

Real Estate Focus

Chief Investment Office WM
2017



Editorial

Liebe Leserin
Lieber Leser

Die Eigenheimpreise sind regional rückläufig, die Leerstände bei Mietwohnungen nehmen zu, den Geschäftsliegenschaften fehlen wirtschaftliche Impulse und die Ausschüttungshöhe bei börsennotierten Immobilien ist gefährdet. Für Immobilieninvestoren, die sich in Sicherheit wiegen, ist es höchste Zeit aufzuwachen. Aber wie? Der argentinische Autor Jorge Bucay kennt sich aus: «Kindern erzählt man Märchen zum Einschlafen, Erwachsenen, damit sie aufwachen.» Ein Streifzug durch die Märchenwelt liefert unterschiedliche Strategien, wie man sich in einem Risikoumfeld verhält.

Da sind die *Bremer Stadtmusikanten*, die aus Angst vor dem Tod fliehen und dabei keine Risiken scheuen, um selbst hintertriebene Halunken zu besiegen. Die reich gedeckte Tafel belohnt sie schliesslich für ihre Risikobereitschaft. Doch ihr Vorgehen gleicht dem Mut der Verzweiflung. Anders agiert der *Froschkönig*, der durch sein geduldiges Ausharren erlöst und zum Prinzen Heinrich wird. Sein Handlungsspielraum beschränkt sich allerdings auf das Warten, sodass er kaum die Möglichkeit hat, überhaupt Risiken einzugehen. Eine dritte, ausdifferenzierte Variante wählt hingegen die Märchenheldin *Aschenputtel*. Sie erreicht ihr Ziel, da sie dank ihres klugen strategischen Risikoverhaltens im richtigen Moment aktiv wird.

Riskante, von Anlagenotstand getriebene Immobilienkäufe haben bisweilen den Anschein der Verzweiflung. Auch das Warten auf bessere Zeiten bei leerstehenden ausgedienten Objekten dürfte kaum noch Erfolg zeitigen. Vielmehr sind bei steigenden Risiken am Immobilienmarkt differenziertere Strategien gefragt, um die Chancen im richtigen Moment zu ergreifen. Mit unserem diesjährigen *UBS Real Estate Focus* unterstützen wir Sie gerne dabei.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.



Claudio Saputelli
Leiter Global Real Estate



Daniel Kalt
Chief Economist Switzerland

Inhalt

UBS Real Estate Focus 2017

Diese Publikation wurde durch UBS Switzerland AG erstellt. Bitte beachten Sie die wichtigen rechtlichen Informationen am Ende der Publikation. Aus der Performance der Vergangenheit kann nicht auf künftige Renditen geschlossen werden. Die angegebenen Marktpreise sind Schlusskurse der jeweiligen Hauptbörse.

Herausgeber

UBS Switzerland AG
Chief Investment Office WM
Postfach, CH-8098 Zürich

Chefredaktion

Elias Hafner

Redaktion

Viviane Vajda

Redaktionsschluss

12. Januar 2017

Korrektorat

24translate GmbH, St. Gallen

Desktop Publishing

Margrit Oppliger
Werner Kuonen

Fotos

Manuel Stettler Fotografie, Burgdorf

Titelbild

Parkhaus Sihlcity, Zürich

Druck

galmedia ag, Flawil, Schweiz

Sprachen

Deutsch, Englisch, Französisch und Italienisch

Kontakt

ubs-cio-wm@ubs.com

Bestellungen oder Abonnemente

Als UBS-Kundin oder -Kunde können Sie UBS Real Estate Focus abonnieren und zusätzliche Exemplare dieser Publikation über Ihre Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater oder die Mailbox von Printed & Branded Products bestellen: sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com.

Eine elektronische Abonnie rung ist zudem über Investment views auf der e-banking-Plattform möglich.

SAP-Nr. 83518D-1701

6 Risiko



- 6 Management von Immobilienrisiken
Risikomanagement als Chance

Im Fokus

- 8 Management von Konjunktur- und Objektisiken
Portfoliorisiken visualisieren
- 10 Management von unsystematischen Risiken
Nicht alles auf dasselbe Pferd setzen
- 12 Management von Zinsrisiken
bei der Finanzierung
Zinsschwankungen sind kontrollierbar

14 Wohnen



- 14 Eigenheime
Im Fahrwasser der Zentren
- 18 Mehrfamilienhäuser
Leerstand gehört zum Spiel

Im Fokus

- 22 Kalkulatorischer Zinssatz
Reduktion ist ein Spiel mit dem Feuer
- 25 Demografie
Absicherung durch kleine Wohnungen

28

Geschäft



28 **Büroflächen**
Nachfrageflaute trübt
Perspektiven

32 **Verkaufsflächen**
Verdrängungswettbewerb
intensiviert sich

Im Fokus

36 **Coworking-Flächen**
Eine Antwort auf
Büroleerstand

39 **E-Commerce**
Flexibles Flächenmanagement
gefragt

42

Börse



42 **Immobilienfonds**
Impulse für Kursavancen
fehlen

45 **Immobilienaktien**
Mehr Kundennähe und
neue Geschäftsfelder

Im Fokus

48 **Bewertungen der Immobilien-**
aktien und -fonds
Jahre der Überrendite gehen
zu Ende

50

Global



50 **Globaler Markt der**
Immobilienanleihen
Auf dem Zenit

53 **UBS Global Real Estate**
Bubble Index
Blasenrisiko steigt rund
um den Globus

59 **Überblick und Prognosen**

Risikomanagement als Chance

Claudio Saputelli

Kaum eine andere Anlageklasse rentierte in den letzten zehn Jahren besser als der Schweizer Backstein. Doch die Luft auf dem hiesigen Immobilienmarkt wird dünner. Ein professionelles Risikomanagement sichert eine attraktive Ertragslage.

Seit der Finanzkrise haben die Zinsen in der Schweiz eine einmalige Talfahrt hingelegt. Nach dem Brexit-Votum Grossbritanniens Ende Juni 2016 lag gar die gesamte Eidgenossen-Zinskurve für einige Tage im negativen Bereich. Der durch das Tiefzinsumfeld hervorgerufene Anlagenotstand – verschärft durch die extrem expansive Geldpolitik der Zentralbanken – beflügelte den Immobilienmarkt in einem Ausmass, das noch vor wenigen Jahren unvorstellbar war. In der Folge wurden auch die Warnungen vor überhitzten Immobilienmärkten immer lauter. Doch rückblickend lässt sich feststellen: In den letzten zehn Jahren gehörten Immobilien zu den Anlageklassen mit der besten Performance. Dies darf aber nicht über die teils zu hohe Bewertung hinwegtäuschen.

Risiken bewirtschaften statt voreilig handeln

Für den Immobilieninvestor stellt sich die Frage, wie es nun weitergehen soll. Vereinfacht betrachtet, hat er drei Möglichkeiten: Er setzt weiterhin auf Immobilien, in der Überzeugung, dass ihm seine Marktkenntnisse auch künftig Gewinne beschern werden. Alternativ begegnet er den hohen Bewertungen mit Skepsis und entscheidet sich für Gewinnmitnahmen. Als letzte Variante verzichtet er auf einen voreiligen Entschluss und wählt stattdessen ein professionelles Risikomanagement zur nachhaltigen Werterhaltung und -steigerung des Portfolios.

Ein aktives Risikomanagement fristete im Immobilienwesen bisher bloss ein Mauerblümchendasein. Denn über Jahrzehnte galt die Immobilie als wertbeständiges und inflationsresistentes Investment. Doch spätestens seit dem Platzen von Immobilienblasen in den letzten Jahren, welche die Welt- und Finanzwirtschaft erschütterten, nahm das Interesse an der systematischen Auseinandersetzung mit Risiken sowohl bei institutionellen wie auch privaten Immobilieninvestoren deutlich zu. Ein effizientes Risikomanagement verfolgt nicht das Ziel, Risiken generell zu vermeiden. Vielmehr soll damit das Erreichen der Investitionsziele langfristig gesichert werden.

