69). Der Anteil derjenigen, die eine Reduktion planen, hat sich nur leicht auf 16% erhöht. Unter anderem auch wegen der anders gearteten Herausforderungen durch den Onlinehandel schlagen Food- und Near-/Non-Food-Händler unterschiedliche Wege zur Optimierung ihrer Verkaufsflächen ein. Während 70% der Anbieter von Lebensmitteln auf der Suche nach zusätzlichen oder grösseren Flächen sind, sehen 53% der Retailer aus dem Bereich Near-/Non-Food ihre Zukunft auf den bestehenden oder gar reduzierten Verkaufsflächen. Die Verunsicherung lässt sich auch am hohen Anteil der Befragten ablesen (14%), die schlichtweg nicht wissen, welche Strategie sie einschlagen sollen. Der Spielraum für Expansionsstrategien dürfte in diesem Umfeld beschränkt sein und sich auf das Food-Segment konzentrieren. Letzteres ist ausserhalb des grenznahen Raums sowohl dem Einkaufstourismus als auch der Onlinekonkurrenz weniger stark ausgesetzt und kann sich daher auf die Schliessung von Lücken im eigenen Verkaufstellennetz konzentrieren bzw. Chancen aufgrund des regional stark unterschiedlichen Bevölkerungswachstums wahrnehmen.

Internationaler Vergleich: Onlinehandel Schweiz in frühem Entwicklungsstadium

Weil Erfahrungswerte zu den Auswirkungen des Onlinehandels auf Verkaufsflächen fehlen, lohnt sich ein Blick ins Ausland. Denn obwohl die Schweiz in Bezug auf Onlineeinkäufe der 16- bis 74-Jährigen sowie den Internetzugang der Haushalte zu den am weitesten entwickelten Ländern gehört, ist der Onlinehandel hierzulande mit einem Marktanteil von 5.4% (2014) noch vergleichsweise wenig entwickelt (Abb. 70). Dies bestätigt auch der «2015 Global Omnichannel Retail Index» von PwC, gemäss welchem die Schweiz von 19 untersuchten Ländern nur auf dem 14. Platz rangiert. Grund hierfür ist unter anderem eine im internationalen Vergleich noch geringe Verbreitung der Omnichannel-Strategie im Schweizer Detailhandel. Dies lässt befürchten, dass der Strukturwandel eben erst eingesetzt hat.

Abb. 69: Geplante Veränderung der Verkaufsfläche

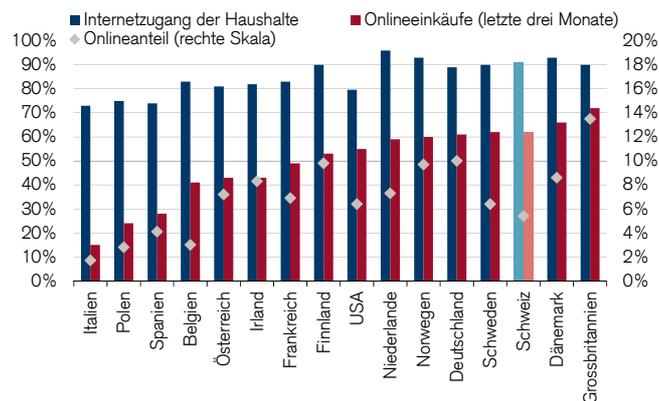
Linke Skala: Handel total, n = 47 (2011) bis 90 (2014); rechte Skala: Planung 2016 nach Segment (Food: n = 23; Near-/Non-Food: n = 34)



Quelle: Fuhrer & Hotz

Abb. 70: Entwicklungsstadium Onlinehandel im internationalen Vergleich 2014

Anteil der Haushalte mit Internetzugang, Anteil der 16- bis 74-Jährigen, die in den letzten 3 Monate online eingekauft haben (linke Skala); Onlineanteil am Umsatz



Quelle: Bundesamt für Statistik, Statistica, US Bureau of Census, Center of Retail Research, HUI Research, Verband des Schweizerischen Versandhandels (VSV), GfK, Credit Suisse

Grossbritannien als Orientierungshilfe

Grossbritannien erweist sich mit einem Online-Marktanteil von stolzen 13.5% als absoluter Spitzenreiter (Abb. 70). Weil das Land in Bezug auf Nachfragestruktur, Internetzugriff und Shopping-Verhalten mit der Schweiz vergleichbar ist, lohnt sich der Blick über den Ärmelkanal. Die Liste der alteingesessenen Einzelhändler in Grossbritannien, die ihr Geschäft aufgeben mussten, ist lang: Comet, JJB Sports, HMV sowie Jane Norman sind nur einige Beispiele. Insgesamt mussten gemäss Centre for Retail Research 2008–2014 294 mittlere bis grosse Detailhändler gut 23'500 Geschäfte schliessen. Die Leerstandsquote erhöhte sich derweil von 5.4% auf 13.4% (Local Data Company), wofür neben dem starken Wachstum des Online-Marktanteils von 8.3% auf 13.5% auch die Wirtschaftskrise verantwortlich war. Der Effekt des Onlinehandels darf daher nicht überbewertet werden. Darauf deuten auch die im Zuge der wirtschaftlichen Erholung zu beobachtende Verlangsamung der Geschäftsschliessungen sowie eine Stagnation der Leerstände in den vergangenen Jahren hin. Trotzdem: Die Entwicklung ist eindrücklich und zeigt, wie schwache Konsumausgaben und ein expandierender Onlinehandel eine Strukturbereinigung anstossen können, die sich auf die Flächennachfrage auswirkt. Mit dem starken Wachstum der Auslandeinkäufe ist derzeit im Schweizer Detailhandel ein ähnlicher Ursachenmix zu beobachten, der den einen oder anderen bekannten Bekleidungshändler (z.B. Companys, Bernie's, Jamarico) im vergangenen Jahr zur Aufgabe bewogen hat.

Trotz erfolgreicher Konzepte in Grossbritannien sinkt die Flächennachfrage insgesamt

Trotz einer hohen Zahl an Ladenschliessungen in Grossbritannien bietet der Onlinehandel auch Chancen für neue Konzepte und eine erfolgreiche Geschäftsentwicklung, sofern auf die veränderten Marktbedingungen eingegangen wird. Beispiele hierfür sind Detailhändler wie Argos, Next oder John Lewis, deren Onlineanteil am Gesamtumsatz mittlerweile mehr als 30% ausmacht. John Lewis beispielsweise baute das Filialnetz von 27 Läden im Jahr 2008 auf 46 im Jahr 2015 aus. Diese Einzelbeispiele für erfolgreiche Konzepte dürfen allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass unter dem Strich eine geringere Nachfrage nach Verkaufsflächen resultiert. Dieser Weg ist auch in der Schweiz vorgezeichnet.

Angebot: Verunsicherung stärker als Anlagedruck

Planungstätigkeit auf Sparflamme

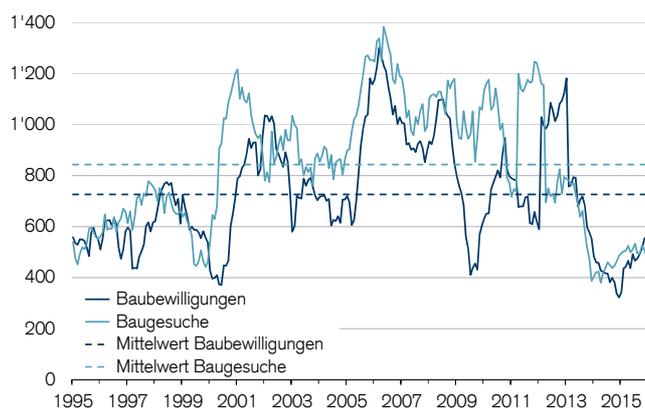
Trotz des Tiefzinsumfelds und folglich idealer Finanzierungsbedingungen sowie hohen Anlagedrucks für Investoren halten sich Letztere mit Verkaufsflächenprojekten auffallend stark zurück. Diese Zurückhaltung fusst auf den Schwierigkeiten, Mieter für neue Verkaufsflächenprojekte zu finden. Sie offenbart sich nicht nur anhand der totalen Bausumme bewilligter neuer Verkaufsflächen (Abb. 71), sondern auch anhand ihrer Aufteilung nach Projektgrösse (Abb. 72). Ein im Februar 2015 bewilligtes Grossprojekt mit einer Bausumme von CHF 80 Mio. ist das erste bewilligte Verkaufsflächenprojekt seit Juni 2012 mit einer Investitionssumme von mehr als CHF 50 Mio. Es handelt sich um das Einkaufszentrum Ebnet in Sirmach (TG), dessen Planung bereits 2002 begann. Es zählt ebenso wie einige andere Projekte zu den Nachzüglern der starken Expansionswelle des letzten Jahrzehnts. Auch in den tieferen Bauvolumenklassen von CHF 20–50 Mio. und CHF 10–20 Mio. sind geringere Bauvolumen geplant.

Ausweitung bleibt 2016 gering

Im Jahr 2015 wurden neue Verkaufsflächen mit einer Bausumme von insgesamt CHF 565 Mio. bewilligt (Abb. 71). Damit haben sich die bewilligten Verkaufsflächen seit dem Tiefstand Ende 2014 zwar wieder etwas erholt, die totale Projektsumme liegt aber weiterhin deutlich unter dem langjährigen Mittel von CHF 727 Mio. Unter den bewilligten Projekten befinden sich zudem auffallend oft Mischnutzungen, bei denen Verkaufsflächen nur einen geringen Anteil beanspruchen und der Baustart auch ohne Vorvermietung der Verkaufsflächen erfolgt. Mit Blick auf die Gesuche für neue Verkaufsflächen dürfte sich an dieser Situation so rasch nichts ändern. Auch sie verharren mit CHF 486 Mio. auf klar unterdurchschnittlichem Niveau.

Abb. 71: Planung von Verkaufsflächen

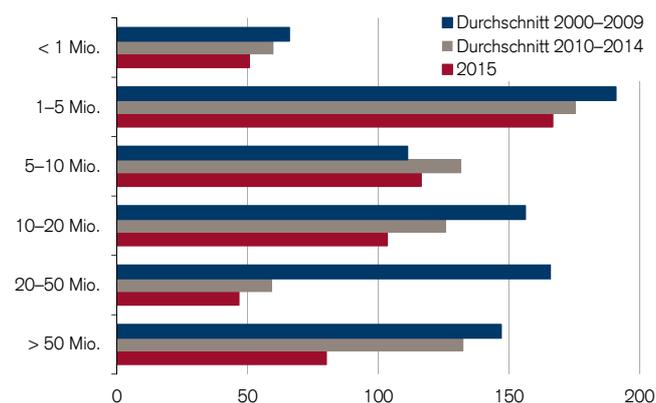
Neubau, gleitende 12-Monats-Summe, in CHF Mio.



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 72: Projektierung Neubau nach Projektgrösse

Baubewilligungen (Neubau), gleitende 12-Monats-Summe, in CHF



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Vereinzelt werden trotzdem noch grössere Projekte fertiggestellt

Obwohl die Projektierung neuer Grossformate gemäss Gesuchs- und Bewilligungstätigkeit praktisch zum Erliegen gekommen ist, wird doch die eine oder andere grössere Fläche fertiggestellt. Ganz ohne Wirkung scheinen die tiefen Zinsen doch nicht zu sein, und die vermeintlichen Planungsleichen sind so tot nicht. Man denke etwa an das Stade de Bienne (fertiggestellt), die Mall of Switzerland (im Bau), den FCS Park (Lipo-Park) in Schaffhausen (im Bau) – Projekte, die man schon abgeschrieben hatte und die letztlich doch realisiert wurden bzw. werden. Die Verzögerungen sind einerseits durch eine wegen Grösse und Komplexität lange Planungsphase bedingt, andererseits durch die Eintrübung der Marktstimmung. Zuweilen waren mehrere Anläufe notwendig, bis diese Projekte doch noch in Bau gingen. Die Zahl der fertiggestellten Projekte hat sich gegenüber dem letzten Jahrzehnt, in welchem jedes dritte Einkaufszentrum in der Schweiz seine Tore öffnete, dennoch stark reduziert. 2015 gingen bloss zwei Einkaufs-/Fachmarktzentren an den Start: das Allmend Center in Frauenfeld und die Tissot Arena in Biel (Stade de Bienne). 2016 und 2017 sollen es zusammen vier bis fünf sein. Weil keine neuen Projektideen nachwachsen, dünnt die Projektpipeline immer mehr aus. Die effektive jährliche Ausweitung an Verkaufsflächen dürfte indes aufgrund der Nachzügler noch etwas höher liegen, als es die Baubewilligungen vermuten lassen. Insgesamt wird die Flächenausweitung – einmal abgesehen von der Mall of Switzerland – allerdings bescheiden bleiben und dem nach Orientierung suchenden Markt zumindest nicht noch mehr Probleme beschern.

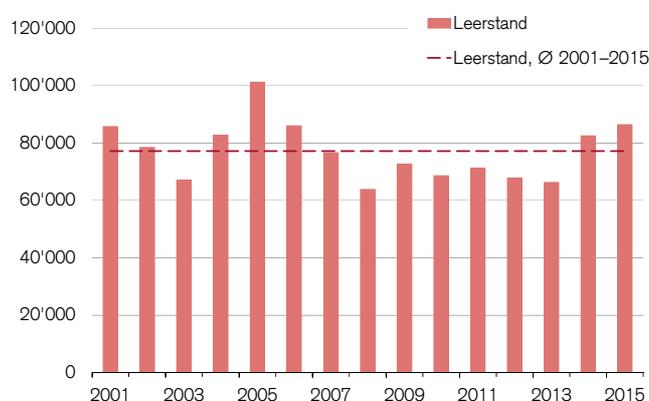
Marktergebnis: Vermieter am kürzeren Hebel

Steigende Leerstände

Angesichts der negativen Umsatzentwicklung im Detailhandel und der Herausforderungen, denen der Verkaufsflächenmarkt derzeit gegenübersteht, war zu erwarten, dass die als leer stehend gemeldeten Flächen zunehmen. Gemäss der Teilerhebung, die rund ein Drittel des Marktes abdeckt, standen per 1. Juni des letzten Jahres 86'500 m² Verkaufsflächen leer (Abb. 73). Dies entspricht einem Plus von 4.7% im Vorjahresvergleich und liegt nun 12% über dem Durchschnitt seit 2001. Zum zweiten Mal in Folge sind die Leerstandsflächen gestiegen, nachdem sie im Zeitraum 2008–2013 um rund 70'000 m² oszillierten. Die grösste Zunahme war im Kanton Genf zu verzeichnen, dessen Bestand an leer stehenden Verkaufsflächen ein 10-Jahres-Hoch erreichte. Mit Ausnahme von Lausanne haben die leer stehenden Flächen in allen Stadtregionen zugenommen, wenn auch zum Teil nur geringfügig. Angesichts der schwierigen Nachfragesituation erwarten wir für die nächsten Jahre keine Veränderung des Trends steigender Leerstände.

Abb. 73: Leer stehende Verkaufsflächen

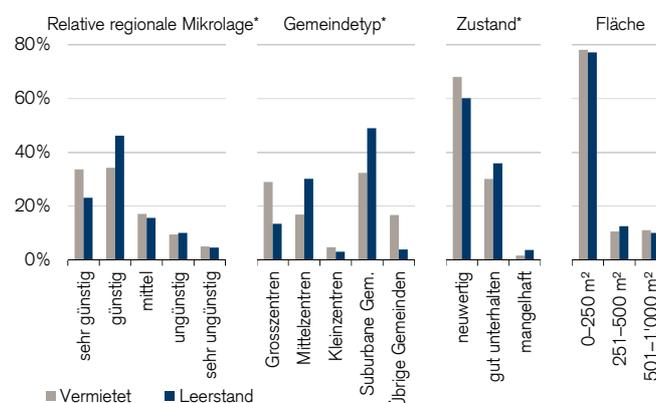
In m², jeweils per 1. Juni, Teilerhebung über rund 33% des Verkaufsflächenmarktes



Quelle: Diverse statistische Ämter, Credit Suisse

Abb. 74: Benchmark-Leerstand nach Eigenschaften

Verteilung der leer stehenden/vermieteten Flächen, per 30. September 2015



* flächengewichtet

Quelle: REIDA, Bundesamt für Raumentwicklung, Credit Suisse

Top-Lagen weit weniger leerstandsfährdet

Je stärker die Zahl leer stehender Flächen steigt, umso mehr interessiert, welche Flächen in erster Linie von Vermietungsschwierigkeiten betroffen sind. Daten der Real Estate Investment Data Association (REIDA) erlauben erste Rückschlüsse auf die Eigenschaften leer stehender Verkaufsflächen. Insgesamt 4.5% der Retailflächen in Besitz institutioneller Investoren standen per Ende September 2015 leer. «Sehr günstige» Lagen, also die 1A-Lagen, sind weit weniger von Leerständen betroffen (Abb. 74). Gerade umgekehrt verhält es sich mit den «günstigen», den 1B-Lagen, die zwar nicht zu den besten zählen, aber doch überdurchschnittlich attraktiv sind. An diesen kumulieren sich die Leerstände, was eine alte Binsenwahrheit im Retailgeschäft bestätigt: 50 bis 100 Meter von den besten Lagen entfernt kann ein Verkaufsladen bereits buchstäblich verhungern.