Risiko als Produktionsfaktor nutzen

Bereits vor Jahrhunderten wurde der Begriff Risiko – in Verbindung mit Versicherungen – als ein Produkt aus Eintrittswahrscheinlichkeit und Schadenhöhe definiert. Daher ist der Begriff bis heute negativ konnotiert, im Sinne von Wagnis, Gefahr oder Verlustmöglichkeit bei einem unsicheren Vorhaben. Für viele Disziplinen greift diese einseitige Interpretation von Risiko jedoch zu kurz. Eine ambivalente Betrachtungsweise nach dem Beispiel östlicher Kulturen ist eindeutig zielführender. So lautet die chinesische Bezeichnung für Risiko «Wei-ji» und setzt sich aus den Schriftzeichen für «Gefahr» und «Chance» zusammen. Das Reich der Mitte betrachtet das Risiko nicht als Einengung, die es zu vermeiden gilt, sondern als ein natürliches Zusammenspiel aus potenziellem Gewinn und Verlust.



JungfrauPark (zuvor Mystery Park) Interlaken

«Ein effizientes Risikomanagement verfolgt nicht das Ziel, Risiken generell zu vermeiden.»

Manche Ökonomen gehen gar einen Schritt weiter und sehen Risiko als einen Produktionsfaktor an, dessen Einsatz durch eine Risikoprämie entlohnt wird. Risikovermeidung hingegen bewirkt einen Stillstand, der in einer fortgeschrittenen Volkswirtschaft einem Rückschritt gleichkommt. Auch der australische Schriftsteller John Marsden erkannte, dass eine totale Risikovermeidung neue Risiken generiert: «The biggest risk is to take no risks.» Ein effizientes Risikomanagement verfolgt demnach das Ziel, bewusst mit Chancen und Risiken umzugehen, um so die anvisierten Investitions- oder Unternehmensziele bestmöglich zu erreichen.

Aktuelles Wirtschaftsumfeld ruft nach Risikobewirtschaftung

Solange kaum Gefahren auftreten, ist die Motivation niedrig, Risiken zu managen, insbesondere wenn dies mit grösserem Zeitaufwand und somit Kosten verbunden ist. Doch wir glauben, dass sich der Immobilieninvestor zunehmend auf eine veränderte Realität einstellen sollte.

Mehrere Faktoren dürften die künftige Wertentwicklung beeinträchtigen: Erstens werden die Zinsen kaum weiter sinken und sie werden irgendwann wieder ansteigen. Zweitens hat der jahrzehntelang andauernde Trend des steigenden Flächenkonsums pro Kopf gedreht, was die inländische Zusatznachfrage beschränkt. Drittens dürfte der Verdrängungswettbewerb aufgrund von Überkapazitäten nicht nur bei Geschäftliegenschaften, sondern auch bei Wohnliegenschaften härter werden. Und viertens durchdringt der Modernisierungsschub immer mehr Nutzungsarten, was generell den älteren Objekten arg zusetzen wird. Wer also am Immobilienmarkt weiterhin seine Chancen nutzen will, befasst sich am besten schon heute mit der neuen Realität.

Das Kapitel *Risiko* (Seiten 6 bis 13) ist angelehnt an: Maier, Kurt M.; Graf, Karl Herbert; Schwatlo, Winfried; Steinbrenner, Hans-Peter (2007): Risikomanagement im Immobilien- und Finanzwesen – Ein Leitfaden für Theorie und Praxis. Frankfurt am Main: Knapp.

Portfoliorisiken visualisieren

Claudio Saputelli

Immobilienanleger sehen sich einerseits mit konjunkturellen, andererseits mit objektspezifischen Risiken konfrontiert. Professionelle Risikomodelle verknüpfen diese Elemente, was als Basis für Strategieentscheide dient.

Zeiten mit Flächenknappheit während eines Aufschwungs und Flächenüberangebot bei einem Abschwung wechseln sich kontinuierlich ab. Der Zyklus des Immobilienmarkts – im Idealfall als Sinuskurve dargestellt – lässt sich in vier verschiedene Phasen einteilen: *Projektentwicklung* (in der Expansionsphase) und *Überbauung* (in der Kontraktionsphase) sowie *Marktbereinigung* (in der Rezessionsphase) und *Marktstabilisierung* (in der Erholungsphase).

Die Phase der Expansion ist durch eine stark ansteigende Flächennachfrage, oft ausgelöst durch eine anziehende Gesamtkonjunktur, gekennzeichnet. Dabei nehmen die Absorptionsraten zu und Leerstand wird abgebaut. Die Zahl der Fertigstellungen hält sich aufgrund der langen Produktionsdauer von Immobilienprojekten trotz hoher Neubautätigkeit in Grenzen. Auf die positive Stimmung folgt die Phase der Kontraktion, in der die Flächennachfrage wieder sinkt, gleichzeitig aber viele fertiggestellte Projekte die Leerstandsquote erhöhen. Die Folge sind sinkende Mieten, welche in die Rezessionsphase münden. Ein konjunktureller Abschwung verschlimmert in dieser Phase die Situation auf dem Immobilienmarkt zusätzlich, sodass sinkende Preise unumgänglich sind. Niedrige Mieten und eine höhere Flächennachfrage führen dann in der Erholungsphase erneut zu einem Anstieg der Absorption.

Marktrisiko betrifft alle Objekte

Das Angebot und die Nachfrage an den Immobilienmärkten werden durch wirtschaftliche, gesellschaftliche und politische Determinanten beeinflusst. Gewisse Faktoren sind quantifizierbar und werden mittels verschiedener statistischer

Methoden gemessen und ihre Wirkungsrichtung wird ermittelt. Empirische Untersuchungen zeigen beispielsweise, dass die Gesamtkonjunktur, die Einkommensentwicklung und die Arbeitsmarktlage einen stärkeren Einfluss auf die Entwicklung des Bauvolumens ausüben als – wie vielfach angenommen – die Zins- und die Bevölkerungsentwicklung.

Basierend auf den Ermittlungsergebnissen werden Prognosen über die künftige Immobilienmarktentwicklung erstellt, um das systematische Risiko von Immobilieninvestitionen zu bewerten. Das systematische Risiko, auch Marktrisiko genannt, beschreibt jenes Risiko, das alle Immobilienobjekte gleichermaßen trifft. Es kann also nicht durch ein breitgestreutes Immobilienportfolio «wegdiversifiziert» werden.

Standort- und Objektrisiken tangieren einzelne Immobilien

Während die Marktrisiken nicht nur einzelne Investitionsobjekte, sondern die ganze Anlagekategorie betreffen, werden mit der *Standortanalyse* Entwicklungsmöglichkeiten und Risikopotenziale im Hinblick auf die spezifische Lage des Objekts ermittelt. Dabei wird zwischen Makro- und Mikrostandortfaktoren unterschieden. Der Makrostandort ist der Grossraum, in dem sich ein Grundstück befindet, sowie dessen Einzugs- und Verflechtungsbereich. Typische Makrostandortfaktoren sind Wirtschaftsstruktur, Flächenangebot, Mietniveau. Der Mikrostandort beschreibt hingegen das unmittelbare Umfeld eines Grundstücks wie Erschliessung, Verkehrsanbindung oder Immissionen.

Bei der *Objektanalyse* wechselt der Fokus zur Qualität des Einzelobjekts und dessen spezifischen Eigenschaften. Wesentliche Elemente des Ertrags- und Risikopotenzials sind Grundstücksbeschaffenheit, Bausubstanz, Ausstattungsmerkmale und rechtliche Situation.

Zweidimensionaler Ansatz zur besseren Visualisierung

Die Markt-, Standort- und Objektanalysen können nicht nur isoliert betrachtet, sondern in einem zweidimensionalen, portfoliotheoretischen Ansatz miteinander verknüpft werden. Das Ziel ist dabei nicht, einzelne Liegenschaften zu beurteilen, sondern vielmehr deren gegenseitige Wechselbeziehungen bezüglich Ertrags- und Risikosituation zu verdeutlichen. So werden Schwachstellen des Portfolios aufgezeigt und gleichzeitig Ansatzpunkte für eine Strategie zur Minderung der Risikoanfälligkeit geschaffen.

Im häufig verwendeten zweidimensionalen Markt- und Objektchancen-Modell werden die wichtigsten Risikofaktoren selektioniert, gewichtet und schliesslich mit einer Punktzahl von 0 bis 100 bewertet. Hohe Punktwerte stehen für sehr günstige Bedingungen (zum Beispiel hohe Chancen bei geringen Gefahren) und umgekehrt. Durch Addition der gewichteten Punkte einzelner Risikofaktoren ergibt sich jeweils eine

Punktzahl für die Dimension Marktchancen beziehungsweise Objektchancen einer Liegenschaft, die in einer Neun-Felder-Matrix visualisiert werden kann (siehe Abbildung). Dies bildet die Grundlage für die Entwicklung von risiko-spezifischen Investitions- beziehungsweise Desinvestitionsstrategien.

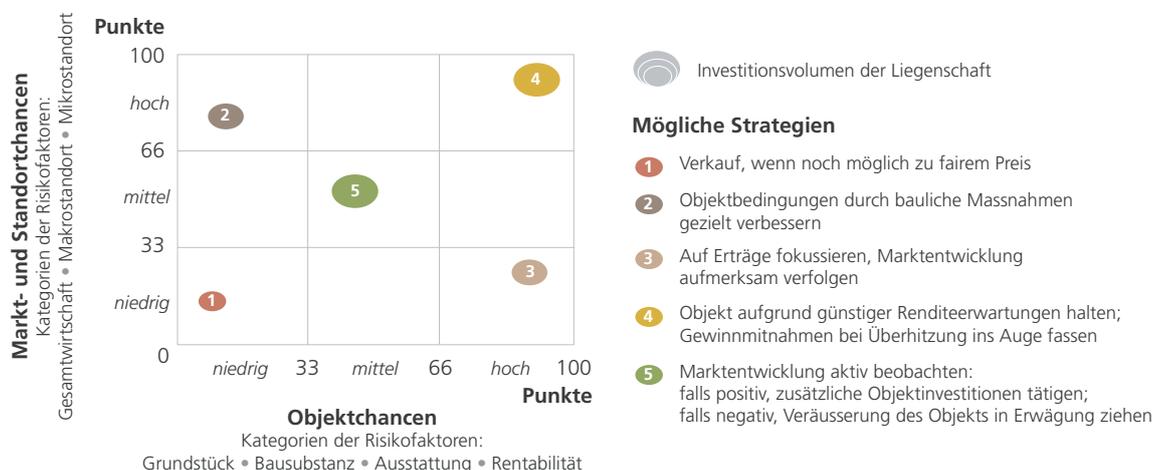
Portfolio auf schwierigere Zeiten vorbereiten

Bei der Entwicklung von Risikostrategien ist zu beachten, dass der Investor die *Marktfaktoren* kaum beeinflussen kann. Die Veränderungsmöglichkeiten bei den *Objektfaktoren* sind hingegen vielfältig. Je nach Phase innerhalb des Immobilienmarktzyklus lässt sich bei den Marktchancen keine hohe Punktzahl erreichen. Derzeit befinden wir uns in der Kontraktionsphase, wobei die Abwärtsbewegung durch die tiefen Zinsen abgebremst wird.

In den kommenden Jahren ist jedoch mit steigenden Leerständen und einer eher schwachen Konjunktur zu rechnen (siehe Beitrag Seite 6). Ein professionell aufgestelltes Markt-/Objektchancen-Modell kann dabei helfen, das Immobilienportfolio durch Gewinnmitnahmen und Wertsteigerungsmassnahmen auf schwierigere Zeiten erfolgreich vorzubereiten. Wer sich jetzt damit befasst, ist auch für die bevorstehende Phase des Immobilienzyklus gut gewappnet.

Die passende Strategie: Chancenmatrix

Visualisierung von Markt- und Standortchancen sowie Objektchancen



Quellen: K. M. Maier u.a.: «Risikomanagement im Immobilien- und Finanzwesen», UBS

Nicht alles auf dasselbe Pferd setzen

Claudio Saputelli, Thomas Veraguth und Sandra Wiedmer

Zur Reduktion von Anlagerisiken sollten sich die einzelnen Direktanlagen bezüglich ihrer Standort- und Objekteigenschaften möglichst voneinander unterscheiden. Mittels börsennotierter Immobilien lässt sich auch bei geringerem Kapitaleinsatz eine hohe Portfolio-diversifikation erzielen.

Das Gesamtrisiko einer Immobilienanlage lässt sich in eine marktspezifische und eine objekt-spezifische Komponente aufteilen. Erstere wird in der Portfoliotheorie als *systematisches* Risiko bezeichnet und beinhaltet beispielsweise das Konjunkturrisiko, die Inflation, das Regulierungsrisiko oder das Zinsänderungsrisiko (siehe Beitrag Seite 12). Die zweite Komponente sind *unsystematische* Risiken, die lokal auf wirtschaftlicher Ebene auftreten (wie die Kaufkraftentwicklung einer Region) oder auf Objektebene (wie das Lage- oder Mietausfallrisiko). Da sich unsystematische Risiken auf eine bestimmte Immobilie konzentrieren, treten sie weitgehend unabhängig voneinander auf. Deshalb lassen sie sich – im Gegensatz zu den systematischen Risiken – in einem Portfolio durch Diversifikation verringern.

Gleiche Rendite bei geringerem Risiko

Unter *Risikodiversifikation* versteht man also die Verteilung von (unsystematischen) Risiken auf verschiedene Investitionsobjekte. Dieser Grundsatz ist allgemein bekannt: Man sollte nicht alles auf dasselbe Pferd setzen. Doch wie sieht ein optimal diversifiziertes Immobilienportfolio aus? In den 1950er Jahren entwickelte Harry Markowitz einen analytischen Ansatz für effiziente Portfolios (Portfolio Selection). Demnach hat die Diversifikation derart zu erfolgen, dass keine andere Portfoliozusammenstellung den gleichen Ertrag (erwartete Rendite) bei geringerem Risiko (Standardabweichung) generiert oder mehr Ertrag bei identischem Risiko.

Was in der Theorie einfach klingt, ist in der Praxis schwierig umzusetzen. Dennoch sollte der Immobilieninvestor bei Direktanlagen versuchen, nach verschiedenen Kriterien zu diversifizieren. Dabei ist eine Durchmischung des Immobilienbestands nach Standort, Nutzungsart sowie Objekteigenschaften (Alter, Grösse, Beschaffenheit und Mieterstruktur) anzustreben. Je stärker sich die Einzelimmobilien in einem Portfolio voneinander unterscheiden, desto weniger fällt ein objektspezifisches Risiko innerhalb des Portfolios ins Gewicht.

Hohe Investitionsvolumen, ein aufwendiges Immobilienmanagement und langfristig gebundene Liquidität sind jedoch potenzielle Hürden, um bei Direktinvestitionen in Liegenschaften eine genügende Diversifikation zu erzielen. Mit deutlich geringeren finanziellen Mitteln lässt sich hingegen in eine Immobilienfondslösung investieren.

Diversifikation innerhalb Schweizer Immobilienfonds und -aktien

Breit diversifizierte Immobilienfonds bieten den Vorteil, dass objektspezifische Risiken auf Portfolioebene praktisch eliminiert werden. Gemäss unseren Berechnungen korrelieren jedoch die Renditen der börsennotierten Schweizer Immobilienfonds mit unterschiedlicher geografischer oder sektoraler Ausrichtung stark. Dies bedeutet, dass mit einem Portfolio aus verschiedenen Immobilienfonds kaum eine regionale oder sektorale Risikodiversifizierung möglich ist. Die Performance von Immobilien-

fonds wird demnach in erster Linie durch systematische Risiken wie die Konjunktur- und Zinsentwicklung bestimmt, die auf Landesebene nicht «wegdiversifiziert» werden können. Gleiche Ergebnisse liefern auch Berechnungen für Schweizer Immobilienaktien.

Für Investoren empfiehlt es sich trotzdem, mehrere Immobilienfonds beziehungsweise -aktien dem Portfolio beizumischen. Denn dadurch lassen sich die unsystematischen Risiken, die auf Titelebene vorhanden sind, reduzieren. Dazu gehören beispielsweise die Investitionsstrategie und die Qualität des Fondsmanagements respektive der Geschäftsleitung.