Kleine Läden stehen nicht mehr leer als grosse

Verkaufsflächen an schlechten bzw. «ungünstigen» Lagen sind selten. Beinahe 70% der untersuchten Verkaufsflächen entfallen auf als «sehr günstig» oder «günstig» bezeichnete Lagen, wobei wir bei der Lagenklassifikation einen streng regionalen Ansatz anwenden. Dies bedeutet, dass die individuellen Lagen nur innerhalb derselben Region verglichen und klassifiziert werden. Besonders Mittelzentren und die Agglomeration (suburbane Gemeinden) kämpfen mit überdurchschnittlichen Leerständen. Die fünf Grosszentren in der Schweiz scheinen dagegen für neue Geschäftsideen wie auch für Filialen von internationalen Händlern attraktiver zu sein. Keinen Einfluss auf die Leerstandsquote scheint die Ladengrösse zu haben. Zwar entfallen knapp 80% der Leerstände auf Flächen bis 250 m², doch das entspricht ziemlich genau dem Anteil dieser Flächenkategorie am Total aller Flächen. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass der Strukturwandel in Richtung grösserer Flächen abgeschlossen ist. Mit Blick auf den Zustand der Flächen lässt sich schliesslich feststellen, dass neuwertige Flächen unterdurchschnittlich von Leerständen betroffen sind, was zumindest teilweise erklärt, weshalb immer noch neue Flächen realisiert werden.

Top-Standorte mit hoher Nachfrage, ...

An den prestigeträchtigen Einkaufsstrassen und gut frequentierten Bahnhöfen bleibt der Wettbewerb um Mietflächen hoch. Diese Standorte überzeugen durch hohe Passantenfrequenzen und grosse Verbundvorteile, die ein einzigartiges Einkaufserlebnis ermöglichen. Mieterwechsel an diesen Standorten stellen für die Vermieter kein Problem dar. Im Gegenteil: Auslaufende Mietverträge erlauben es dem Vermieter, das Mietzinsniveau wieder an das höhere Marktniveau anzupassen. Dem Kostendruck an solchen Lagen können in der Regel aber nur die in ihrem Segment führenden Retailer standhalten. Das Gesicht dieser Einkaufsmeilen ändert sich daher laufend. Alteingesessene Geschäfte verschwinden mit grosser Regelmässigkeit. Diese Entwicklung dürfte sich künftig eher noch verstärken, denn nur in der ersten Reihe ist die Visibilität gegeben, und nur an diesen exquisiten Lagen sind die erfolgreichen Detailhändler – egal ob ursprünglich stationär oder online – bereit, tief in die Taschen zu greifen.

... Vermarktungsschwierigkeiten abseits der Top-Lagen

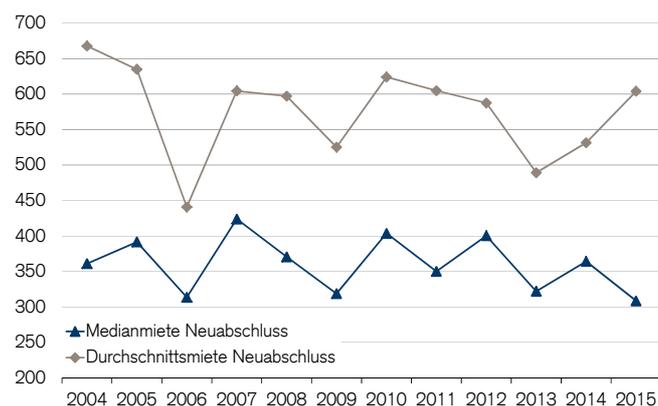
An den Lagen abseits der grossen Einkaufsstrassen und der gut frequentierten Verkehrsknotenpunkte sieht die Situation anders aus. Hier sind es vermehrt die Vermieter, die um die Mieter buhlen müssen. Abgänge von Mietern sind genauso häufig, wenn nicht noch häufiger, erfolgen aber meist im Stillen. Neue Flächen bekunden grösste Mühe, zahlungskräftige Mieter zu finden. Das hängt unter anderem auch damit zusammen, dass die Lagequalitäten des stationären Detailhandels in einer Omnichannel-Welt nicht mehr die gleiche Bedeutung haben. Wenn das Internet zum Schaufenster des Detailhändlers wird, spielen Faktoren wie Visibilität und Passantenfrequenz nicht mehr dieselbe Rolle. Ein Detailhändler muss sich also zuerst im Klaren sein, welche Onlinestrategie er verfolgen will. Der Standortentscheid ist dann ein nachgelagerter Entscheid. Der Bedeutungsverlust der Lagequalitäten äussert sich darin, dass die Vermarktung abseits der besten Lagen breitflächig harzt, wofür es mehrere Hinweise gibt.

Hinweis 1: Die Mieten stehen unter Druck

Die Mieten stehen unter Druck. Dies geht einerseits aus den Angebotsmieten von Wüest & Partner hervor, die in den vergangenen Jahren pro Jahr um 2% nachgaben. Andererseits zeugt auch die Entwicklung der Vertragsmieten bei Neuabschlüssen von einer rückläufigen Tendenz (Abb. 75). Per 30. September 2015 lag die Medianmiete der 2015 neu abgeschlossenen Mietverträge bei knapp CHF 310/m² und Jahr. Im Mittel der letzten fünf Jahre wurden dagegen CHF 350/m² und Jahr gemessen. Der sprunghafte Verlauf der Durchschnittsmiete ist auf die grosse Bandbreite der Mieten bei Neuabschlüssen in den obersten Preissegmenten zurückzuführen. 2015 erklomm das 95%-Perzentil der Nettomiete mit über CHF 2400/m² und Jahr den höchsten Wert seit 2005. Dies unterstreicht die anhaltend hohe Nachfrage an den Toplagen.

Abb. 75: Vertragsmieten Verkaufsflächen

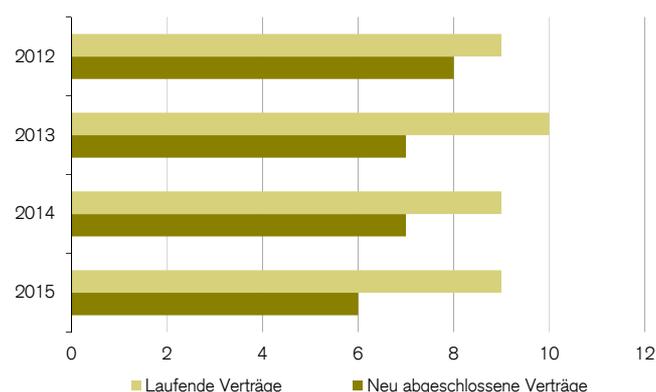
Nettomiete in CHF/m² und Jahr, nach Jahr des Vertragsabschlusses



Quelle: REIDA, Credit Suisse

Abb. 76: Vertragsdauer der Mietverträge

Durchschnittliche Vertragsdauer in Jahren



Quelle: REIDA, Credit Suisse

Hinweis 2: Kürzere Vertragsdauer

Ein zweiter Hinweis auf die steigenden Vermarktungsschwierigkeiten von Retailflächen ist der Verhandlungserfolg der Mieter, die immer öfter kürzere Vertragsdauern durchsetzen können (Abb. 76). In Einkaufszentren liegen kürzere Vertragsdauern zwar oft auch im Interesse der Vermieter, weil damit die Flexibilität in Bezug auf den Mietermix grösser ist und ein aktiveres Centermanagement betrieben werden kann. An den anderen Lagen bevorzugen die Vermieter aber grundsätzlich langfristige Verträge. Gemäss den im Jahr 2015 neu abgeschlossenen Verträgen in Liegenschaften institutioneller Immobilieninvestoren ist die mittlere Vertragsdauer erneut gesunken. Sie liegt mit sechs Jahren nun deutlich unter der Dauer der laufenden Verträge, die durchschnittlich neun Jahre beträgt.

Hinweis 3: Neue Vermarktungs- strategien

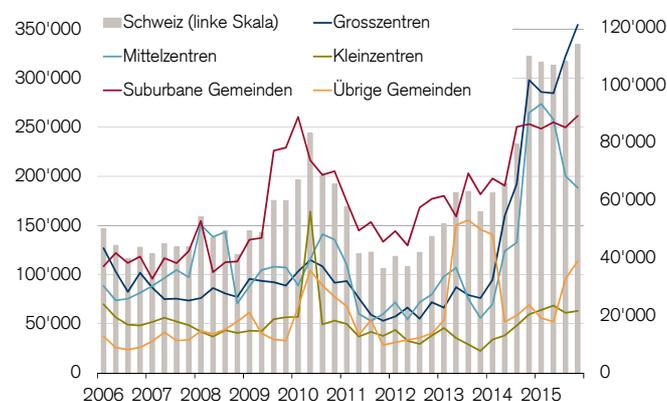
Die Schwierigkeiten zwingen die Flächenvermieter zu Anpassungen ihrer Vermarktungsstrategie. Einerseits werden Verkaufsflächen zunehmend auch auf Onlineportalen ausgeschrieben. Die Reichweite solcher für Suchmaschinen zugänglichen Internetplattformen ist sehr viel grösser. Andererseits können wir beobachten, dass dieselben Flächen nicht nur auf verschiedenen Plattformen ausgeschrieben werden, sondern auf derselben Plattform mehrmals. Der Grund hierfür dürfte darin liegen, dass Neuaufschaltungen eine höhere Aufmerksamkeit zukommt. Inserenten beenden daher bewusst die Ausschreibung einer Ladenfläche, nur um sie umgehend wieder zu lancieren. Die Auswertung solcher redundanter Flächen auf derselben Plattform ergibt, dass heute rund 50% der Verkaufsflächen doppelt inseriert werden. Bis und mit Mitte 2010 lag dieser Anteil noch unter der 20%-Schwelle.

Hinweis 4: Hohes Flächenangebot

Werden die ausgeschrieben Angebote um die Redundanten bereinigt und pro Quartal aggregiert, resultiert das Volumen der ausgeschrieben Verkaufsflächen. Der Vergleich der ausgeschrieben Flächen im Zeitverlauf ist ein guter Indikator für die Verfassung des Marktes. Nach Ausbruch der Finanzkrise war ein erster Anstieg des Flächenangebots zu beobachten (Abb. 77). In der Folge beruhigte sich die Lage wieder, bevor 2014 erneut ein steiler Anstieg einsetzte. Seit dann war klar, dass am Verkaufsflächenmarkt nicht mehr alles rund läuft. Im 4. Quartal 2015 belief sich das inserierte Flächenangebot auf sehr hohe 335'000 m². Damit erhöhte sich das Flächenangebot innert Jahresfrist abermals. In den Agglomerationen (suburbane Gemeinden) nahm das Flächenangebot in den letzten Jahren zwar ebenfalls kontinuierlich zu, der grösste Anstieg war allerdings in den Gross- und Mittelzentren zu beobachten. Dabei verläuft derjenige in den Grosszentren noch immer ungebremst. Die in diesen Zentren insgesamt ausgeschrieben Flächen liegen um mehr als das Doppelte über dem Niveau von 2010, dem letzten Höhepunkt. Das macht deutlich, dass wir es auf dem Verkaufsflächenmarkt mit strukturellen Veränderungen zu tun haben, die in ihrer jetzigen Phase hauptsächlich die Zentren betreffen. Mit Blick auf die Verteilung der Leerstände in Abbildung 74 macht es immerhin den Anschein, dass die Wiedervermietung frei werdender Flächen in den Grosszentren bisher noch besser funktioniert als in den Mittelzentren.

Abb. 77: Inseriertes Flächenangebot

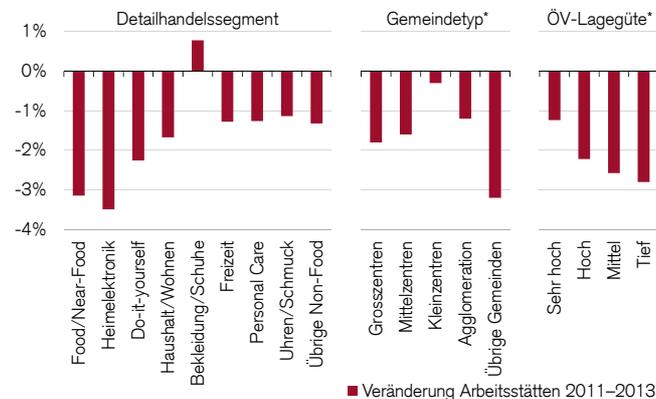
Bestandsflächen (linke Skala), nach Gemeindetyp (rechte Skala), in m²



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Abb. 78: Veränderung Retailstruktur 2011–2013

Veränderung der Arbeitsstätten 2011–2013, * gesamter Detailhandel



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

Die Strukturbereinigung im Verkaufsflächenmarkt hat erst begonnen

Der Verkaufsflächenmarkt befindet sich seit Jahren in einem Strukturwandel, der mit einer kontinuierlichen Ausdünnung der Anzahl Ladengeschäfte einhergeht. Im letzten Jahrzehnt standen der Trend zu grösseren Flächen und die Filialisierung im Vordergrund. Im Zeitraum 1998–2008 verschwanden jährlich 1.2% der Detailhandelsgeschäfte. Gleichzeitig erhöhte sich der Anteil der Beschäftigten in Filialketten von 52% auf 55%. Das aktuelle Jahrzehnt steht dagegen immer mehr unter dem Einfluss des wachsenden Onlinehandels, der sich anschickt, die vorhergehenden Strukturveränderungen sogar noch in den Schatten zu stellen.

Anhaltender Trend zum «Lädelersterben» und zur Filialisierung

Im stationären Detailhandel setzten sich das «Lädelersterben» und die Filialisierung fort. Im Zeitraum 2011–2013 reduzierte sich die Zahl der Detailhandelsgeschäfte um rund 950 Geschäfte bzw. 1.9% (Abb. 78), was gegenüber dem letzten Jahrzehnt einer leichten Verlangsamung entspricht. Die hohe Sterberate von 3.1% im Food-/Near-Food-Segment ist insbesondere auf das Aussterben der kleinen Geschäfte (<100 m² Fläche) sowie der Lebensmittel-Spezialgeschäfte (Fachdetailisten) zurückzuführen. Im Bereich Non-Food wurden 2013 hingegen nur 1.5% weniger Geschäfte als 2011 gezählt. Insbesondere im Heimelektronik-Segment (–3.0%), wo der Onlinehandel bereits stark fortgeschritten ist, aber auch in den Segmenten Do-it-yourself (–2.3%) sowie Haushalt und Wohnen (–1.7%) verschwanden zahlreiche Ladenlokale (Abb. 78). Das mit 0.8% positive Wachstum der Bekleidungsgeschäfte bis 2013 dürfte auf den anhaltenden Markteintritt neuer Anbieter zurückzuführen sein. Die Negativmeldungen im Bekleidungssegment im Jahr 2015 sind aufgrund der zweijährigen Verzögerung noch nicht in den Daten sichtbar. Derweil erhöhte sich der Filialisierungsgrad per Ende 2013 auf 62%.⁶ Dieser Trend dürfte ungebremst weitergehen, denn nur die Handelskonzerne oder die grossen Filialisten verfügen über genügend Kapital, um das dringend benötigte Online-Knowhow mittels Übernahmen oder Beteiligungen ins Haus zu holen. Diese Option existiert für den kleineren Fach- und Einzelhändler nicht. Ihnen bleibt nur der Weg über offene Plattformen oder Joint Ventures.