Auf unterschiedliche Anlagekategorien setzen

Eine Kombination aus Schweizer Immobilienfonds und -aktien bietet aufgrund unvollständiger Korrelation dennoch Möglichkeiten, unsystematische Risiken auf Titelebene besser zu verteilen. Dabei wird die Höhe des Aktienanteils im Portfolio durch die Risikobereitschaft und -fähigkeit des Investors bestimmt. Denn Immobilienaktiengesellschaften unterscheiden sich von Immobilienfonds unter anderem durch einen höheren Fremdfinanzierungsgrad und ein aktiveres Portfoliomanagement. Dies führt dazu, dass Immobilienaktien im Durchschnitt eine höhere Rendite, aber auch ein höheres Risiko aufweisen als Immobilienfonds.

Schliesslich eröffnen sich mit Immobilienanlagen im Ausland auch zusätzliche Möglichkeiten zur Risikostreuung, weil so das marktspezifische Risiko eines Portfolios sinkt. Doch eine ausländische Investition birgt Währungs-, Inflations- oder spezifische Länderrisiken, deren Absicherung Zusatzkosten verursacht.

Weiter entscheidend für das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios ist der gestaffelte Markteinstieg. Da Immobilienanlagen stark zyklisch geprägt sind, kann durch eine Staffelung das Risiko eines ungünstigen Markteinstiegs reduziert werden.

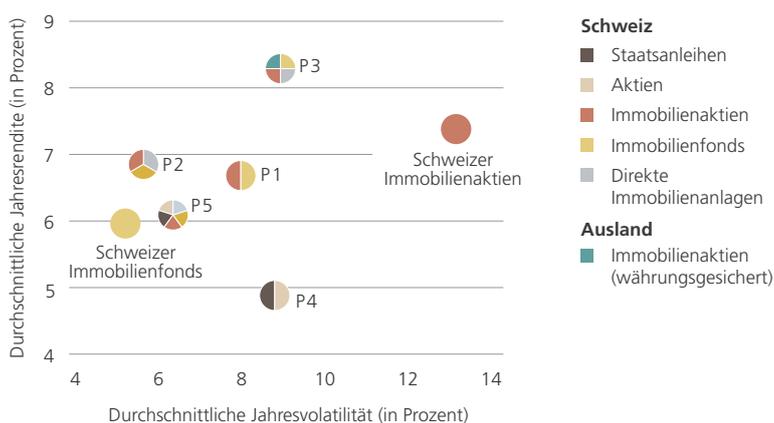
Immobilien dem traditionellen Portfolio beimischen

Immobilienanlagen können die Effizienz eines traditionellen Portfolios aus (globalen) Aktien und Anleihen klar verbessern, da sowohl Liegenschaften im Direktbesitz als auch börsennotierte

Immobilien eine relativ niedrige Korrelation zu einem solchen Portfolio aufweisen. Wissenschaftliche Untersuchungen wie auch die praktische Erfahrung von Anlegern deuten darauf hin, dass in einem gemischten Portfolio ein Immobilienanteil zwischen 5 und 15 Prozent eine angemessene Bandbreite darstellt, um das Rendite-Risiko-Verhältnis deutlich zu verbessern. Je höher die Risikotoleranz des Anlegers, desto niedriger fällt die Allokation von Immobilien im Portfolio aus und umgekehrt.

Sinkende Risiken durch Diversifikation

Rendite-Risiko-Profil gleichgewichteter Portfolios zwischen 2000 und 2016



Erklärung: Bei den Immobilienportfolios wurde von 2000 bis 2016 mit der Beimischung von direkten Immobilienanlagen eine höhere Rendite bei geringerem Risiko erzielt (Vergleich P1 und P2). Der Einbezug ausländischer Immobilienaktien erhöhte sowohl die Rendite wie auch das Risiko (P3). Im gemischten Portfolio trugen Investitionen in Immobilien zur Risikoreduktion gegenüber dem traditionellen Portfolio bei (Vergleich P5 mit P4).

Bemerkung: Das Rendite-Risiko-Profil der jeweiligen Portfolios hängt vom Investitionszeitraum ab. Beispielsweise zeigten Schweizer Immobilienfonds aufgrund fallender Zinsen eine sehr gute Performance. Bei steigenden Zinsen dürfte ihre Performance jedoch deutlich niedriger ausfallen.

Quellen: Bloomberg, UBS

Zinsschwankungen sind kontrollierbar

Claudio Saputelli

Es sieht nicht danach aus, dass die Schweizer-Franken-Zinsen rasch steigen werden. Dennoch schützt ein aktives Zinsmanagement vor unliebsamen Überraschungen. Dazu bieten sich mehrere Instrumente an.

Zinsrisiken gehören zu den Marktrisiken und sind somit aus portfoliotheoretischer Perspektive systematische Risiken, die nicht auf Objektebene diversifiziert werden können. Ein Investor ist den Zinsschwankungen jedoch nicht unkontrolliert ausgesetzt, sondern kann deren Folgen durch ein gezieltes Zinsmanagement abfedern.

Zinsmanagement schützt vor mehreren Risiken

Folgende teilweise konkurrierende Ziele werden beim Management von Zinsrisiken angestrebt: die Optimierung der Zahlungsströme je nach Bedürfnissen, die Steuerung der Zinsänderungsrisiken mittels geeigneter Instrumente und die Minimierung der Zinskosten.

Diese Ziele können mit dem Einsatz von traditionellen und derivativen Instrumenten erreicht werden. Traditionelle Instrumente dienen dazu, Marktzinsschwankungen durch den Abschluss unterschiedlicher Kreditlaufzeiten auszugleichen. Derivative Produkte (zum Beispiel Zinsswaps) hingegen ermöglichen die Steuerung von Zinsrisiken im lang- und kurzfristigen Zeithorizont.

Traditionelle Instrumente

Bei den traditionellen Instrumenten des Zinsmanagements erfolgt die Zinsabsicherung durch die gezielte Wahl der Darlehensform (variable beziehungsweise Festzinshypotheken). Wer eine Hypothek aufnimmt, muss sich grundsätzlich drei Fragen stellen: Kann ich deutlich höhere

Zinszahlungen tragen (Zinsänderungsrisiko)? Wie gross ist die Gefahr, dass ich die Hypothek zum ungünstigsten Zeitpunkt erneuern muss (Refinanzierungsrisiko)? Wie hoch sind die Kosten, wenn ich den Hypothekarvertrag vorzeitig kündigen muss (Bindungsrisiko)? Bei einer Libor-Hypothek trägt der Kreditnehmer das volle Zinsänderungsrisiko – positiv wie negativ –, hat aber gleichzeitig eine relativ hohe Flexibilität. Eine Festhypothek eliminiert das Zinsänderungsrisiko, ist hingegen mit einem höheren Bindungs- und Refinanzierungsrisiko verbunden.

Die Wahl der Laufzeit einer Hypothek hängt von der erwarteten Zinsentwicklung, der Risikotragfähigkeit sowie auch der benötigten Finanzierungsdauer ab. Bei einer Diversifizierung der Hypothekarfinanzierung nach Laufzeiten wird ein Kreditportfolio gebildet. Damit lassen sich einerseits das Zinsänderungs- und das Refinanzierungsrisiko reduzieren und andererseits die Flexibilität für den Fall einer notwendigen Rückzahlung erhöhen.

Aktuell unterscheiden sich die Zinskosten nur geringfügig unter den verschiedenen Laufzeiten (flache Zinskurve). Zehnjährige Festhypotheken bieten die höchste Sicherheit bezüglich einer Zinsänderung bei relativ geringen Mehrkosten. Doch auch für konservative Hypothekarneher lohnt es sich, Libor-Hypotheken dem Portfolio beizufügen, insbesondere um dem Refinanzierungsrisiko entgegenzuwirken.

Derivative Instrumente

Mit dem Einsatz von Zinsderivaten können Finanzierungen gegen Zinsänderungsrisiken abgesichert werden. Dies erhöht die Planbarkeit und schützt zudem vor ungünstigen Zinsentwicklungen. Zinsderivate eignen sich insbesondere für mittlere und grössere Unternehmen oder Immobiliengesellschaften, da sie meist auf individuelle Bedürfnisse abgestimmt werden und ein Mindestvolumen erfordern. Zu den wichtigsten Absicherungsinstrumenten in der Immobilienpraxis gehören Termingeschäfte oder börsengehandelte Zinsfutures (Sicherung des Zinssatzes für den Anlagezeitraum) und Zinsoptionen (Kauf eines Anrechts auf eine Ausgleichszahlung, falls an bestimmten Stichtagen der Referenzzinssatz von einem vereinbarten Zinssatz abweicht).

Die mit Abstand gängigsten Zinsderivate sind Zinsswaps. Bei diesen wird über eine bestimmte Laufzeit der an vordefinierten Stichtagen geltende variable Zinssatz gegen einen zu Beginn festgelegten fixen Zinssatz ausgetauscht. Dadurch kann beispielsweise eine Libor-Hypothek über einen gewissen Zeitraum in eine fixe Hypothek «umgewandelt» werden: So *bezahlt* man beim am häufigsten abgeschlossenen Payer-Swap einen fixen Zinssatz und *erhält* im Gegenzug den entsprechenden Libor-Zins, der wiederum für die variable Zahlung an den Hypothekargeber verwendet wird.

Zinsswap auch im Negativzinsumfeld ausgewogen

Seit der Einführung der Negativzinsen weisen variable Finanzierungen mit einer entsprechenden Absicherung durch Zinsswaps eine Asymmetrie auf: Zwar geben die Banken bei Libor-Hypotheken – aufgrund der angewandten Null-Untergrenze sowohl im Kreditgeschäft als auch bei privaten Bankkonti – die Negativzinsen nicht weiter, das heisst beim aktuellen Libor-Satz von $-0,75$ Prozent erhält der Hypothekenehmer keine Zinszahlung von der Bank. Aber beim Swapgeschäft fordert die Bank den negativen Libor vom Hypothekenehmer ein. Somit hat sich eine abgesicherte variable Finanzierungsstrategie gegenüber einem Umfeld mit positiven Zinsen verteuert; je stärker negativ die Zinsen sind, desto teurer wird also die Absicherung. Das Risiko, dass die Finanzierungskosten bei Zinserhöhungen ansteigen, besteht allerdings auch

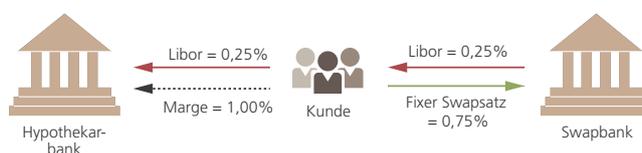
im Negativzinsumfeld. Ein Swap-Geschäft dient auch bei negativen Zinsen als Absicherung und es bleibt ausgewogen. Denn der zu bezahlende fixe Zinssatz entspricht approximativ den erwarteten variablen Zinssätzen. Demnach ergibt sich im aktuellen Negativzinsumfeld auch ein tieferer beziehungsweise sogar ein negativer fixer Zinssatz. Ausserdem scheinen Payer-Swaps momentan bei Unternehmen auch deshalb beliebt zu sein, weil die Zinskurve zurzeit relativ flach ist und somit der fixe Zinssatz nur wenig über dem aktuellen variablen liegt (tiefe Laufzeitprämie). Obwohl es nicht danach aussieht, dass die Zinsen schnell wieder steigen werden, entscheiden sich viele Unternehmen auch im aktuellen Umfeld, die Zinsrisiken nicht dem Zufall zu überlassen, sondern aktiv zu steuern.

Asymmetrie bei Negativzinsen aufgrund der Null-Untergrenze

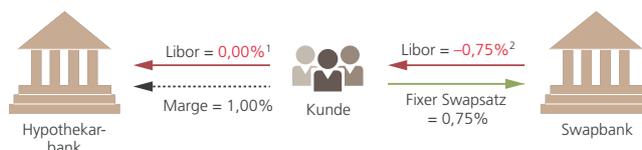
Absicherung des Zinsänderungsrisikos mit Payer-Swap

Annahmen: 10-jähriger Swap zu 0,75 Prozent und Marge für Hypothekarkredit von 1,00 Prozent

Szenario A: CHF 3-Monats-Libor = 0,25%



Szenario B: CHF 3-Monats-Libor = -0,75%



Asymmetrie bei variablen Zinsen:

¹ Bindende Untergrenze von 0 Prozent: Hypothekarbank zahlt keine Negativzinsen.

² Keine Untergrenze: Kunde zahlt die geltenden Negativzinsen.

Quelle: UBS

Im Fahrwasser der Zentren

Matthias Holzhey und Maciej Skoczek

Risiko

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Die seit 2012 anhaltende Aufholbewegung der Eigenheimpreise in der Peripherie schwächt sich ab. Da makroökonomische Impulse fehlen, herrscht Unsicherheit über den weiteren Preisverlauf. Mittels einfacher Faustregeln lassen sich lokale Chancen, aber auch Risiken identifizieren.

Die grossen Wirtschaftszentren und ihre engsten Agglomerationsräume sind die Gewinner des aktuellen Eigenheimbooms. Von 2004 bis 2012 haben hier die Eigenheimpreise teuerungsbereinigt um rund 50 Prozent zugelegt. Die erweiterten Agglomerationsräume verzeichneten ebenfalls starke Preisanstiege, aber die kumulierte Preiswachstumsrate lag im selben Zeitraum bereits rund 15 Prozentpunkte tiefer als in Zentrumsnähe. In der peripheren Agglomeration, das heisst in Gemeinden mit einer Fahrzeit zwischen 30 und 45 Minuten zum nächsten grossen Wirtschaftszentrum, notierten Eigenheime durchschnittlich noch ein Plus von rund 25 Prozent. Einzig in der Agglomeration von Genf sowie in einigen wenigen Agglomerationsgemeinden der anderen Grossestädte stiegen die Eigenheimpreise stärker als im jeweiligen Zentrum.

Peripherie hat aufgeholt

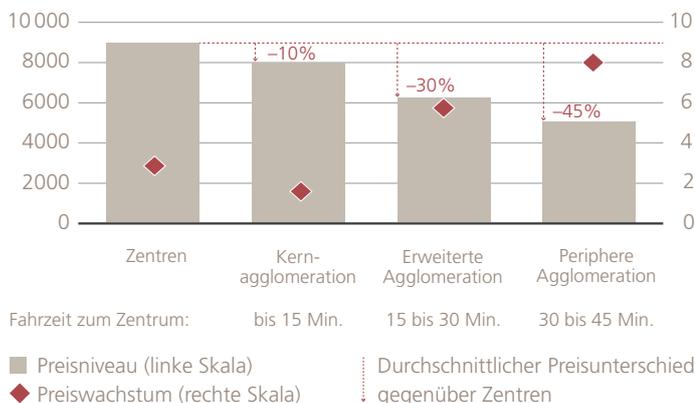
Die divergierende Preisentwicklung machte den Eigenheimkauf in der Peripherie relativ attraktiv. Doch ab 2012 drehte der Trend in den Zentren sowie den Kernagglomerationen und die Preise stiegen kaum noch. Hingegen verzeichneten Gemeinden mit Fahrzeiten zu Zentren von mehr als 30 Minuten immer noch relativ deutliche Gewinne. Ausnahmen bildeten die relativ günstigen Städte Bern, Basel und St. Gallen, wo die Preise im Zentrum weiterhin stärker als in der Agglomeration anstiegen.

Ein Prozent Rabatt pro Minute Fahrzeit

Die Fahrdistanz zum nächstgelegenen Wirtschaftszentrum hat Einfluss auf das Preisniveau einer Gemeinde. Aktuell beträgt der Preisabschlag bei bis zu 15-minütiger Fahrzeit zwischen 5 und 15 Prozent gegenüber dem Zentrum. Doch schon bei einer Fahrzeit von bis zu 30 Minuten springt der durchschnittliche Preisabschlag auf 25 bis 40 Prozent. Darüber hinaus erhöht sich die Preisreduktion gegenüber den Zentren auf rund 45 Prozent. Doch nur jeder sechste Pendler nimmt mehr als 45 Minuten Arbeitsweg in Kauf. Die Preisentwicklung in diesen peripheren Gemeinden steht somit kaum noch im Sog der Wirtschaftszentren.