Je besser die ÖV-Lagegüte, desto grösser die Überlebenschancen

Die Analyse der Sterberate nach Lagegüte zum öffentlichen Verkehr (ÖV) zeigt einen klaren Trend: Je besser der Standort mit öffentlichen Verkehrsmitteln erschlossen ist, umso grösser die Überlebenschance von Retailgeschäften. Für Geschäfte mit einer sehr hohen ÖV-Lagegüte betrug die Sterberate 2011–2013 1.2%, für Arbeitsstätten an tiefen ÖV-Lageklassen hingegen 2.8%. Die Erklärung ist einfach: Dort wo die ÖV-Erreichbarkeit hoch ausfällt, dürften die Passantenfrequenzen höher sein, was den Verkaufsgeschäften mehr Konsumenten und mehr Umsatz beschert. Über alle Gemeindetypen gesehen sind in den Gemeinden abseits der Zentren und Agglomerationsgemeinden am meisten Geschäfte verschwunden. Anders als erwartet, wiesen Verkaufsgeschäfte in Kleinzentren mit –0.3% die tiefste Sterberate auf. In den Gross- und Mittelzentren hingegen wurden 2013 1.8% bzw. 1.6% weniger Retailgeschäfte als 2011 gezählt. Obwohl die Mittel- und Grosszentren bezüglich Bevölkerungsdichte und Erreichbarkeit die höchsten Werte erreichen und von einer grossen Konsumentenbasis profitieren, sind auch sie nicht vom Strukturwandel ausgenommen.

Suche nach alternativen Nutzungen nicht chancenlos, ...

Kommt es zu Betriebsschliessungen, stellt sich rasch die Frage nach dem Umgang mit dem Leerstand. Die bevorzugte Variante ist zumeist die Beibehaltung der Einzelhandelsnutzung. Je nach Detailhandelssparte ist die Wiedervermietung in der angestammten Warengruppe jedoch schwierig. Geben zum Beispiel Heimelektronikhändler ihren Betrieb auf, ist gemäss unseren Analysen die Wahrscheinlichkeit sehr gering, dass am selben Standort wieder ein derartiger Mieter gefunden werden kann. Beinahe dreimal so gross sind die Chancen bei Lebensmitteledeetailisten. Weil Verkaufsflächen in der Regel über relativ gute Lagequalitäten verfügen, eignen sich solche Flächen für verschiedene Alternativnutzungen: Flächen für das Kleingewerbe (z.B. Coiffeur-, Kosmetiksalons), soziale Einrichtungen (z.B. Kindertagesstätten), Arzt- und Gesundheitspraxen, Gastronomielokale sowie Dienstleistungsflächen für Kleinunternehmen (z.B. Grafik- oder Architekturbüros) sind die Lösungen, die wir am häufigsten beobachten. Insgesamt eröffnen diese sogar grössere Chancen als die Wiedervermietung in der angestammten Warengruppe oder in einer anderen Detailhandelssparte. Das gilt besonders für die Gross- und Mittelzentren. Denn mit dem Bevölkerungswachstum, dem zunehmenden Gesundheitsbewusstsein und der steigenden Erwerbsquote von Frauen steigt auch das Bedürfnis nach solchen Nutzungen. Während von 2011 bis 2013 1.9% der Detailhandelsgeschäfte in Verkaufsräumen verschwanden, wuchs die Zahl der Unternehmen im Bereich Gesundheit und Kinderbetreuung um 9.5%; Kleingewerbebetriebe legten um 4.3% zu.

... aber in der Regel mit Renditeeinbussen verbunden

Entscheidet sich ein Liegenschaftsbesitzer zu einer alternativen Nutzung, um die Ladenleerstandzeiten zu verringern geschieht dies meist nicht ohne Konzessionen beim Mietpreis. Das kann sich dann lohnen, wenn nicht konjunkturelle Schwächephasen, sondern strukturelle Verschiebungen – wie wir sie derzeit auf dem Verkaufsflächenmarkt erleben – der Grund für die Leerstände sind.

⁶ Infolge eines Systemwechsels der Erhebungsmethode sind die Zahlen nicht mit denjenigen der Jahre 1998/2008 vergleichbar.

Der Umbruch hat erst begonnen

Ausblick Verkaufsflächen 2016

Nach dem schwierigen vergangenen Jahr dürften sich die Rahmenbedingungen für die Umsatzentwicklung im Detailhandel 2016 etwas aufhellen. Wir erwarten eine Rückkehr zu einem schwach positiven nominalen Umsatzwachstum. Die Ausgangslage für die Flächennachfrage bleibt allerdings trotz verbesserten Umsatzaussichten schwierig, weil der Onlinehandel weiterhin dynamisch expandiert. Das noch frühe Entwicklungsstadium des Onlinehandels in der Schweiz lässt befürchten, dass der diesbezügliche Strukturwandel erst begonnen hat. Die Flächenvermarktung abseits der besten Lagen ist eine herausfordernde Aufgabe geworden. Davon zeugen steigende Angebotsquoten, zunehmender Aktivismus bei der Vermarktung sowie sinkende Mieten und anderweitige Zugeständnisse an die Mieter. Entsprechend erwarten wir für die nächsten Jahre keine Veränderung des Trends steigender Leerstände. Die Verunsicherung der Detailhändler über die einzuschlagende Strategie sowie dringend nötige Investitionen in Onlinekapazitäten absorbieren die vorhandenen Mittel, die wegen der schwachen Ertragslage der Branche ohnehin limitiert sind. Für Flächenausweitungen fehlen entsprechend die Mittel. Die grössten Nachfrageimpulse dürften sich aufgrund des anhaltend robusten Bevölkerungswachstums bei den Food-/Near-Food-Retailern einstellen. Insgesamt wird sich die Grosswetterlage im Verkaufsflächenmarkt folglich weiter eintrüben und insbesondere die Vermieter und Besitzer von Ladenflächen abseits der Toplagen vor Herausforderungen stellen. Ladenschliessungen, Mietersuche, Leerstände und Umnutzungen werden wichtige Themen bleiben. Nicht selten müssen auch Eingeständnisse bei den Mietkonditionen gemacht werden, weshalb der Druck auf die Mieten anhalten dürfte. Dabei werden Standortfaktoren wie die Erreichbarkeit mit dem öffentlichen Verkehr sowie Passantenfrequenzen zentral bleiben und den Vermarktungsaufwand und die Vermietbarkeit massgeblich beeinflussen. Immerhin wird die künftige Flächenausweitung, die insgesamt bescheiden ausfällt, dem nach Orientierung suchenden Markt nicht noch zusätzliche Probleme bescheren.

Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage	Ausgangslage	Ausblick
<p><i>Detailhandel:</i> Die Rahmenbedingungen dürften sich 2016 etwas aufhellen. Wir erwarten eine leichte Erholung des Wirtschaftswachstums (+1.0% YoY), eine robuste Bevölkerungsentwicklung, eine leicht höhere Kaufkraft und stabile Auslandeinkäufe. Demgegenüber dürfte die Arbeitslosenquote steigen und die Konsumentenstimmung verhalten bleiben. Für den Detailhandel sollte dementsprechend ein geringes nominales Umsatzwachstum von 0.3% resultieren, das wiederum hauptsächlich auf das Food/Near-Food-Segment entfällt. Im Non-Food-Bereich erwarten wir hingegen erneut ein nominales Umsatzminus.</p>	↘	→
<p><i>Strukturwandel:</i> Während die Umsätze im gesamten Detailhandel stagnieren, werden die im Onlinehandel generierten Umsätze auch 2016 dynamisch wachsen. Im laufenden Jahr dürfte der Onlineanteil am Gesamtumsatz auf mehr als 6% steigen. Die Verlagerung der Detailhandelsinvestitionen auf den Onlinekanal dämpft die Flächennachfrage sowohl direkt wie auch indirekt, weil eine Umrüstung auf den Onlinekanal Mittel und Kapazitäten bindet.</p>	↘	↘
<p>Angebot</p> <p><i>Projektierungstätigkeit:</i> Im Jahr 2015 wurden neue Verkaufsflächen mit Baukosten von insgesamt CHF 565 Mio. bewilligt, was deutlich unter dem langjährigen Mittel lag. Dabei werden vornehmlich kleinere Verkaufsflächenprojekte und Flächen in Mischbauten geplant. Die Flächenausweitung ist damit weiterhin von Verunsicherung und Zurückhaltung geprägt und wird 2016 schwach ausfallen.</p>	→	→
<p><i>Ausweitung Einkaufszentren:</i> Weil Einkaufszentren lange Planungsphasen haben, befinden sich noch immer vereinzelte Projekte in der Pipeline. 2016 und 2017 dürften in der Schweiz vier bis fünf Einkaufszentren mit einer Mindestfläche von 7000 m² eröffnet werden. Dies entspricht in etwa der Ausweitung der vergangenen zwei Jahre.</p>	→	→
<p>Marktergebnis</p> <p><i>Leerstände:</i> Die Leerstandsflächen sind zum zweiten Mal in Folge gestiegen, nachdem sie im Zeitraum 2008–2013 bei rund 70'000 m² lagen. Per 1. Juni 2015 standen 86'500 m² an Verkaufsflächen leer, was im Vorjahresvergleich einem Plus von 4.7% entsprach. In Anbetracht der Nachfragesituation wird sich der Trend steigender Leerstände 2016 fortsetzen.</p>	↗	↗
<p><i>Angebots-/Vertragsmieten:</i> Die Mieten stehen unter Druck. Dies ist nicht nur den Angebotsmieten zu entnehmen (4. Quartal 2015: -5.6% YoY), sondern auch der rückläufigen Entwicklung der Vertragsmieten bei Neuabschlüssen. Einzig die Top-Lagen können sich dem Preisdruck einigermaßen entziehen.</p>	↘	↘

Quelle: Credit Suisse

Exkurs Gesundheitsimmobilien

Ärztelhäuser: Sharing Economy im Gesundheitswesen

Ob Wohnungen, Autos oder Bohrmaschinen: Teilen liegt im Trend und findet in immer mehr Bereichen unserer Wirtschaft Anwendung. Aus ökonomischer Perspektive ist diese Entwicklung erstrebenswert, denn die verfügbaren Ressourcen werden effizienter genutzt, was schlussendlich in tieferen Kosten und höheren Erträgen resultiert. Auch im Gesundheitswesen lässt sich diese Entwicklung beobachten, am augenscheinlichsten bei Arzt-, Zahnarzt- oder Physiotherapiepraxen, die sich zu Ärztelhäusern oder Gruppenpraxen zusammenschließen. Gesundheitsimmobilien sind aus dem Blickwinkel von Immobilienakteuren eines der wenigen verbleibenden Wachstumsfelder. Nachdem wir in den Vorjahren Spitäler und Pflegeheime mit vertieften Analysen vorgestellt haben, folgen in diesem Jahr die Ärztelhäuser.

Teilen erhöht Effizienz und senkt Kostenbasis

Aus unternehmerischer Sicht bieten Ärztelhäuser gegenüber Einzelpraxen einige überzeugende Vorteile. Erstens können unter einem Dach unterschiedliche medizinische Fachrichtungen angeboten werden, sodass die Klienten über einen grösseren Abschnitt ihres Krankheitsverlaufs begleitet werden können. Der Informationsaustausch zwischen den Einheiten erhöht die Effizienz im Betreuungsprozess und schafft Synergien bei der Kundenakquise. Bei Ärztelhäusketten kann das Patientendossier sogar über mehrere Standorte geführt werden, wodurch der Patient standortunabhängig wird. Zweitens können die hohen Kosten der Beschaffung und des Unterhalts von medizinischen Geräten (z.B. Ultraschall- oder Röntgengeräte) auf mehrere Nutzer aufgeteilt werden. Die bessere Auslastung der Apparaturen hat einen direkt positiven Einfluss auf den Betriebserfolg. Vor allem in kleinen Praxen sind diese Geräte oft nicht ausgelastet. Beim Einkauf von Medikamenten und Verbandsmaterial, in der Administration oder im Patienteneingang können weitere Synergien und damit Einsparungen erzielt werden.

Ärztelhäuser erlauben moderne Arbeitsformen

Drittens entstehen Opportunitäten im Personalmanagement: Mitarbeiter können flexibler eingesetzt werden oder spezialisiertere Tätigkeiten ausüben. Der unbeliebte Pikettdienst kann auf mehrere Personen aufgeteilt werden. Zudem sind Teilzeitpensen bei allen Stellenprofilen einfacher anwendbar; Ferien oder sonstige Abwesenheiten können besser abgedeckt werden. Insbesondere für jüngere Ärzte oder Mütter ist diese Flexibilität ein gewichtiges Argument bei der Wahl des Arbeitgebers. Herkömmliche Arztpraxen in peripheren Gebieten bekunden nicht selten Mühe bei der Nachfolgeregelung, da junge Ärzte nicht mehr bereit sind, die Nachteile einer Einzelpraxis in Kauf zu nehmen. Für die Patienten ergeben sich dadurch bedeutende Vorteile wie längere Öffnungszeiten, schnelle Vermittlung, Behandlung ohne Voranmeldung, kurze Wege usw., die dem Erfolg des Ärztelhausmodells zugrunde liegen. Weitere Vorteile liegen auf der Hand, wie beispielsweise ein professionelles Marketing und bessere Standorte, weil diese Kosten aufgeteilt werden können.

Verschiedene Formen von Ärztelhäusern

Der Begriff «Ärztelhaus» ist nicht exakt abgegrenzt. Wir fassen unter diesem Oberbegriff mehrere gängige Terminologien zusammen. Die strukturell einfachste Form ist das herkömmliche Ärztelhaus, in welchem Arztpraxen verschiedener Fachärzte unabhängig von ihrer Rechtsform (rechtlich selbstständige Fachärzte oder gemeinsame Betreibergesellschaft) an einem Standort zusammengeführt und betrieben werden. Häufig wird dafür auch der Ausdruck Ärztelzentrum verwendet. Einen Schritt weiter geht die Gemeinschaftspraxis: Die rechtlich selbstständigen Arztpraxen nutzen gemeinsam betriebene Räume, Inventar und beschäftigtes Personal. Sind im Ärztelhaus oder in der Gemeinschaftspraxis komplementäre Gesundheitsdienstleistungen, wie z.B. Physiotherapeuten, psychosoziale und sozialmedizinische Dienste, Hebammen, Apotheken oder Rettungsdienst, untergebracht, spricht man häufig auch von Gesundheitszentren oder medizinischen Zentren. Derartige Ärztelhäuser finden sich bevorzugt in den Zentren, und sie suchen oft die Nähe von Bahnhöfen (Abb. 79 und 80), wie wir nachstehend näher ausführen werden.

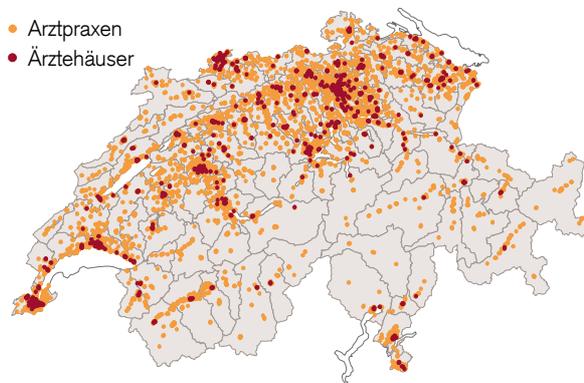
Ärztelhäusketten im Aufwind

Das professionell geführte Ärztelhaus, bei welchem die Ärzte in einem herkömmlichen Angestelltenverhältnis stehen, ist ein eher neues Geschäftsmodell. Nicht selten wird dafür die Form einer Aktiengesellschaft gewählt. Von einer Trennung der medizinischen und unternehmerischen Expertise dürfte das Unternehmen als Ganzes profitieren. Zudem ist die Skalierbarkeit eines solchen Modells hoch. Sein Erfolg widerspiegelt sich im wachsenden Anteil von privaten Anbietern,

die eine Vielzahl von Ärzthäusern betreiben und daher über viel Betriebserfahrung verfügen. Ein Beispiel ist die Migros-Tochterfirma Medbase, die an über einem Dutzend Standorten Gesundheitszentren betreibt und eine weitere Expansion anstrebt.