Kernagglomeration mit tiefer Dynamik

Durchschnittliche Eigenheimpreise, in CHF/m²
Preiswachstum seit 2012, in Prozent



Quellen: Wüest Partner, UBS



Bächtelepark Wabern (Köniz)

«2017 erwarten wir ein Nullwachstum der Preise von Eigentumswohnungen und nur einen geringfügigen Preisanstieg bei Einfamilienhäusern.»

Im Mittel der regionalen Preisveränderungen ergab sich auch im vergangenen Jahr nochmals eine Verteuerung der Eigentumswohnungen um rund 1 Prozent und der Einfamilienhäuser um knapp 1,5 Prozent. Unterstützung erhielt der Eigenheimmarkt durch leicht sinkende Hypothekarzinsen. So sanken die Nutzungskosten (Zinskosten, Unterhalt und Rückstellungen) eines Eigenheims im Vorjahresvergleich um 2 bis 3 Prozent. Die beobachteten Preiswachstumsraten waren aber tiefer als im Vorjahr, was die allgemeine Tendenz zur Stabilisierung der Eigenheimpreise bestätigt.

Vor dem Wendepunkt herrscht Unsicherheit

Im laufenden Jahr dürften etwas verschlechterte Rahmenbedingungen weitere Preissteigerungen verhindern. Erstens ist nicht mit noch tieferen Hypothekarzinsen zu rechnen. Zweitens wird sich das Bevölkerungswachstum voraussichtlich

unter dem Niveau der Vorjahre stabilisieren, während der Wohnungsbau auf dem hohen Niveau der Vorjahre verharren wird. Wir erwarten deshalb nominal ein Nullwachstum der Preise von Eigentumswohnungen und nur einen geringfügigen Preisanstieg um 0,5 Prozent bei Einfamilienhäusern.

Nach 17 Jahren Preisanstieg besteht grosse Unsicherheit über den weiteren Verlauf des aktuellen Immobilienzyklus. Aufgrund der makroökonomischen Grosswetterlage – die Schweizer Volkswirtschaft ist international wettbewerbsfähig und die Europäische Zentralbank hält die Geldschleusen offen – ist eine deutliche Korrektur unwahrscheinlich. Aber gleichzeitig sind auch kaum positive Impulse erkennbar, die weitere Preisanstiege in den Zentren oder einen Preisschub in der Peripherie auslösen könnten.

Lokale Chancen und Risiken

Am Ende des aktuellen Preiszyklus bestehen aufgrund der unterschiedlichen regionalen Entwicklungen des Eigenheimmarkts lokal noch Chancen für Wertsteigerungen. Es zeigen sich aber auch klare Anzeichen von Übertreibungen. Lokale Chancen und Risiken lassen sich anhand von drei Kriterien abschätzen: Ist Kaufen günstiger als Mieten? Sind Eigenheime noch tragbar? Und ist der Leerstand tief? Werden alle drei Fragen in einer Gemeinde mit «ja» beantwortet, so sind die Chancen für eine Aufwertung intakt, respektive das Korrekturpotenzial im Falle eines Abschwungs moderat. Falls jedoch alle Fragen mit «nein» beantwortet werden, ist die Fallhöhe bei einer schweizweiten Korrektur deutlich grösser und lokal fallende Preise sind wahrscheinlicher.

Ausprägungen der Kriterien variieren stark nach Region

1. Kriterium: Lässt sich mit dem Kauf eines Eigenheims gegenüber der Miete einer vergleichbaren Wohnung Geld sparen?

Übersteigt der Kaufpreis einer Wohnung die Jahresmiete einer vergleichbaren Mietwohnung um mehr als das 30-Fache, ist ein Eigenheim im Durchschnitt nicht mehr kostengünstiger. Ab dem 35-Fachen liegen die Mietkosten klar unter den Nutzungskosten eines Eigenheims – ein Wert, der in den meisten Gemeinden der Kernagglomerationen von Zürich und Zug überschritten wird. Nur in Bern und St. Gallen lohnt sich finanziell gesehen der Eigenheimkauf in Zentrumsnähe. Ansonsten lässt sich bei kurzen Arbeitswegen von bis zu 15 Minuten mit dem Kauf von Wohneigentum kaum Geld sparen. Finanziell attraktiv wird der Eigenheimkauf ab den erweiterten Agglomerationen. In den peripheren Agglomerationen beträgt der Kaufpreis noch das 25- bis 27-Fache der Mietkosten. Bei einem Anstieg der Hypothekarzinsen um einen Prozentpunkt bliebe der Eigenheimkauf einzig in den peripheren Agglomerationen attraktiv.

2. Kriterium: Sind die Eigenheime noch mit den in der Region erzielten Einkommen finanzierbar? Übersteigt der Preis eines Eigenheims das Bruttohaushaltseinkommen um mehr als das Sechsfache, so ist eine 80-prozentige Belehnung gemäss den Tragbarkeitsrichtlinien der Banken nicht mehr möglich (siehe Beitrag Seite 22). Ein mittleres Eigenheim ist damit in den Kernagglomerationen (mit Ausnahme von Bern, Luzern und St. Gallen) für den Durchschnittshaushalt nicht mehr in dieser Grössenordnung fremdfinanzierbar. Doch bei Fahrzeiten zum Zentrum ab 15 Minuten ist die Tragbarkeit bei 80-prozentiger Fremdfinanzierung wieder erfüllt, ausser am Genfersee. Sogar in der peripheren Agglomeration von Genf beträgt das Preis-Einkommens-Verhältnis immer noch fast sechs, womit ein Eigenheim nur knapp finanzierbar ist.

3. Kriterium: Besteht ein Nachfrageüberhang (oder zumindest kein Angebotsüberhang) auf dem lokalen Wohnungsmarkt? Die Leerstände auf dem Eigenheimmarkt liegen im Landesdurchschnitt auf einem tiefen Niveau von 0,6 Prozent. Der Angebotsüberhang beschränkt sich momentan auf den Mietwohnungsmarkt. Doch ein Überschwappen des Preisdrucks auf den Eigenheimmarkt wird sich nicht verhindern lassen, da sinkende Neubaumieten die relative Attraktivität von Mietwohnungen gegenüber Eigentumswohnungen verbessern. Aktuell liegen die Leerstandsquoten (Eigenheime und Mietwohnungen) in den peripheren Agglomerationen mit einem Medianwert über alle Gemeinden von 1,6 Prozent am höchsten – rund doppelt so hoch wie in den Kernagglomerationen – und haben in den letzten Jahren auch am stärksten zugelegt.

3. Kriterium: Besteht ein Nachfrageüberhang (oder zumindest kein Angebotsüberhang) auf dem lokalen Wohnungsmarkt?

Die Leerstände auf dem Eigenheimmarkt liegen im Landesdurchschnitt auf einem tiefen Niveau von 0,6 Prozent. Der Angebotsüberhang beschränkt sich momentan auf den Mietwohnungsmarkt. Doch ein Überschwappen des Preisdrucks auf den Eigenheimmarkt wird sich nicht verhindern lassen, da sinkende Neubaumieten die relative Attraktivität von Mietwohnungen gegenüber Eigentumswohnungen verbessern. Aktuell liegen die Leerstandsquoten (Eigenheime und Mietwohnungen) in den peripheren Agglomerationen mit einem Medianwert über alle Gemeinden von 1,6 Prozent am höchsten – rund doppelt so hoch wie in den Kernagglomerationen – und haben in den letzten Jahren auch am stärksten zugelegt.

Nachzügler mit Potenzial

Wertsteigerungspotenzial herrscht typischerweise in Regionen und Gemeinden mit guter Lagequalität, deren Preisentwicklung dem jeweiligen Agglomerationsdurchschnitt hinterhinkt. In den engsten Agglomerationsgürteln von Zürich, Zug und St. Gallen finden sich keine Gemeinden, die alle Kriterien erfüllen; überall überschreitet mittlerweile die Höhe des Leerstands oder das Verhältnis der Preise zu Einkommen oder zu Mieten die festgelegten Obergrenzen.