Abb. 79: Standorte von Ärzthäusern

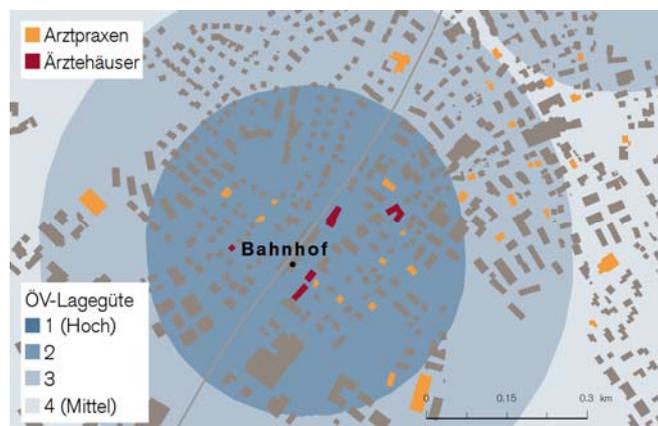
Räumliche Verteilung von Ärzthäusern und Arztpraxen in der Schweiz, 2012



Quelle: Bundesamt für Statistik, Geostat, Credit Suisse

Abb. 80: Mikrolagen

Arztpraxen, Ärzthäuser und ÖV-Lagegüte



Quelle: OpenStreetMap, Credit Suisse

Strukturwandel auf Kosten der Einzelpraxis

Im Vergleich zum Ausland ist die Entwicklung hin zu Ärzthäusern hierzulande allerdings noch nicht weit fortgeschritten. Gemäss des International Health Policy Survey (IHP) des Commonwealth Fund praktiziert in der Schweiz eine Mehrzahl (53.9%) der Ärztinnen und Ärzte in Einzelpraxen. Dies betrifft jedoch hauptsächlich Ärztinnen und Ärzte älterer Generationen. Fast 30% der Ärzte in der Schweiz sind 60 Jahre alt oder älter, nur gerade ein Fünftel ist jünger als 45 Jahre. Ein bedeutender Anteil wird daher in den nächsten Jahren pensioniert. Hinzu kommt eine wachsende und alternde Gesellschaft, welche die Nachfrage nach Gesundheitsdienstleistungen in den kommenden Jahren zusätzlich steigern dürfte. Um dem drohenden Ärztemangel entgegenzuwirken, hat der Bundesrat in Aussicht gestellt, die Ausbildung von Ärzten und Ärztinnen in den kommenden Jahren mit zusätzlichen finanziellen Mitteln zu fördern. Bei jüngeren Ärzten ist eine rasche Entwicklung in Richtung einer Tätigkeit in Gruppenpraxen oder Ärzthäusern zu beobachten. In den nächsten Jahren dürfte es folglich zu einem Strukturwandel auf Kosten der Einzelpraxen kommen, weshalb wir das Wachstumspotenzial von Ärzthäusern als hoch erachten.

Rolle für institutionelle Anleger

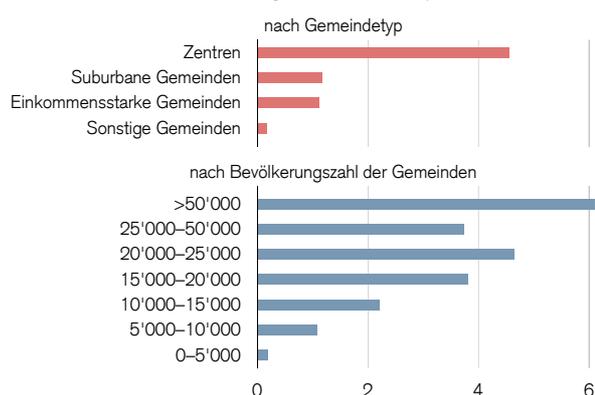
Das erwartete Wachstum von Ärzthäusern erhöht die Nachfrage nach geeigneten Immobilien. Zudem eröffnet sich ein Potenzial für die Finanzierung, das Management und den Betrieb solcher Immobilien, da diese Funktionen nicht zu den Kernkompetenzen von Ärzthäusern zählen. Das Interesse seitens institutioneller Anleger an solchen Anlagemöglichkeiten ist gross. Für interessierte Investoren stellt sich jedoch die Frage, an welchen Standorten Ärzthäuser erfolgreich betrieben werden können. Um diese Frage beantworten zu können, ist ein detailliertes Verständnis der Standortfaktoren erforderlich, die bei bestehenden Objekten den Ausschlag geben.

Wo finden Ärzthäuser optimale Standortbedingungen?

Wir haben zu diesem Zweck sämtliche Gebäude in der Schweiz nach deren Zusammensetzung der Beschäftigten analysiert. Objekte, in denen mindestens zehn Vollzeitbeschäftigte in Arztpraxen für Allgemeinmedizin oder in Facharzt-, Zahnarzt- oder Physiotherapiepraxen tätig sind, haben wir als Ärzthäuser definiert (Abb. 79). In einem zweiten Schritt wurden die Standorte dieser Ärzthäuser mit den Standorten aller übrigen Praxen und zusätzlich mit sämtlichen Wohnliegenschaften verglichen. Auf Analyseebene der Gemeinde zeigt sich, dass Ärzthäuser – auch unter Berücksichtigung der höheren Bevölkerungszahlen – hauptsächlich in den Zentren anzutreffen sind (Abb. 81). Seltener sind Ärzthäuser in suburbanen und einkommensstarken Gemeinden zu finden. Deutlich geringer ist daher das Angebot an Gesundheitsdienstleistungen in Ärzthäusern in Gemeinden mit weniger als 15'000 Einwohnern. In kleineren Gemeinden mit einer Bevölkerungszahl von unter 5000 sind Ärzthäuser gemäss unserer Definition nur sehr selten anzutreffen.

Abb. 81: Gemeinden mit hoher Dichte an Ärzthäusern

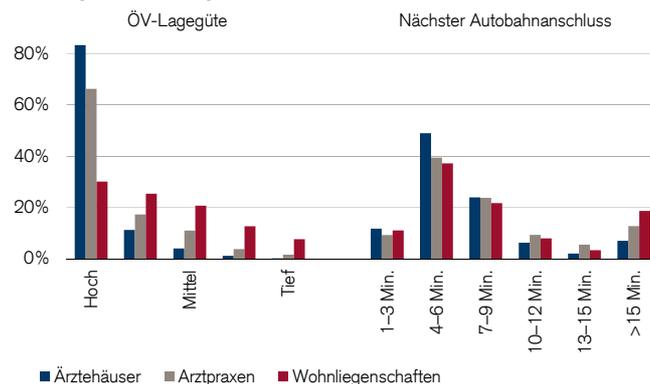
Durchschnittliche Anzahl Beschäftigte in Ärzthäusern pro 1000 Einwohner, 2012



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 82: Eigenschaften von Ärzthäuser-Mikrolagen

Verteilung von Standorteigenschaften, 2012



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

Verkehrstechnische Erreichbarkeit als zentrales Standortkriterium

Ein weiterer zentraler Standortfaktor ist die Erreichbarkeit der Ärzthäuser, sowohl auf Gemeindeebene als auch hinsichtlich der Mikrolage (Abb. 82). Die analysierten Gebäude sind zu einem grossen Teil in der besten Lagegütekategorie des öffentlichen Verkehrs (ÖV) angesiedelt und auch in Bezug auf den motorisierten Individualverkehr (MIV) meist sehr gut erschlossen. Um den Vorteil der MIV-Erreichbarkeit nutzen zu können, sind allerdings Parkmöglichkeiten für die Klienten in unmittelbarer Nähe zum Gebäude unabdingbar. Am häufigsten befinden sich Ärzthäuser folglich an zentralen Lagen innerhalb der Zentren, wie dies beispielsweise auch bei Bankfilialen der Fall ist. Patienten sind häufig nicht mobil, sodass gut erschlossene Zentrumslagen von diesen bevorzugt werden. Derweil sind Passantenströme weniger standortentscheidend, weshalb auch etwas weniger frequentierte, dafür günstigere Standorte in Nebenstrassen infrage kommen.

Umnutzungspotenzial

Das aktuelle Marktumfeld, das von einem Überangebot an Büroflächen und an Gewerbeflächen im Erdgeschoss geprägt ist (vgl. Kapitel Büroflächen S. 36 ff. bzw. Verkaufsflächen S. 55 ff.), eröffnet ein gewisses Potenzial zur Umnutzung leer stehender Flächen in Ärzthäuser. Da Verkaufsflächen in der Regel – insbesondere auch in Hinblick auf die verkehrstechnische Erreichbarkeit – über relativ gute Standortqualitäten verfügen, dürften die für Ärzthäuser erforderlichen Standortkriterien in einigen Fällen erfüllt sein. Ärzthäuser sind darüber hinaus Frequenzbringer, sodass zusammen mit anderen Detailhändlern und Gewerbetreibenden ein interessanter Mietermix angestrebt werden kann. Dies verspricht Synergien für alle Beteiligten und kommt dem vorstehend angesprochenen Gesundheitszentrum nahe.

Umnutzung bedarf aufwendiger Anpassungen am Innenausbau

Ärzhäuser stellen spezielle Ansprüche an den Innenausbau: Um den hohen Hygienestandards gerecht zu werden, brauchen Ärzthäuser deutlich mehr Wasseranschlüsse, als beispielsweise in herkömmlichen Büroeinrichtungen vorgesehen werden. Die Verwendung von Röntgengeräten erfordert ebenfalls spezifische bauliche Massnahmen. In Anbetracht der aktuellen Leerstandsituation bei Büro- und Verkaufsflächen könnten Umnutzungen zu Ärzthäusern in einzelnen Fällen dennoch durchaus sinnvoll sein. Die Investitionskosten sind allerdings nicht zu unterschätzen, und die Wirtschaftlichkeit angedachter Projekte sollte im Detail geprüft werden.

Immobilienanlagen

Im Banne der Negativzinsen

Auf den Anlagemärkten sind Immobilienanlagen weiterhin die Stars, wogegen auf den Nutzermärkten wachsende Herausforderungen nicht mehr zu übersehen sind. Das Marktumfeld dürfte künftig noch anspruchsvoller werden, weshalb wir einen Fokus auf Preissegmente legen, die noch vielversprechend sind, sowie eine Methode vorstellen, welche die Identifikation der Ladenhüter von morgen erlaubt. Bei den indirekten Anlagen erörtern wir, welche Beiträge von den einzelnen Renditekomponenten für das laufende Jahr zu erwarten sind, und bieten nützliche Entscheidungshilfen bei der Frage nach der Währungsabsicherung von Auslandsanlagen.

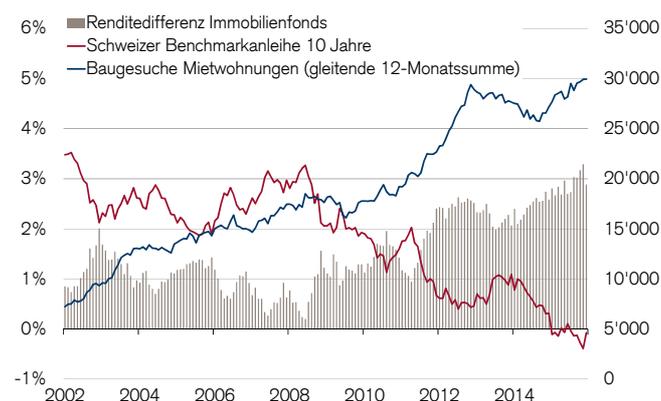
Direkte Immobilienanlagen: Gesuchte Renditebringer

Attraktive Renditen ziehen Kapital an und fördern die Bautätigkeit

Einige der zentralen Determinanten, die das Marktumfeld für direkte Immobilienanlagen kennzeichnen, haben sich im Verlauf des vergangenen Jahres verschlechtert. Als Folge des Frankenschocks hat sich die Konjunktur deutlich abgeschwächt. Anhaltende Überangebote auf den grössten Büromärkten (vgl. Kapitel Büroflächen S. 36 ff.) und eine leicht rückläufige Nachfrage nach Mietwohnungen (vgl. Kapitel Mietwohnungen S. 23 ff.) dämpfen die Mietpreisdynamik und wirken sich negativ auf das Ertragspotenzial von Liegenschaften aus. Gleichzeitig sind die Preise von Renditeliegenschaften auf sehr hohe Niveaus geklettert (+42% seit 2008). Das Korrekturpotenzial der Marktpreise ist daher beachtlich. All diesen Faktoren zum Trotz stehen Immobilienanlagen bei den Anlegern weiterhin hoch im Kurs. Der durch das Tiefzinsumfeld verursachte Anlagenotstand, der die Märkte seit der Finanz- und Eurokrise beherrscht, hat sich 2015 durch die Zinssenkung der Schweizerischen Nationalbank nochmals verschärft. In diesem Umfeld bieten Immobilienanlagen äusserst attraktive Renditen (Abb. 83). Die Differenz zwischen den Ausschüttungsrenditen von Immobilienfonds und den Renditen 10-jähriger Eidgenossen hat sich auf knapp 300 Basispunkte erhöht. Spiegelbildlich lösen die höheren Renditedifferenzen mehr Bauprojekte aus, wurden doch im Jahr 2015 Baugesuche für eine rekordhohe Zahl von rund 30'000 Mietwohnungen eingereicht.

Abb. 83: Renditedifferenz und Bautätigkeit

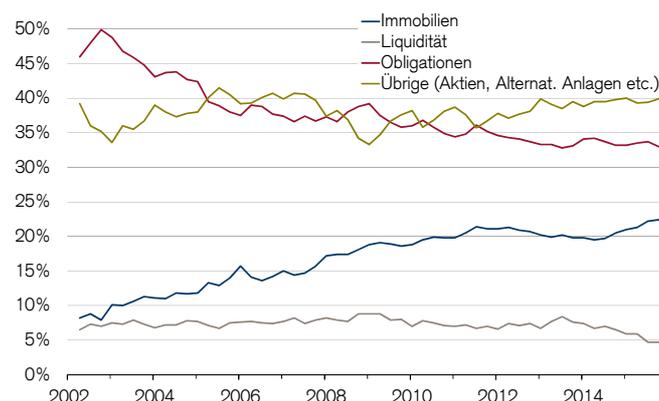
Renditedifferenz Immobilienfonds: Ausschüttungsrendite abzüglich Rendite Benchmarkanleihe; Baugesuche: Anzahl Mietwohnungen (12-Monats-Summe, rechte Skala)



Quelle: Credit Suisse, Datastream, letzter Jahresbericht Immobilienfonds, Baublatt

Abb. 84: Anlageallokation von Schweizer Pensionskassen

Anteil der einzelnen Anlageklassen am Total der Aktiven, in %



Quelle: Pensionskassen Index der Credit Suisse

Auch 2016 kein Vorbeikommen an direkten Immobilienanlagen

Vor dem Hintergrund höherer Volatilitäten an den Finanzmärkten und einer wackligen Weltkonjunktur sollten Direktanlagen in Schweizer Immobilien weiterhin die Gunst der Anleger genießen. Die Renditedifferenzen dürften ihren Höhepunkt jedoch überschritten haben, zumal wir für das laufende Jahr mit einem leichten Anstieg der langfristigen Zinsen rechnen. Wir sehen die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen bis Ende 2016 bei rund 0.1%. Auch in einem solchen Szenario kommen Anleger aber kaum an Immobilien vorbei. Dies zeigt etwa die Anlageallokation der Pensionskassen (Abb. 84). Bis Ende 2015 stieg der Immobilienanteil in ihren Portfolios gemäss

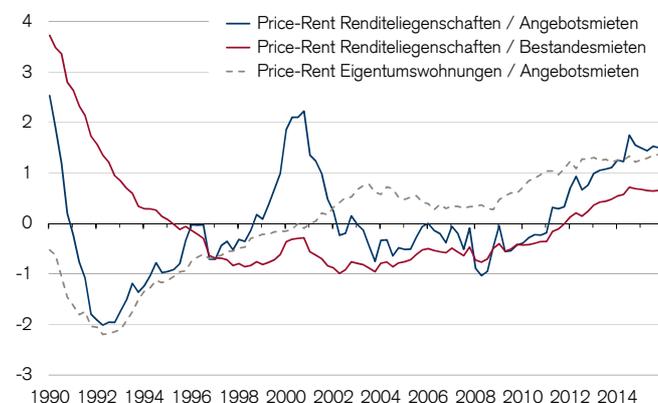
Pensionskassen-Index der Credit Suisse auf den bisherigen Höchstwert von 22.4% (Durchschnitt seit 2002: 16.7%). Der durch die Negativzinsen bedingte Abbau der Liquidität auf rekordtiefe 4.7% floss praktisch vollumfänglich in den Immobiliensektor. Wie wichtig Immobilienanlagen für institutionelle Investoren sind, verdeutlicht das Jahresergebnis. Die positive Jahresrendite von 0.95% des Pensionskassen-Index war nur dank des Beitrags der Immobilien (+1.05%) möglich. Den Vorteil, mit den sicheren Cashflow-Renditen den Mindestzinssatz in der beruflichen Vorsorge von 1.25% finanzieren zu können, erkaufen sich die Kassen jedoch mit einem höheren Risiko. Bei Zukäufen zum derzeit hohen Preisniveau drohen mittel- bis langfristig Wertverluste, die relativ hoch ausfallen könnten.

Tiefpunkt bei Anfangsrenditen noch nicht erreicht

Der hohen Nachfrage zum Trotz sind die Bruttoanfangsrenditen für Wohnflächen 2015 nicht weiter gesunken. Im Total sind sie sogar ganz leicht angestiegen (Abb. 86). Dafür hat sich die Bandbreite der Anfangsrenditen ausgeweitet. Das heisst es wurden vermehrt auch Objekte an B- und C-Lagen gehandelt. An überdurchschnittlichen Lagen (30%-Quantil) sind sie nochmals deutlich gesunken (von 3.8% auf 3.4%). Bei den wenigen gehandelten Büroflächen konnte wohl ein letztes Mal noch ein kleiner Rückgang festgestellt werden. Gemäss der Transaktionsdatenbank der Real Estate Investment Data Association (REIDA) haben die grossen institutionellen Investoren seit 2013 weniger Transaktionen getätigt. Die hohen Preise (Käuferseite) und die fehlenden Möglichkeiten für attraktive Reinvestitionen (Verkäuferseite) scheinen zu einer gewissen Austrocknung des Marktes für Bestandsobjekte geführt zu haben. Daten aus der Handänderungsstatistik des Statistischen Amtes des Kantons Zürich bestätigen den Trend einer rückläufigen Transaktionszahl, wobei im Gesamtmarkt nicht von einem Einbruch gesprochen werden kann: Die Anzahl der Handänderungen bei Mehrfamilienhäusern lag 2014 um 6% (Kanton) bzw. um 20% (Stadt) unter dem Durchschnitt der Jahre 2011–2014. Die steigende Zahl der Baugesuche für Wohnrenditeliegenschaften (Abb. 83) legt ausserdem den Schluss nahe, dass die Nachfrage nach direkten Immobilienanlagen zurzeit vor allem Neuentwicklungen antreibt.

Abb. 85: Verhältnis von Preisen und Mieten (Wohnen)

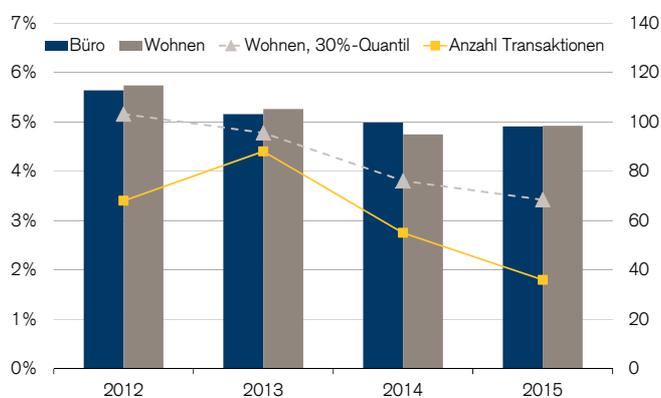
Abweichung vom langfristigen Durchschnitt in Anzahl Standardabweichungen



Quelle: IAZI, Schweizerische Nationalbank, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 86: Bruttoanfangsrenditen

Bruttoanfangsrenditen (gewichtet und qualitätsbereinigt) und Anzahl Transaktionen (rechte Skala) von institutionellen Investoren



Quelle: REIDA, Credit Suisse

Preise: Langfristig beträchtliches Korrekturpotenzial

Zur Einschätzung der aktuellen Phase des Immobilienzyklus ist es hilfreich, den langfristigen Verlauf des Verhältnisses von Preisen und Mieten zu Rate zu ziehen. Gemäss dieser «Price Rent Ratio» sind die Preise von Wohnrenditeliegenschaften seit 2009 deutlich schneller gestiegen als die Mieten (Abb. 85), sodass fallende Anfangsrenditen resultierten. Zurzeit liegt die «Price Rent Ratio» gemessen an den Angebotsmieten um mehr als 1.5 Standardabweichungen über dem langjährigen Durchschnitt – ein Wert, der zuletzt vor 15 Jahren während nur kurzer Zeit übertroffen wurde. Gemessen an den Bestandsmieten liegt ein höherer Wert gar 22 Jahre zurück. Das Preisniveau ist folglich mit langfristiger Perspektive als hoch einzustufen, vom verhängnisvollen Niveau der Immobilienkrise der frühen 1990er-Jahre ist es jedoch noch weit entfernt. Entscheidend für den weiteren Verlauf ist insbesondere die Zinsentwicklung, aber auch die Entwicklung der Nachfrage auf dem Nutzermarkt, die ihrerseits vor allem von der Zuwanderung und der konjunkturellen Entwicklung abhängt. In Anbetracht des anhaltenden Anlagenotstands rechnen wir für das laufende Jahr mit einem weiteren Preisanstieg bei Wohnrenditeliegenschaften, der allerdings nur knapp über null liegen dürfte. Auf längere Sicht sollten sich die Anleger bewusst

sein, dass sich die Wertänderungsrenditen der letzten Jahre so nicht fortsetzen werden. Bei einem angenommenen Anstieg der Zinsen 10-jähriger Staatsanleihen auf 2% bis in zehn Jahren müssten die Mieterträge über mehrere Jahre jeweils um jährlich 2%–4% zunehmen, damit die Bewertungen stabil blieben. Das zeigen DCF-Modellrechnungen, bei welchem wir die Entwicklung von Mietpreisen, Mietzinsausfällen und Diskontsätzen abbilden. Die Chancen auf derartige Mietertragssteigerungen sind insbesondere bei jüngst erstellten Objekten gering. Fehlen solche Zusatzerträge komplett, könnten negative Wertänderungen von bis zu 25% ins Haus stehen.

Wachsende Überangebote führen zu anspruchsvollerem Marktumfeld

Ende der Schonfrist

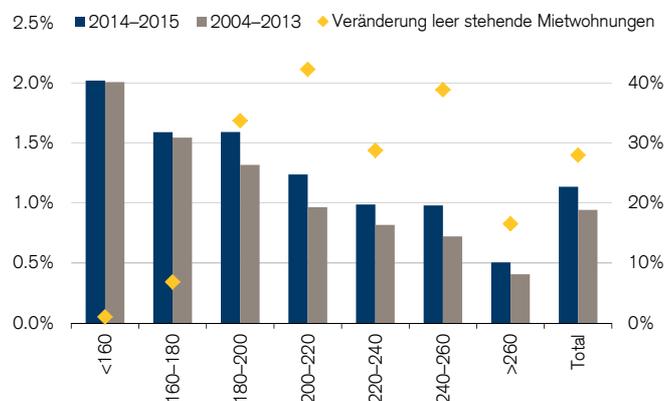
Während die Leerstände bei den Büroflächen seit drei Jahren einem markanten Aufwärtstrend folgen, steigen sie auch bei den Wohnrenditeliegenschaften seit 2014 beschleunigt. Trotzdem wächst der Wohnungsbestand auch ausserhalb der Grosszentren weiterhin mit hohem Tempo, was dazu führt, dass die Nachfrage vielerorts nicht mehr mit der Entwicklung Schritt halten kann. Die Vermarktung von Wohnliegenschaften gestaltet sich zunehmend schwieriger. Fehler in der Objektentwicklung drohen künftig bestraft zu werden. Wir analysieren daher vertieft die Gründe der Leerstände und stellen zudem eine Methode vor, um Problemobjekte frühzeitig zu erkennen.

Günstige Lagen entziehen sich dem Trend steigender Leerstände

Abbildung 87 beleuchtet Niveau und Entwicklung der Leerstände zwischen Gemeinden mit verschiedenen Mietpreisniveaus. Generell weisen Gemeinden mit höheren Preisniveaus tiefere Leerstandsniveaus auf. Dies ist insofern nicht erstaunlich, als dass die Mietpreise den Grad der Knappheit der Wohnflächen reflektieren. Ein Blick auf die Veränderung der Leerstände zeigt jedoch, dass Letztere in den sehr günstigen Gemeinden kaum mehr weiter steigen, während sie in den mittleren bis teuren Gemeinden in den letzten zwei Jahren teilweise um über 40% über dem langjährigen Mittel liegen. Dem Trend zunehmender Leerstände können sich also insbesondere günstige Lagen entziehen.

Abb. 87: Leerstände nach Preissegment und Zeitperiode

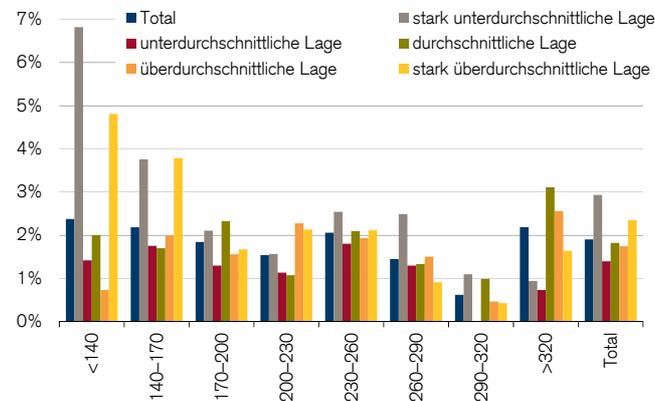
Leerstände in % nach Preissegment der Gemeinde in CHF/m² und Jahr; Quadrate: Anstieg Leerstand Mietwohnungen '14/'15 zum lfr. Mittel (2004–2013)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Wüest & Partner, Credit Suisse

Abb. 88: Leerstände nach Preissegment und Lagequalität

Leer stehende Fläche in % der Gesamtfläche des Portfolios, Mietpreissegmente in CHF (Nettomiete pro m² und Jahr)



Quelle: REIDA, Credit Suisse

Objekte in den obersten Preissegmenten von höheren Leerständen betroffen

Die Preisniveaus auf Stufe der Gemeinden erlauben lediglich erste Rückschlüsse auf die Ursachen der Leerstände. Sie widerspiegeln in erster Linie die Makrolage und werden den einzelnen Liegenschaften zu wenig gerecht. Wir versuchen daher, die Verteilung der Leerstände nach Preissegmenten auf Stufe der Einzelobjekte noch eingehender zu analysieren (Abb. 88). Dabei zeigt sich, dass der Zusammenhang auf Stufe Einzelobjekt weit weniger deutlich ist. Interessant ist insbesondere, dass die Leerstände in den günstigsten Wohnungen (Nettomiete < CHF 140/m² und Jahr) und in den teuersten Wohnungen (Nettomiete > CHF 320) mit jeweils über 2% am höchsten sind. Dies bestätigt die aktuell am Markt vorherrschende Einschätzung, dass Luxuswohnungen zurzeit relativ schwierig zu vermarkten sind. Genauso verhält es sich mit den günstigsten Objekten, die qualitätsmässig vermutlich wenig überzeugen. Die Leerstände sind in Abbildung 88 zusätzlich nach Qualität der Mikrolage aufgeschlüsselt. Tendenziell sind die Leerstände an mittelmässigen Mikrolagen tiefer als an stark unterdurchschnittlichen oder stark überdurchschnittlichen Lagen. Bei Ersteren reflektieren die hohen Leerstände eine geringe

Nachfrage nach schlechten Lagen. Bei Letzteren dürften die hohen Preise von Toplagen viele Nachfrager dazu bewegen, bei der Mikrolage zugunsten einer besseren Makrolage oder eines höheren Ausbaustandards Abstriche zu machen. Insgesamt lässt sich aus diesen Erkenntnissen schliessen, dass trotz steigender Leerstände auch Objekte an durchschnittlichen oder gar unterdurchschnittlichen Lagen gut funktionieren können, wenn sie den Präferenzen der Nachfrager entsprechen und das Verhältnis von Preis und Lage stimmt.

Frühe Identifikation der Ladenhüter

Letztlich entscheidet stets das individuelle Verhältnis zwischen Mietpreis und Leistung bzw. zwischen Standort- und Objekteigenschaften einer Immobilie über den Vermarktungserfolg. Zuweilen lassen sich auf tiefstem Perimeter gut vermarktete Immobilien neben problematischen Liegenschaften beobachten. Mittels einer Auswertung von Online-Inseraten der letzten neun Jahre sind wir in der Lage, sogenannte «Vieldreher» zu identifizieren (Abb. 89). Dabei handelt es sich um Liegenschaften, deren Wohnungen übermässig häufige Mieterwechsel verzeichnen. Eine eher knappe Wohnraumversorgung bzw. eine starke Nachfrage – wie wir sie in den letzten Jahren beobachtet haben – sorgt dafür, dass diese Liegenschaften gut vermietet sind. Ihr häufiger Umschlag ist allerdings ein Zeichen dafür, dass die Mieter nicht vollauf zufrieden sind und bei der nächstbesten Gelegenheit wieder ausziehen. Damit lassen sich bereits heute Objekte in einem Portfolio identifizieren, die künftig bei geringerer Nachfrage höchstwahrscheinlich mit Leerständen zu kämpfen haben werden. Denn die Leerstände werden sich in einem verstärkt von Überangeboten geprägten Markt auf ebendiese Vieldreher konzentrieren.

Abb. 89: Vieldreher als Indikator künftiger Leerstände

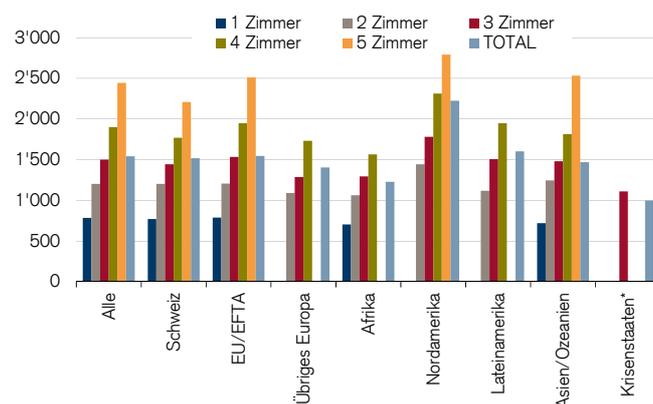
Beispiel für die Häufigkeit, mit der Mietwohnungen ausgeschrieben wurden



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

Abb. 90: Nettomieten der Zuwandererhaushalte

Durchschnittsmiete, nach Anzahl Zimmer und Nationalität, 2009–13, in CHF/Monat



*Top-6-Staaten der Asylsuchenden 2015: Eritrea, Afghanistan, Syrien, Irak, Somalia, Sri Lanka

Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Zahlungsbereitschaft für Mietwohnung stark von Herkunft und Motiv der Zuwanderer abhängig

Grosses Nachfragepotenzial bei preisgünstigen Mietwohnungen

Im Kapitel zum Mietwohnungsmarkt (vgl. S. 23 ff.) haben wir die Entwicklung und Struktur der Zuwanderung untersucht. Eine zentrale Frage für Investoren, die sich auf künftige Nachfrage-trends einstellen möchten, betrifft das Mietpreissegment, das anvisiert werden soll. Zu diesem Zweck haben wir eine Stichprobe von knapp 14'000 Haushalten analysiert, die in den Jahren 2009–2013 in die Schweiz eingewandert sind (Schweizer und Ausländer). Demnach bezahlen die Zuwanderer über alle Wohnungsgrössen hinweg eine durchschnittliche Nettomiete von rund CHF 1500 (Abb. 90). Die aus dem Ausland zugewanderten Schweizer sowie EU/EFTA-Bürger und Asiaten liegen ebenfalls im Bereich dieses Durchschnitts, wobei die Zuwanderer aus der EU/EFTA und Asien für grössere Wohnungen eine etwas höhere Zahlungsbereitschaft an den Tag legen. Im Durchschnitt fragen sie allerdings kleinere Wohnungen nach als die Schweizer Zuwanderer. Höher als bei den erwähnten Zuwanderergruppen liegt die durchschnittlich bezahlte Nettomiete bei den Zuzüglern aus Lateinamerika (CHF 1600) und nochmals deutlich höher bei den Nordamerikanern (CHF 2200). Bei den zugewanderten Haushalten aus den übrigen europäischen Staaten (CHF 1400) und den afrikanischen Staaten (CHF 1200) liegt sie hingegen deutlich tiefer. Betrachtet man die Zuwanderung aus den Krisenstaaten Eritrea, Afghanistan, Syrien, Irak, Somalia und Sri Lanka (Top-6-Nationalitäten unter den Asylsuchenden im Jahr 2015), liegt deren durchschnittlich bezahlte Nettomiete mit CHF 1000 gar noch tiefer.