Die Stadt Bern ist die bevölkerungsstärkste Gemeinde, die alle drei Chance-Risiko-Kriterien erfüllt. Eine hohe Konzentration von Potenzialgemeinden befindet sich in den Agglomerationsgürteln der Städte Basel, Lausanne und Lugano. Die attraktivsten Gemeinden im Wirtschaftsraum Zürich liegen im Zürcher Unterland und vereinzelt im Weinland und dem Freiamt.

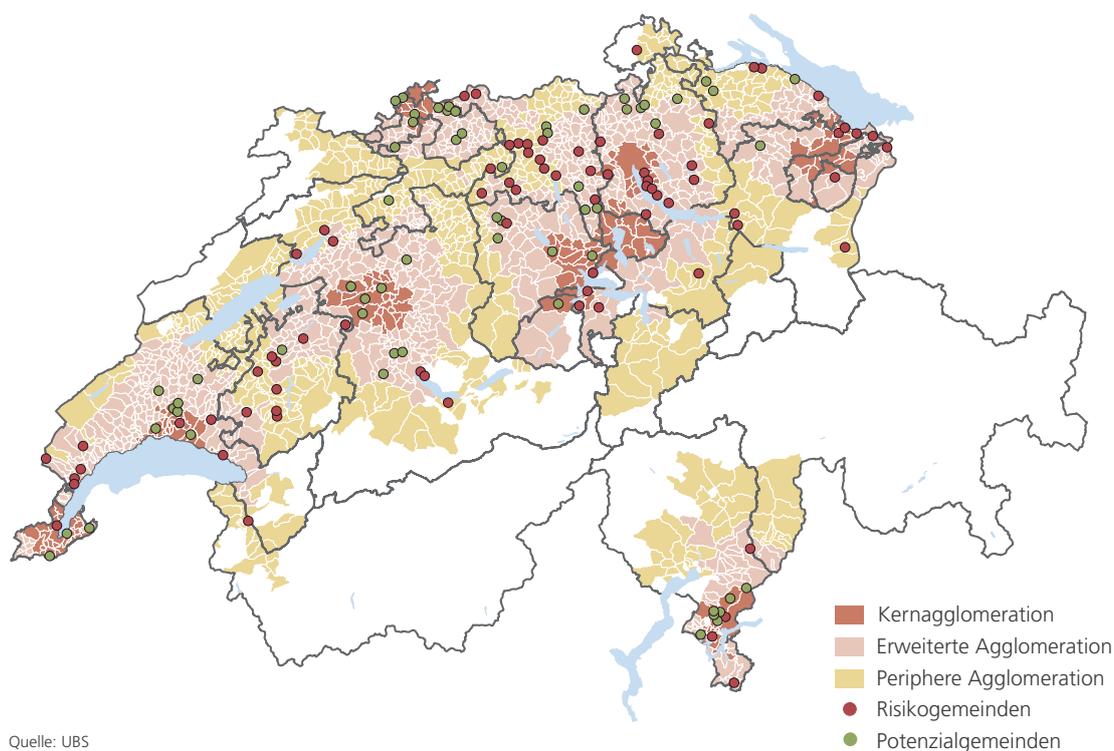
Überbewertete Seegemeinden und risikobehaftete Schlafgemeinden

Vor allem die zentrumsnahen Seegemeinden erfüllen keine der drei Chance-Risiko-Kriterien. An den meisten Seelagen sind Eigenheime weder für den Durchschnittshaushalt tragbar noch relativ attraktiv zu Mietwohnungen. So beträgt in diesen Gemeinden im Durchschnitt das Preis-Einkommens-Verhältnis 7,5 und das Kauf-Mietpreis-Verhältnis 38. Zusätzlich erhöht ein überdurchschnittlich hoher Anteil leerstehender Wohnungen die Gefahr eines mittelfristigen Preisrückschlags.

Als zweite Gruppe erscheinen mehrheitlich Wegpendlergemeinden in der erweiterten und peripheren Agglomeration als risikoreich. Diese sind konzentriert in den Freiburger Regionen La Sarine, La Gruyère und Glâne-Veveyse sowie in der Region Aarau. In vielen dieser Gemeinden enteilte in den letzten Jahren das Angebot der Nachfrage. Auch führten die starken Preisanstiege zu einer Diskrepanz zwischen Eigenheimpreisen, Einkommen und Mieten, wenn auch die absoluten Niveaus nicht an die Werte in zentrumsnahen Gemeinden herankommen.

Seegemeinden mit erhöhten Risiken

Agglomerationstypen nach Fahrzeit zum Zentrum



Selektion der Potenzial- und Risikogemeinden

Zur Beurteilung einzelner Gemeinden werden erstens die drei Chance-Risiko-Kriterien relativ zum Marktdurchschnitt für den jeweiligen Agglomerationstyp bewertet. Was in der Kernagglomeration noch als knapp tragbar erscheint, kann in der peripheren Agglomeration beispielsweise schon ein Warnsignal sein. Zweitens werden Einkommens- und Leerstandsdaten mittels Fahrdistanzen zu den umliegenden Gemeinden geglättet, sodass Ausreisser das Resultat nicht verzerren. Drittens gilt ein starker Anstieg der Risikokriterien über die letzten zehn Jahre ähnlich einem sehr hohen, aber stabilen Wert als Risikosignal. Viertens wird zur Bestimmung der Potenzialgemeinden zusätzlich eine überdurchschnittliche Lagequalität (gemessen an der Erreichbarkeit von Arbeitsplätzen, Marktliquidität und Bodenknappheit) vorausgesetzt. Ausgewiesen werden nur Gemeinden mit mehr als 1000 Einwohnern.

Leerstand gehört zum Spiel

Matthias Holzhey und Elias Hafner

Risiko

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Der Anlagedruck treibt die Preise und die Leerstände in die Höhe. Die Leerstandsquote ist allerdings ein ungenauer Gradmesser für das eingegangene Risiko. Trotz steigender Leerstände sind Mehrfamilienhausinvestitionen in den Agglomerationen attraktiv. Auch bieten Sanierungen in Zentrumsnähe eine Mehrrendite.

In der Schweiz stehen über 50 000 oder rund 2 Prozent aller Mietwohnungen leer. Dies ist doppelt so viel wie beim Tiefststand 2009 und nahe am bisherigen Rekordwert aus dem Jahr 1998. Damals war die Leerstandsquote bei Mietwohnungen aufgrund des tieferen Wohnungsbestands mit knapp 3 Prozent noch höher als heute.

Renditejagd fördert Ungleichgewichte

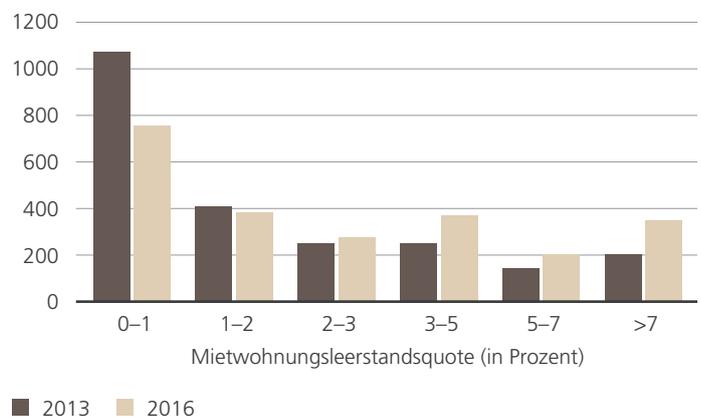
Der merkliche Anstieg der Leerstände ist im Wesentlichen auf zwei Gründe zurückzuführen. Erstens hat sich das Nachfragewachstum im Jahr 2016 weiter verlangsamt. Das Bevölkerungswachstum ist seit 2013 von 1,3 Prozent kontinuierlich gesunken und dürfte letztes Jahr noch knapp 1 Prozent betragen haben. Für das laufende Jahr erwarten wir gar nur noch einen Bevölkerungsanstieg von 0,9 Prozent. Zweitens sind die steigenden Leerstände der robusten Bautätigkeit geschuldet. Von 2011 bis 2016 wurden jährlich 53 000 bis 58 000 Wohnungen bewilligt und die jüngsten Zahlen zu den Baugesuchen deuten nicht auf eine Verlangsamung hin.