Unterschiede auch durch Preisniveaus der Zielgemeinden bedingt

Während sich ein Teil dieser beträchtlichen Unterschiede bei der Höhe der bezahlten Mietpreise durch unterschiedliche Einkommens- und Vermögensverhältnisse der Zuwanderergruppen erklären lässt, wird ein weiterer Teil durch die Marktpreise in den Zielgemeinden bestimmt. So steuern Arbeitsmigranten aus Drittstaaten (z.B. Nordamerika) typischerweise die Zentren an, die ein höheres Preisniveau aufweisen. Demgegenüber werden Asylsuchende den einzelnen Kantonen vom Bund zugewiesen, sodass sie sich über das ganze Land verteilen und folglich deren Nettomieten im Mittel tiefer liegen.

Nachfrage wird sich in die tieferen Preissegmente verlagern

Diese Erkenntnisse bezüglich der Zahlungsbereitschaft verschiedener Zuwanderergruppen sind für Projektentwickler und Anleger relevant. Die Arbeitsmigranten aus der EU/EFTA, die eine relativ hohe Zahlungsbereitschaft für Wohnungen zeigen, sind in ihrer Zahl klar rückläufig (vgl. Kapitel Mietwohnungen, S. 23 ff.). Zudem hat der Bundesrat die Kontingente für Fachkräfte aus Drittstaaten gesenkt, wovon beispielsweise Zuwanderer aus Nordamerika betroffen sind. Insgesamt gehen wir folglich davon aus, dass die zuwanderungsbedingte Nachfrage nach Mietwohnungen der mittleren bis höheren Preissegmente tendenziell rückläufig sein wird. Gleichzeitig hat im Zuge der europäischen Flüchtlingskrise die Zahl der Asylsuchenden in der 2. Jahreshälfte 2015 sehr stark zugenommen – ein Trend, der auch 2016 anhalten dürfte. Mehr noch als ein genereller Rückgang der Zuwanderung zeichnet sich folglich eine Veränderung der Zuwanderungsstruktur ab. Künftig ist daher mit einer noch stärkeren Nachfrage nach günstigen Mietwohnungen zu rechnen.

Abbau des Überangebots dank Flüchtlingen?

Die ankommenden Asylsuchenden werden vom Bund den Kantonen zugewiesen, die sie wiederum auf verschiedene Gemeinden verteilen. Wo Wohnungsmangel herrscht, werden sie zurzeit oft in provisorischen Unterkünften untergebracht, etwa in Zivilschutzanlagen oder auch in improvisierten Unterkünften wie den Holzbarracken in der Halle 9 der Messe Zürich. In ländlicheren Regionen mieten die Gemeinden jedoch teilweise auch leer stehende Wohnungen, um diese den Asylsuchenden zur Verfügung zu stellen. Die jüngste Flüchtlingswelle könnte folglich in Wohnungsmärkten mit hohen Leerständen einen leichten Abbau der Überangebote bewirken. Ende 2015 lag der Bestand der Personen im Asylprozess um 17'000 über jenem des Vorjahres. Würden diese Personen auf 6000 Wohnungen verteilt, entspräche das theoretisch einer Reduktion der Leerstände um 15%. Da die Schutzquote, d.h. der Anteil der Asylsuchenden, die anerkannt oder vorläufig aufgenommen werden, zurzeit sehr hoch ist (2015: 53%), dürften viele dieser Menschen mittel- bis langfristig in der Schweiz bleiben und entsprechend Wohnraum nachfragen. Alternativ können auch staatliche Stellen, die für die Wohnraumvermittlung an die Asylsuchenden zuständig sind, als Nachfrager auftreten.

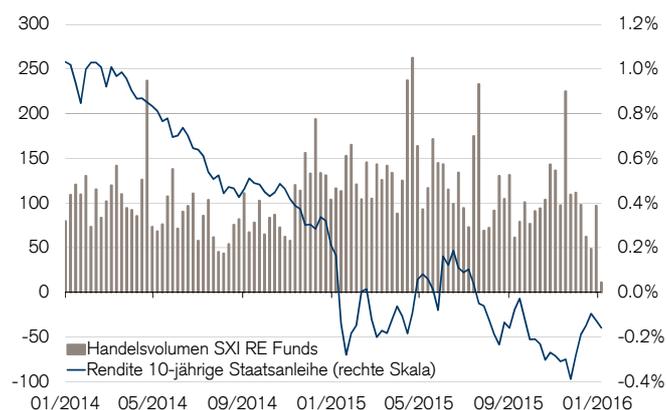
Indirekte Immobilienanlagen: Tiefe Zinsen sind ein mächtiger Treiber, verlieren aber an Schubkraft

Negativzinsen sorgten 2015 für höhere Handelsvolumen

Im Gegensatz zu 2014, als die langfristigen Zinsen der Schweizer Staatsanleihen graduell gesunken waren, fiel das letzte Jahr durch viel stärkere Zinsschwankungen auf (Abb. 91). Wenn man durch die Volatilität hindurchschaut, war der Negativtrend allerdings der gleiche. Anfang Dezember wurde – im Zuge der Diskussion um eine neuerliche Ausweitung der quantitativen Lockerung in der Eurozone – mit beinahe -0.4% ein neuer Tiefpunkt der Rendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen erreicht. Je tiefer die Zinsen der Staatsanleihen sinken, umso attraktiver präsentieren sich die Ausschüttungsrenditen indirekter Immobilienanlagen. Bereits als die Nationalbank gegen Ende 2014 Negativzinsen ankündigte, zogen daher die Handelsvolumen kotierter Fonds schlagartig an (Abb. 91). Das mittlere Agio (Aufschlag) der kotierten Immobilienfonds schnellte in der Folge per Ende Februar 2015 auf 36.2% nach oben und legte dann per Ende April nochmals kurzfristig auf 36.4% zu. Auch die durchschnittliche Prämie kotierter Immobilienaktien erhöhte sich per Ende Februar 2015 auf 12.8%. Bis Ende 2015 flachten die Handelsvolumen in der Folge wieder ab, und auch die Agios erreichten trotz neuer Rekordtiefezinsen nicht mehr die Werte der ersten Monate. Per Jahresende 2015 belief sich der Aufschlag auf 25.2% bei den Immobilienfonds und auf 9.5% bei den kotierten Immobiliengesellschaften. Die Kluft zwischen den Agios von Wohnimmobilienfonds (30.4%) und Geschäftsimmobilienfonds (13.1%) blieb derweil bestehen und weitete sich im Jahresverlauf sogar noch aus, was die unterschiedliche Verfassung der zugrundeliegenden Immobiliensegmente widerspiegelt.

Abb. 91: Zinsen und Handelsvolumen der Fonds

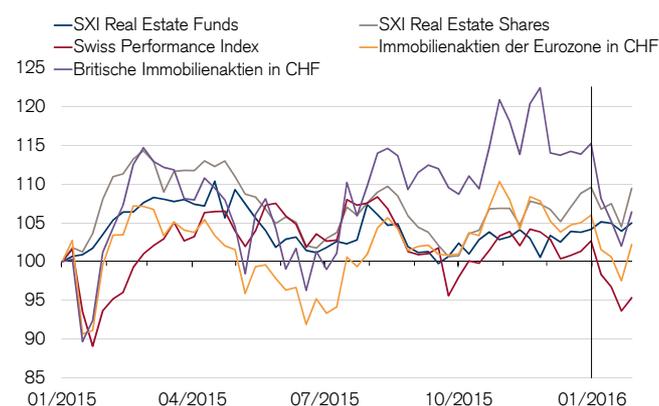
Handelsvolumen der kotierten Immobilienfonds in CHF Mio. (linke Skala)



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Abb. 92: Performance indirekter Immobilienanlagen

Gesamtpformance, Index: 01.01.2015 = 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: Datastream, Credit Suisse

Tiefe Zinsen alleine garantieren keine glanzvollen Gesamtergebnisse mehr

Unterstützt von den tiefen Zinsen erzielten die an der SIX kotierten Immobilienfonds im vergangenen Jahr eine Gesamtergebnisse von durchschnittlich 4.2%, die Immobilienaktiengesellschaften eine solche von 9.6%. Beide überflügelten damit abermals den breiten Swiss Performance Index (SPI), der eine Performance von 2.7% erbrachte. Dass trotz nochmals gesunkener Zinsen keine höhere Gesamtergebnisse resultierte, lag primär am durchgezogenen Wirtschaftsausblick und den schwachen Mietpreiserwartungen. Sekundär dürften auch die diversen Kapitalerhöhungen und Neulancierungen von Immobiliengefässen die Performance gedämpft haben (dazu später mehr). Da die Schweiz im internationalen Vergleich im Immobilienzyklus weit fortgeschritten ist, war die Performance im europäischen Vergleich eher bescheiden. Trotz Aufwertung des Schweizer Frankens rentierten beispielsweise Immobilienaktien aus Grossbritannien in Schweizer Franken mit 15.2% oder aus der Eurozone mit 6.0% besser (Abb. 92); sie mussten allerdings Anfang 2016 herbe Verluste hinnehmen.

Marktanomalie bei Immobilienfonds

Die starken Zinsauschläge des letzten Jahres haben ein interessantes Phänomen zu Tage gefördert. Bereits nach der Aufhebung der EUR/CHF-Wechselkursuntergrenze am 15. Januar 2015 erstaunte uns die verzögerte Reaktion der Immobilienfonds an der Börse. Die Kurse der kotierten Immobilienfonds reagierten erst im Zeitraum vom 26. bis 30. Januar heftiger auf die gestiegene Zinsdifferenz. Wir haben dies zum Anlass genommen, die Verzögerung ökonomisch zu analysieren. Tatsächlich zeigt sich anhand der wöchentlichen Renditen seit 2000, dass das Modell mit der Zinsänderung der jeweils vorletzten Woche den besten Erklärungsgehalt für die Kursbewegungen der Immobilienfonds liefert. Die Kurse von Immobiliengesellschaften reagierten demgegenüber auf den Schock von Mitte Januar viel unmittelbarer. Dennoch zeigt sich auch bei der Analyse der Immobilienaktien, dass sich der (wenn auch nur schwache) negative Effekt der Langfristzinsen auf die Börsenkurse um zwei Wochen verzögert einstellt. Der Grund für diesen Sachverhalt könnte das geringe Handelsvolumen bei gewissen Fonds sein, das die Anleger dazu veranlasst, gestaffelt zu investieren.

Als Erklärung bietet sich auch die Tatsache an, dass solche Investitionsentscheide von Gremien gefasst werden, die eine gewisse Zeit zur Konsensfindung und Beschlussfassung benötigen, weshalb ein Verzögerungseffekt auftritt. Diese kurzfristige Abweichung der Immobilienfonds von ihrem «wahren» Wert stellt eine Marktanomalie dar und bietet Möglichkeiten zur Erzielung einer Überrendite. Dies gilt jeweils dann, wenn die Kurse von Immobilienfonds einem exogenen Schock ausgesetzt sind, der die Wertentwicklung kurzfristig dominiert. In schockfreien Zeiten dagegen werden die volatilen Wochenrenditen der Immobilienfonds viel stärker von den Ausschlägen des Schweizer Aktienmarkts – die wir in der Regression ebenfalls berücksichtigt haben – beeinflusst als von der kurzfristigen Veränderung der Langfristzinsen. Entsprechend schwierig gestaltete es sich, diese Überrendite auch tatsächlich festzumachen.

Beschränktes Potenzial für weitere Agioverbesserungen

Wir erwarten für 2016 stabile Agios

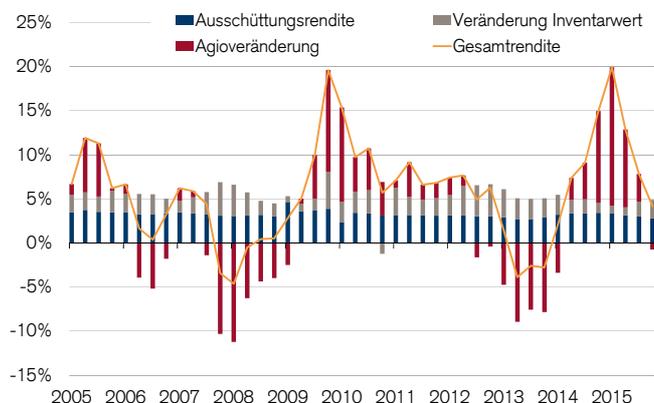
Kurzfristige Stabilität versus hohe Langfristrisiken

Die Herausforderungen für die indirekten Schweizer Immobilienanlagen bleiben hoch, da immer tiefere Zinsen die Agios und Prämien auf beträchtliche Höhen gehievt haben. Die erreichten Preisniveaus können zwar fundamental gerechtfertigt werden, sie beruhen aber sehr stark auf den ausserordentlich tiefen Zinsen. Insbesondere bei den Immobilienfonds hat die Bedeutung der Agioveränderung 2015 die anderen Renditekomponenten, namentlich die Ausschüttungsrendite und die Veränderung der Nettoinventarwerte, in den Hintergrund gedrängt (Abb. 93 und 94). Die Ausschüttungsrenditen sind in den letzten Jahren tendenziell leicht zurückgegangen und lagen per Ende 2015 noch bei durchschnittlich 2.8% (Immobilienfonds) bzw. 4.1% (Immobilienaktien). Allerdings ist zu berücksichtigen, dass Ausschüttungen von Immobilienfonds mit direkt gehaltenen Liegenschaften steuerbefreit sind und damit die Renditen nach Steuern im Vergleich zu anderen Investitionen vorteilhafter sind.⁷

Obwohl die Ausschüttungsrenditen aufgrund steigender Bewertungen gefallen sind, sind sie im Vergleich zu jenen alternativer Kapitalmarktanlagen noch immer sehr üppig. Von ihnen kann der Anleger aber nur profitieren, solange die Agios das aktuelle Niveau zu halten vermögen. Genau dies versuchen wir mit unserem im letzten Jahr vorgestellten Modell, das wir neu auch um den Effekt von Kapitalerhöhungen ergänzt haben, zu ergründen. Im letzten Jahr war unsere Prognose eines Agios von rund 22% per Ende 2015 etwas zu pessimistisch. Tatsächlich lagen die Agios Ende Jahr bei 25.2%. Auf Basis unserer Zins- und Wirtschaftsprognosen für das laufende Jahr dürfte das mittlere Agio der kotierten Immobilienfonds nicht wesentlich nach unten korrigieren und bis Jahresende in einem normalen Wirtschaftsszenario auf einem vergleichbaren Niveau zwischen 23% und 28% zu liegen kommen. Wie erwarten demnach für das Jahr 2016 im Grossen und Ganzen stabile Agios.

Abb. 93: Renditedekomposition Immobilienfonds

Renditedekomposition im Jahresvergleich

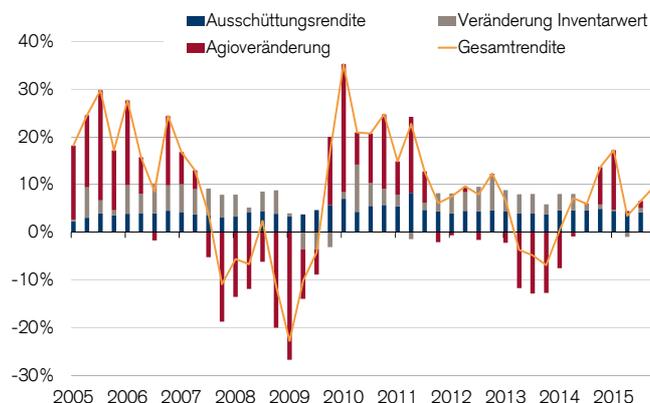


Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Credit Suisse, Datastream

Abb. 94: Renditedekomposition Immobilien-AGs

Renditedekomposition im Jahresvergleich



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

Quelle: Credit Suisse, Datastream

Künftig geringere Aufwertungen der Nettoinventarwerte erwartet

Neben den Ausschüttungen tragen die jährlichen Aufwertungen der Nettoinventarwerte positiv zur Gesamtrendite bei. Seit 2005 resultierten im Durchschnitt Aufwertungen von 2.2% bei den Fonds und von 3% bei den Immobilienaktiengesellschaften. Diese Renditebeiträge dürften künftig kleiner ausfallen, da den höheren Bewertungen der letzten Jahre zumeist nicht Mietertragsteigerungen zugrunde lagen, sondern tiefere Anleiherenditen. Dadurch konnten die Diskontierungssätze für die Bewertung der Liegenschaften Jahr für Jahr gesenkt werden. Obschon dieses Senkungspotenzial nicht vollumfänglich ausgeschöpft wurde, dürfte dieser Werttreiber in Zukunft nicht mehr dieselben Renditebeiträge liefern. Solche müssten künftig von Mietertragsteigerungen kommen, doch dürften diese in Anbetracht zunehmender Leerstände und vermehrter regulatorischer Eingriffe beschränkt sein. Bei Geschäftsliegenschaften ist gar damit zu rechnen, dass tiefere Erträge in einzelnen Portfolios negativ auf die Nettoinventarwerte durchschlagen könnten.

⁷ Vgl. Credit Suisse Economic Research (2012): «Immobilienmarkt 2012», S. 56 ff.

Schweizer Immobiliengefässen flossen 2015 Gelder im Umfang von CHF 5.8 Mrd. zu

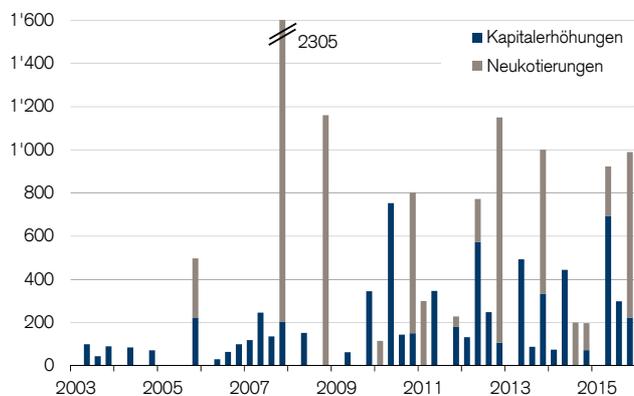
Die hohe Attraktivität indirekter Schweizer Immobilienlagen zog 2015 Neugelder fast schon magnetisch an. Alleine die an der SIX kotierten Immobilienfonds steigerten ihr Kapital um CHF 1.21 Mrd. Hinzu kommen Neukotierungen von Immobilienfonds an der SIX mit einer Marktkapitalisierung von CHF 1.09 Mrd. Lancierungen und Kapitalerhöhungen von nicht kotierten Immobilienfonds summierten sich auf CHF 1.50 Mrd. Immobilien-Anlagestiftungen sammelten weitere CHF 857 Mio. an Neugeldern in Schweizer Anlagegruppen ein. Immobilienaktiengesellschaften nahmen derweil Kapitalerhöhungen im Umfang von CHF 570 Mio. vor und beschafften sich mit Anleihen weitere CHF 542 Mio. an Kapital. Insgesamt flossen den Schweizer Immobiliengefässen damit im Jahr 2015 Gelder in der Höhe von knapp CHF 5.8 Mrd. zu. Bei den kotierten Gefässen alleine waren es CHF 3.4 Mrd.

Kapitalerhöhungen und Neulancierungen mit leicht negativem Kurseinfluss

Berücksichtigt man nur die kotierten Gefässe, so summierte sich der Zustrom an Neugeldern im letzten Jahr auf mehr als 7% der Marktkapitalisierung. Auf die Börsenbewertungen bzw. auf die Agios haben solche Kapitalzuströme einen negativen Einfluss, weil gewisse Anleger ihr Geld lediglich umschichten. Zum Beispiel werden Gelder aus Gefässen mit hohen Agios abgezogen. Besonders passive Anleger schichten aufgrund veränderter Indexzusammensetzung oder Neukotierungen bzw. Kapitalerhöhungen Gelder in Richtung der grösseren bzw. neuen Gefässe um. Solche Effekte waren zum Beispiel jeweils in den 2. Quartalen der Jahre 2010 und 2012 oder im 4. Quartal 2007 zu beobachten (Abb. 95). Der Einfluss war aber stets nur temporär und konnte jeweils recht gut verdaut werden. Die Saisonalität der Kapitalerhöhungen ist im Übrigen kein Zufall, weil sich das 2. Quartal für Fonds, die ihr Finanzjahr am 31. Dezember abschliessen, optimal für eine Emission eignet. Einerseits sind die Verkehrswertschätzungen dann noch gültig, andererseits kommt eine Erhöhung im 1. Quartal vor der Erstellung des Jahresberichts nicht infrage. Anhand unseres Modells können wir die Faustregel ableiten, dass eine Kapitalerhöhung/Neulancierung im Umfang von rund CHF 500 Mio. einen vorübergehenden Agiorückgang von rund 1% verursacht.

Abb. 95: Kapitalerhöhungen und Neukotierungen

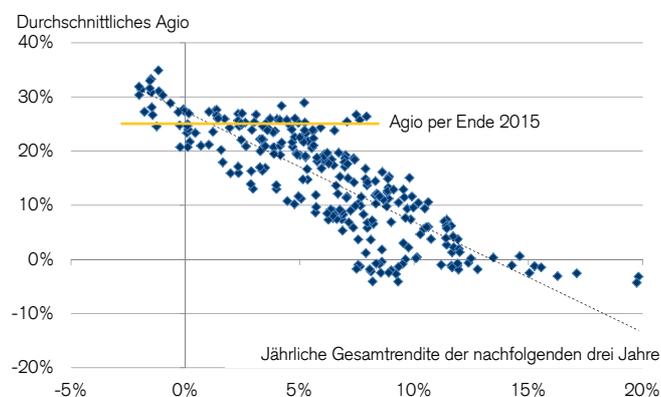
An der SIX Swiss Exchange kotierte Immobilienfonds, in CHF Mio.



Quelle: Informationen der Immobilienfonds, Credit Suisse, Datastream

Abb. 96: Renditen von Immobilienfonds nach Agio zum Einstiegszeitpunkt

Mittlere jährliche Gesamtrendite der nachfolgenden drei Jahre; Daten seit 1990



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

Gesamtrenditen von über 5% in den nächsten Jahren unwahrscheinlich

In Anbetracht der erwarteten Veränderungen der Nettoinventarwerte, der Agios und der Ausschüttungsrenditen dürften die Gesamtrenditen in den nächsten zwölf Monaten nur noch leicht über den Ausschüttungsrenditen liegen. Dies war auch in der Vergangenheit bei einem Agio-Niveau von über 20% üblicherweise der Fall. Abbildung 96 zeigt für die Immobilienfonds, dass der historische Zusammenhang zwischen dem Agioniveau beim Einstiegszeitpunkt und der Gesamtrendite der nächsten drei Jahren generell relativ eng ist. Die Punktwolke presst sich entsprechend nahe an die Trendgerade. Gemäss den insgesamt 88 Beobachtungen der Vergangenheit konnten bei einem Agio von zwischen 20% und 30% in den nachfolgenden drei Jahren jährliche Gesamtrenditen von zwischen -1.8% und 7.9% erzielt werden. Der Mittelwert lag bei 3.0%.

Ausländische Immobilienaktien – absichern oder nicht?

Absicherungskosten abhängig von internationaler Zinsdifferenz

In Anbetracht der eher bescheidenen Performance-Erwartungen für inländische Immobilienanlagen rücken unweigerlich Auslandsanlagen in den Blickwinkel. Wir beleuchten diesen Aspekt dieses Jahr unter dem Gesichtspunkt der Währungsabsicherung für indirekte ausländische Immobilienanlagen, wobei wir die Gesamtrenditen globaler Immobilienindizes (FTSE EPRA/NAREIT) verwenden. Werden für die Absicherung Forward-Kontrakte eingesetzt, so kauft man diese typischerweise für eine Woche oder einen Monat zu einem gegebenen Preis. Dieser Preis richtet sich nach der Zinsdifferenz der beiden Währungen, damit keine Arbitragemöglichkeiten entstehen. Im Falle einer Aufwertung des Frankens verliert man zwar bei den Cashflows und den Immobilienwerten, erzielt aber einen Gewinn auf dem Forward-Kontrakt, sofern man abgesichert ist. Hedging führt somit zu einem zusätzlichen – negativen oder positiven – Renditestrom, der bei einem Auslandsinvestment unbedingt zu berücksichtigen ist.

Für CHF-Anleger sind lokale ausländische Renditen meist trügerisch hoch

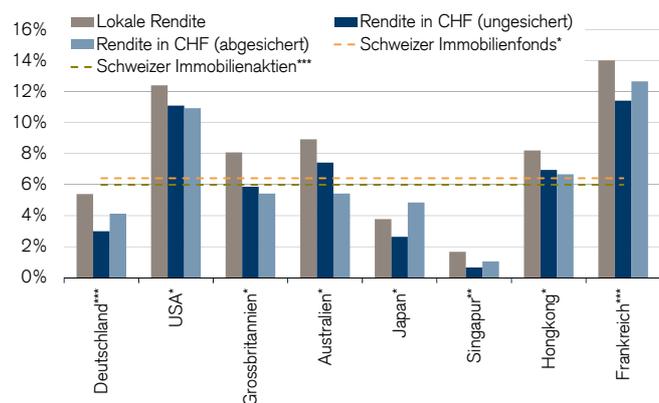
Ein Hedging gegenüber Währungen mit hohem Zinsniveau wie dem australischen Dollar oder dem südafrikanischen Rand ist relativ teuer, da der Schweizer Franken aufgrund der Zinsparität über längere Sicht gegenüber diesen Währungen aufwertet. In diesem Sinne führt Hedging zu einer Angleichung an bzw. – aus Schweizer Sicht – zu einer Absenkung der Ausschüttungsrenditen von Immobilien in Hochzinsländern auf die Renditen in Tiefzinsländern wie der Schweiz. Über einen genügend langen Zeitraum hinweg sollte dies auch für nicht abgesicherte Zahlungsströme gelten, da Währungsschwankungen langfristig unterschiedliche Zinsniveaus ausgleichen sollten. Allerdings können sich Währungen relativ lange vom fairen Wert lösen. Wir spielen daher auch eine Strategie durch, in der wir nicht absichern, wenn der Franken überbewertet ist.

Trotz Absicherung resultieren zumeist höhere Renditen bei Auslandsinvestments

Abbildung 97 zeigt die lokale Rendite im jeweiligen Währungsraum und die Rendite in Schweizer Franken für einige der wichtigsten und liquidesten Länderindizes von Immobilienaktien – einmal ungesichert und einmal gegen Währungsschwankungen abgesichert. Mit Ausnahme von Japan sind die lokalen Renditen stets höher als die Renditen, die dem in Franken rechnenden Anleger bleiben. Trotzdem ist die Frage nach einer Währungsabsicherung nicht klar zu beantworten. Gemäss dem Vergleich der abgesicherten und ungesicherten Renditen in CHF hätte sich eine Absicherung nur in vier von acht Fällen gelohnt. Bei australischen Immobilienaktien wäre man ohne Absicherung weitaus besser gefahren. Dem ist so, weil der Franken nicht so stark aufwertete, wie anhand der Zinsdifferenz zu erwarten gewesen wäre. In diversen Ländern hat der Schweizer Anleger eine höhere Rendite erzielt als auf dem heimischen Markt. Dies unterstreicht die Opportunitäten, die sich in ausländischen indirekten Immobilienanlagen – mit oder ohne Absicherung – eröffnen.

Abb. 97: Renditen internationaler Immobilienaktien p.a.

Schweizer Immobilienfonds: Gleichgewichteter DB Rüd Blass Index



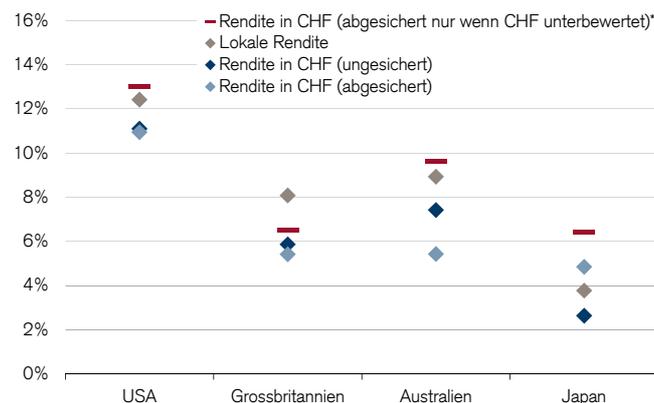
* Daten ab 1992; ** ab 1995; *** ab 1999.

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

Quelle: Credit Suisse, Datastream, Bloomberg

Abb. 98: Absicherungsstrategien im Vergleich

Renditen internationaler Immobilienaktien p.a., Daten ab 1992



* Unterbewertung: Aktueller Wechselkurs unter Fair Value

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

Quelle: Credit Suisse, Datastream, Bloomberg

Opportunistische Absicherung war erfolgreich

Eine klare Schlussfolgerung, ob man absichern sollte oder nicht, kann also anhand der [Abbildung 97](#) nicht gezogen werden. Für eine Absicherung spricht, dass die Volatilität der Renditen etwas abnimmt. Substanziell ist dieser Effekt allerdings nur bei australischen Titeln, wo die Volatilität um rund ein Viertel gesenkt werden konnte. Da aus Sicht einer Tiefzinswährung wie dem Franken die Absicherung meist kostet, haben wir eine Strategie getestet, in der eine Absicherung nur dann vorgenommen wird, wenn der Schweizer Franken unterbewertet ist. In diesem Fall sollte der Franken tendenziell aufwerten, was ausländische Renditen in Schweizer Franken schmälert. Tatsächlich funktionierte diese Regel in der Vergangenheit sehr gut (Untersuchungszeitraum seit 1992, [Abb. 98](#)). Es konnten mit dieser Strategie nicht nur Absicherungskosten und Unsicherheiten eliminiert werden, sondern die Renditen mit regelbasierter Absicherung (in rot) waren im Durchschnitt für amerikanische, australische und japanische Immobilienaktien auch höher als die Renditen in lokaler Währung. Bei deutschen und französischen Immobilienaktien, bei denen wir nur Daten seit 1999 auswerten konnten, liessen sich die lokalen Renditen mit dieser Strategie zwar nicht schlagen. Dafür konnten aber die Renditen in Franken (abgesichert oder ungesichert) übertroffen werden. Alles in allem lässt sich festhalten, dass es sich aus Sicht eines Schweizer Investors sowohl aus Rendite- wie auch Diversifikationsüberlegungen in den letzten rund 20 bis 25 Jahren rechnete, dem Portfolio ausländische Immobilienaktien beizumischen. Die lokale Rendite liess sich aus Sicht eines CHF-Anlegers allerdings nur mit einer durchdachten Absicherungsstrategie erreichen, wobei dies keine Garantie für die Zukunft darstellt.

Ausblick Immobilienanlagen 2016

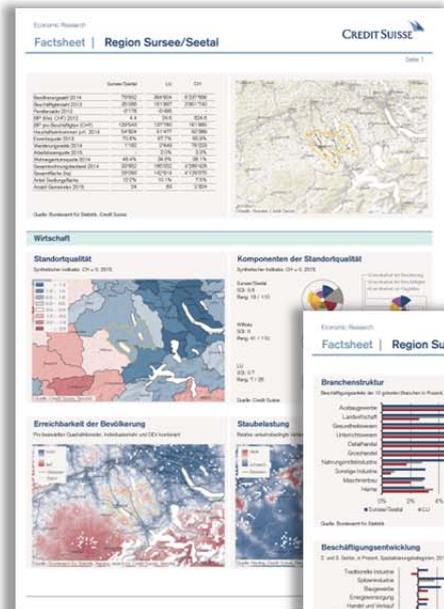
Direkte Immobilienanlagen: Anhaltende Beliebtheit trotz steigender Risiken

Die steigenden Renditeprämien von Immobilienanlagen dürften sich 2016 auf hohem Niveau stabilisieren. Folglich rechnen wir erneut mit vielen neuen Projekten, insbesondere im Mietwohnungsbau. Gleichzeitig dürften die Leerstände und damit auch die Risiken vor allem ausserhalb der Zentren weiter zunehmen. Aufgrund des bereits sehr hohen Preisniveaus und der Abschwächung des Mietertragspotenzials steigen mittel- bis langfristig ausserdem die Risiken von Preiskorrekturen. Chancen für Anleger ergeben sich etwa im Segment des preisgünstigen Wohnens. Grund hierfür ist eine sich abzeichnende Veränderung der Zuwanderungsstruktur von Arbeitsmigranten aus der EU und Drittstaaten hin zu Asylsuchenden.

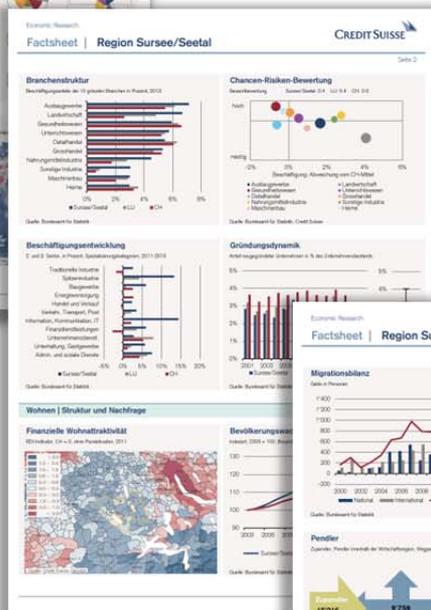
Indirekte Immobilienanlagen: Höhepunkt beim Renditepotenzial überschritten

Aus fundamentaler Perspektive zeichnen sich für indirekte Schweizer Immobilienanlagen nur wenige positive Werttreiber ab, weshalb das Renditepotenzial nicht an jenes der vergangenen Jahre heranreichen dürfte. Auf der Regulierungsseite gibt es beispielsweise noch Fragezeichen. Trotzdem gehen wir nicht davon aus, dass das durchschnittliche Agio der Immobilienfonds im laufenden Jahr unter 20% fallen wird, da die tiefen Zinsen die stabilen Ausschüttungen der Anlagegefässe ungemein attraktiv machen. Zudem kann ein Investor mit Schweizer Immobilienanlagen gezielt ein binnenorientiertes Exposure aufbauen, ohne sich über Wechselkurse Gedanken machen zu müssen. Dessen ungeachtet empfehlen wir Anlagen in Auslandimmobilien, die derzeit über das grössere Potenzial verfügen und ein Portfolio damit aus Rendite-Risiko-Perspektive gezielt ergänzen können.

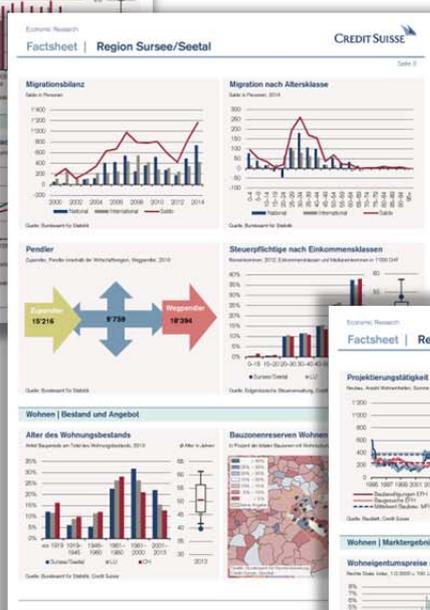
Factsheets: Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick



Regelmässig aktualisierte Indikatoren zu den 110 Wirtschaftsregionen
 Welches sind die Standortqualitäten der Wirtschaftsregion Sursee/Seetal? Welche Branchen sind für die Region besonders bedeutend? Wie hoch sind die Wohnungspreise in den Gemeinden der Region? Die Credit Suisse Factsheets beantworten diese und viele weitere Fragen zur regionalen Wirtschaft, Demografie und den Wohnungsmärkten. Regelmässig aktualisierte Zahlen werden dabei in Form von aussagekräftigen Grafiken, Tabellen und Karten dargestellt.



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



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



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

So können Sie einzelne Credit Suisse Factsheets bestellen:

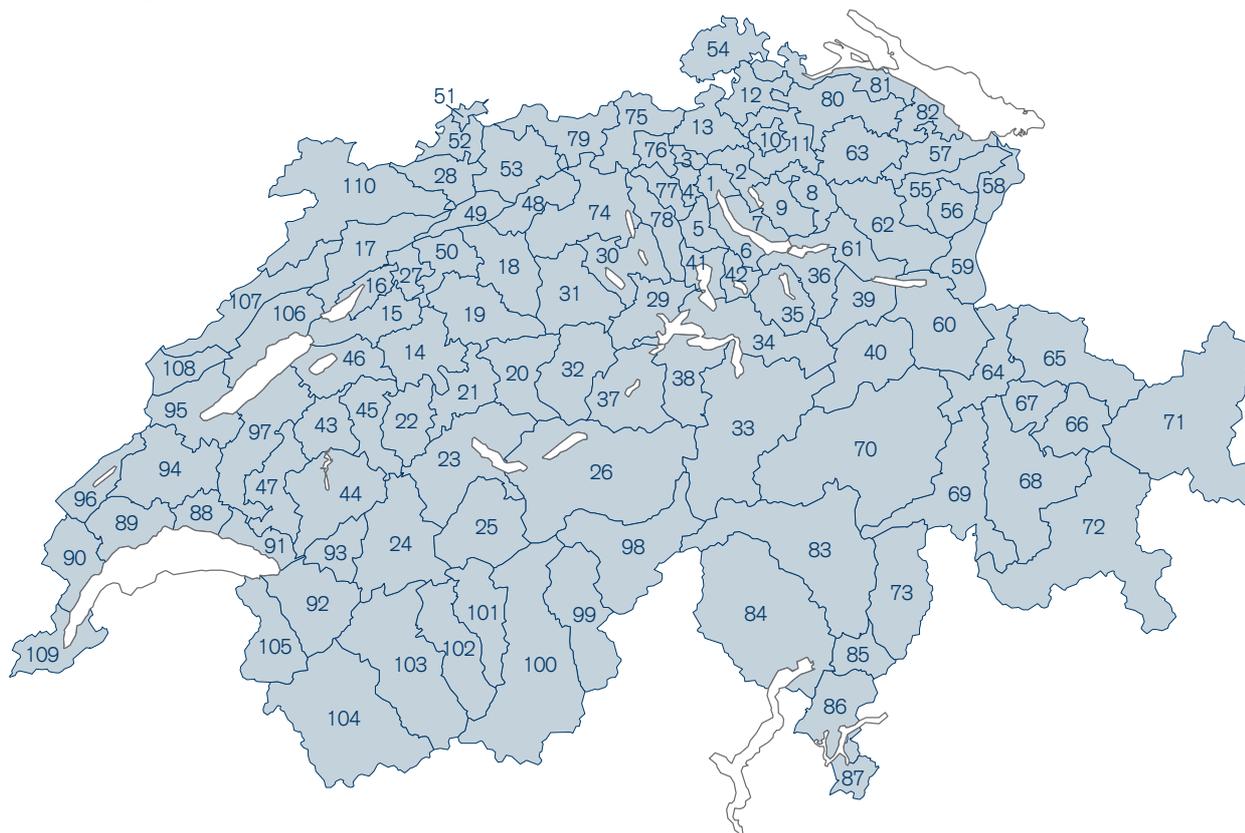
Kunden der Credit Suisse können Factsheets zu einzelnen Wirtschaftsregionen in der gewünschten Sprache (Deutsch, Französisch, Italienisch oder Englisch) unter folgendem Link bestellen: www.credit-suisse.com/immobilienstudie

Eine Auflistung der 110 Wirtschaftsregionen der Schweiz finden Sie auf 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 kantons-übergreifend sein.

Wirtschaftsregionen in der Schweiz



1 Zürich-Stadt	23 Thun	45 Sense	67 Schanfigg	89 Morges/Rolle
2 Glattal	24 Saanen/Obersimmental	46 Murten	68 Mittelbüenden	90 Nyon
3 Furttal	25 Kandertal	47 Glâne/Veveyse	69 Domleschg/Hinterrhein	91 Vevey/Lavaux
4 Limmattal	26 Berner Oberland-Ost	48 Olten/Gösgen/Gäu	70 Surselva	92 Aigle
5 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/Zurzach	97 La Broye
10 Winterthur-Stadt	32 Entlebuch	54 Schaffhausen	76 Baden	98 Goms
11 Winterthur-Land	33 Uri	55 Appenzell A.Rh.	77 Mutschellen	99 Brig
12 Weinland	34 Innerschwyz	56 Appenzell I.Rh.	78 Freiamt	100 Visp
13 Unterland	35 Einsiedeln	57 St. Gallen/Rorschach	79 Fricktal	101 Leuk
14 Bern	36 March/Höfe	58 St. Galler Rheintal	80 Thurtal	102 Sierre
15 Erlach/Seeland	37 Sarneraatal	59 Werdenberg	81 Untersee/Rhein	103 Sion
16 Biel/Seeland	38 Nidwalden/Engelberg	60 Sarganserland	82 Oberthurgau	104 Martigny
17 Jura bernois	39 Glarner Mittel- und Unterland	61 Linthgebiet	83 Tre Valli	105 Monthey/St-Maurice
18 Oberaargau	40 Glarner Hinterland	62 Toggenburg	84 Locarno	106 Neuchâtel
19 Burgdorf	41 Lorzenebene/Ennetsee	63 Wil	85 Bellinzona	107 La Chaux-de-Fonds
20 Oberes Emmental	42 Zuger Berggemeinden	64 Bündner Rheintal	86 Lugano	108 Val-de-Travers
21 Aaretal	43 La Sarine	65 Prättigau	87 Mendrisio	109 Genève
22 Schwarzwasser	44 La Gruyère	66 Davos	88 Lausanne	110 Jura

Quelle: Credit Suisse

Risikowarnung

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

Informationen zu den mit Anlagen in die herein 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 Referenzemittenten 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.

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

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

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

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

Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Preis und der Wert der hierin erwähnten Anlagen und alle daraus resultierenden Erträge können sinken, steigen oder schwanken. Die Performance in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen.

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

Schwellenmärkte

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

Alternative Anlagen

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

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

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

Zins- und Ausfallrisiken

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

Offenlegungen

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von der Abteilung Research der Division Private Banking & Wealth Management der CS am 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.

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

Die CS lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab, es sei denn, dieser Haftungsausschluss steht im Widerspruch zu einer Haftung, die sich aus bestimmten, für die CS geltenden Statuten und Regelungen ergibt. Dieser Bericht ist kein Ersatz für eine unabhängige Beurteilung. Die CS hat möglicherweise eine Handelsidee zu diesem Wertpapier veröffentlicht oder wird dies möglicherweise in Zukunft tun. Handelsideen sind kurzfristige Handlungsempfehlungen, die auf Marktereignissen und Katalysatoren basieren, wohingegen Unternehmensempfehlungen Anlageempfehlungen darstellen, die auf dem erwarteten Gesamtertrag im 6- bis 12-Monats-Horizont basieren, gemäss der Definition im Disclosure-Anhang. Da Handelsideen und Unternehmensempfehlungen auf unterschiedlichen Annahmen und Analysemethoden basieren, könnten die Handelsideen von den Unternehmensempfehlungen abweichen. Ausserdem hat die CS möglicherweise andere Berichte veröffentlicht oder wird möglicherweise Berichte veröffentlichen, die im Widerspruch zu dem vorliegenden Bericht stehen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Berichte spiegeln die verschiedenen Annahmen, Einschätzungen und Analysemethoden wider, auf denen sie basieren, und die CS ist in keiner Weise verpflichtet, sicherzustellen, dass der Empfänger Kenntnis von anderen entsprechenden Berichten erhält.

Bestätigung der Analysten

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

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

Wichtige Angaben

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

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

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 Seite «Disclosure» der Private Banking & Wealth Management Division unter folgender Adresse:

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

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

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

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

<http://www.credit-suisse.com/>

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertschriften oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktcommentare und in keiner Weise um eine regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäusserten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen.

PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch bestehe 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 und oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlagedienstleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundenen Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuerätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informa-

tionen 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. **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. **Gibraltar:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Gibraltar) Limited vertrieben. Die Credit Suisse (Gibraltar) Limited ist eine unabhängige Gesellschaft, die zu 100% im Besitz der Credit Suisse ist. Sie untersteht der Regulierung der Gibraltar Financial Services Commission. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Channel Islands) Limited verteilt, einem rechtlich unabhängigen Unternehmen, das in Guernsey unter der Nummer 15197 und unter der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Channel Islands) Limited ist zu 100% im Besitz der Credit Suisse AG. Sie wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Der jeweils aktuelle testierte Jahresabschluss ist auf Anfrage erhältlich. **Hongkong:** Der vorliegende Bericht wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, herausgegeben. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als «Authorized Institution» der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut nach Massgabe der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571 der gesetzlichen Vorschriften Hongkongs). **Indien:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited («Credit Suisse India», CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India (SEBI) unter den SEBI-Registrierungsnummern INB230970637, INF230970637, INB010970631, INF010970631 und INP000002478 sowie der folgenden Geschäftsadresse: 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, Indien, Tel. +91-22 6777 3777, beaufsichtigt wird. **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 CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthalte-

nen 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. **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. **Singapur:** Dieser Bericht wurde zur Verteilung in Singapur ausschliesslich an institutionelle Anleger, zugelassene Anleger und erfahrene Anleger (wie jeweils in den Financial Advisers Regulations definiert) erstellt und herausgegeben und wird von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, auch an ausländische Anleger (gemäss Definition in den Financial Advisers Regulations) verteilt. Die Credit Suisse AG, Singapore Branch, ist gemäss den Bestimmungen der Vorschrift 32C der Financial Advisers Regulations berechtigt, Berichte, die durch ihre ausländischen oder verbundenen Unternehmen erstellt wurden, zu verteilen. Für Fragen, die sich aus diesem Bericht ergeben oder die damit in Verbindung stehen, wenden sich Leser aus Singapur bitte an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, unter +65-6212-2000. In Bezug auf Finanzberatungsdienstleistungen, die Sie von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, erhalten, entbindet Ihr Status als institutioneller Anleger, zugelassener Anleger, erfahrener Anleger oder ausländischer Anleger die Credit Suisse AG, Singapore Branch, von der Verpflichtung bestimmte Anforderungen des Financial Advisers Act, Chapter 110 in Singapur (das «FAA»), der Financial Advisers Regulation sowie der entsprechenden Hinweise und Richtlinien, die hierzu erlassen wurden, zu erfüllen. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460). **Thailand:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, die von der Securities and Exchange Commission, Thailand, beaufsichtigt wird und unter der Adresse 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok, Tel. 0-2614-6000, eingetragen ist. **Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt. 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 US-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 © 2016 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten. 16C030A_R

Weitere Publikationen von Credit Suisse Economic Research



Region Bassin Lémanique Unternehmenssteuerreform III

Die Besteuerung von Unternehmen steht vor einem fundamentalen Umbau. Die Regionalstudie fokussiert auf die potenziellen Strategien der Kantone Genf und Waadt und die Auswirkungen der Steuerreform.

10. Februar 2016



Monitor Schweiz 1. Quartal 2016

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

15. März 2016



Branchenmonitor 1. Quartal 2016

Der Branchenmonitor beschreibt quartalsweise die aktuelle Situation und den konjunkturellen Ausblick der wichtigsten Schweizer Branchen.

31. März 2016



Global Real Estate Monitor 2. Quartal 2016

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

15. April 2016



Bauidex Schweiz 2. Quartal 2016

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

25. Mai 2016



Immobilienmonitor 2. Quartal 2016

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

2. Juni 2016

Die nächste Immobilienmarktstudie erscheint im März 2017.

Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.



Auf einem soliden
Fundament lässt sich
Grosses erreichen.

Seit 1938 schätzen Kunden rund um den Globus die Expertise unseres Real Estate Investment Managements. Profitieren auch Sie vom umfassenden Immobilien-Know-how. Unsere Angebotspalette bedient sowohl Kleinanleger wie auch institutionelle Investoren und überzeugt mit einem nachprüfbar guten Leistungsausweis.

credit-suisse.com/ch/realstate