Eine wichtige Stütze des Wohnungsbaus ist die ungebrochen hohe Nachfrage nach Renditeliegenschaften. So nahm der Anteil von Mietwohnungen an den Bauvorhaben über die letzten Jahre deutlich zu. Vor allem institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen kaufen Entwicklungsprojekte und bezahlen – aufgrund des herrschenden

Anlagenotstands – immer höhere Preise. 2016 fielen die Spitzennettorenditen in den Schweizer Grossstädten weiter von durchschnittlich 2,8 Prozent auf 2,6 Prozent, was einen Kapitalwertanstieg von 6 Prozent impliziert. Seit der Aufhebung des Euro-Franken-Mindestkurses Anfang 2015 legten die Kapitalwerte bei Spitzenobjekten um fast 15 Prozent zu, seit 2008 gar um 50 Prozent.

Mehr Gemeinden mit hohen Leerständen

Anzahl Gemeinden nach Mietwohnungsleerstandsquote



Quellen: BFS, UBS

Leerstandsquote unterschätzt Risiken

Da die Renditen für Mehrfamilienhäuser in den Schweizer Grossstädten sehr tief sind, steigt der Anreiz für Investoren, an weniger zentralen Standorten eine Mehrrendite zu suchen. Die zu erwartenden Ertragsausfälle scheinen hier trotz des gestiegenen Leerstands weiterhin moderat. Doch die Leerstandsquote ist nur ein ungenauer Gradmesser für das Ausfallrisiko einer Immobilieninvestition.

Mietzinsausfall ist höher

Ein Leerstand von 2 Prozent ist nicht gleichbedeutend mit einem zu erwartenden Mietzinsausfall von 2 Prozent. Der durchschnittliche Mietzinsausfall liegt rund 1 bis 1,5 Prozentpunkte höher, da Zahlungsausfälle bei Mietern oder renovationsbedingte Mietzinsausfälle nicht als Leerstand erfasst werden.

Konzentration in Teilmärkten

Die Leerwohnungsquote kann je nach Region und Segment stark schwanken. In jeder vierten Gemeinde stehen über 5 Prozent der Mietwohnungen leer; vor drei Jahren war es nur jede sechste. Zudem finden sich leere Wohnungen häufig in Liegenschaften an schlechten Mikrolagen, in Teilsegmenten wie dem Luxus- oder Ferienwohnungsmarkt sowie in Neubauten. Während das Leerstandsrisiko bei Mietwohnungen mit Mietpreisen deutlich unter den Marktwerten vernachlässigbar ist, liegen die Leerstände von Neubauten in einer Grössenordnung von 10 Prozent. Gerade in wenig liquiden Teilmärkten (wenig Mieterwechsel) müssen sich Investoren auf eine langwierige und somit kostspielige Vermarktung einstellen.

Wahrscheinlichkeit hoher Ausfälle steigt überproportional zum Leerstand ...

Mit steigender Leerstandsquote häufen sich auch grössere Mietzinsausfälle. Daten zu Kreditanträgen zeigen, dass im Jahr 2011 bei 6 Prozent der Liegenschaften ein 10-prozentiger Mietausfall verzeichnet wurde. Aktuell liegt dieser Anteil zwischen 9 und 10 Prozent, obwohl die Leerstandsquote in dieser Zeitperiode «nur» um einen halben Prozentpunkt gestiegen ist. Die Häufigkeit eines 20-prozentigen Mietzinsausfalls hat sich sogar fast verdoppelt und steht zurzeit bei knapp 6 Prozent.

... und mit sinkender Portfoliogrösse

Gerade kleinere, ungenügend diversifizierte Immobilieninvestoren müssen dem Liquiditätsmanagement ausreichend Gewicht beimessen. Denn mit zunehmender Zahl an Wohnungen im Portfolio sinkt das Risiko eines signifikanten Mietzinsausfalls. Bei einer Liegenschaft mit fünf Wohnungen tritt ein Mietzinsausfall von 20 Prozent fast doppelt so häufig auf wie bei zehn Wohnungen. Bei 20 Wohnungen (in einer durchschnittlichen marktfähigen Liegenschaft) ist es bereits unwahrscheinlich, dass vier Wohnungen ein ganzes Jahr leer stehen – sogar wenn die lokale Leerwohnungsquote 10 Prozent beträgt.

Mieten kommen unter Druck

Schliesslich erhält der Mieter bei steigenden Leerständen mehr Verhandlungsmacht und kann tiefere Mieten durchsetzen. Durch das höhere Angebot sind die Mieten bereits unter Druck geraten. So sanken die Angebotsmieten 2016 – erstmals seit dem Jahr 2000 – um 1,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr; Neubaumieten gingen gar um 3,4 Prozent zurück. Generell führt ein anhaltender Leerstand zu tieferen Mieten. Gemeinden mit einer Leerstandsquote von mehr als 2 Prozentpunkten über dem Durchschnitt weisen ein um 10 Prozent tieferes Mietpreisniveau auf als Gemeinden mit einer durchschnittlichen Leerwohnungsquote.

Für Investoren gehört es in der Schweiz wieder zum Pflichtprogramm, höhere Leerstände und Mietzinsausfälle in die Ertragsrechnung einzu beziehen. Der Renditeaufschlag ausserhalb der Grosszentren bietet im Durchschnitt noch einen ausreichenden Puffer gegen Leerstand. Doch bereits heute kann die Mehrrendite schnell dahinschmelzen, wenn der Leerstand in einer Region vermehrt auf die Mieten drückt, die Liegenschaft zu einem wenig liquiden Marktsegment gehört oder das Portfolio zu klein ist.

Hohes Wertsteigerungspotenzial bei Sanierung

Anstatt in diesem anspruchsvollen Marktumfeld weitere teure Liegenschaften zu erwerben, kann das zu platzierende Kapital auch in den bestehenden Gebäudepark gesteckt werden. Ob sich dies lohnt, hängt stark von dem Mietsteigerungspotenzial und dem Anteil des Bodens am Gesamtwert der Liegenschaft ab.

Mietsteigerungspotenzial

Angebotsmieten sind über die letzten zehn Jahre um 25 Prozent gestiegen, seit dem Tief Ende 1999 sogar um 50 Prozent. Dadurch besteht bei einem Mieterwechsel ein erhebliches Mietsteigerungspotenzial, insbesondere wenn der Vormieter lange dort wohnte. In der Genferseeregion liegen die Angebotsmieten mehr als 50 Prozent über den Bestandesmieten. Ein erhöhtes Mietsteigerungspotenzial ist auch im Tessin und um die Stadt Zürich zu beobachten. Gerade an diesen Lagen vermag häufig eine Totalsanierung mit anschliessender Neuvermietung den Wert der Liegenschaft deutlich zu steigern. Allerdings unterbinden teilweise lokale Gesetze diese Strategie; am Genfersee sind die hohen Aufschläge auch das Resultat der starken Regulierungen und Auflagen. In grossen Teilen des Mittellands und der Peripherie hingegen liegen die Angebotsmieten nur wenig über den laufenden Mieten, sodass das Sanierungspotenzial gering ist.

Landwertanteil

Ein höherer Gebäudewertanteil erschwert eine wertvermehrnde Sanierung zusätzlich. Wer an schlechteren Lagen eine Liegenschaft kauft, erwirbt deutlich mehr Backstein, sprich eine grössere Anzahl an Wohnungen, als bei gleicher Investitionssumme in Zentrumsnähe. Dadurch fallen höhere Betriebs- und Unterhaltskosten sowie im Fall einer Sanierung höhere Renovationskosten an. Diese können bei gleichem Liegenschaftswert das Drei- bis Vierfache betragen. Auch unter der Annahme eines Mietpreisaufschlags von 20 Prozent ist eine Totalsanierung (Investition von einem Drittel des Gebäudewerts) an solchen Lagen unter wirtschaftlichen Kriterien nur sehr schwierig zu bewerkstelligen, da höhere Mieterträge die Baukosten nicht kompensieren. Umgekehrt lässt sich mit einer Renovation an Zentrumsnähe eine hohe Rendite erzielen. Bei einem Mietsteigerungspotenzial von 20 Prozent kann eine Totalsanierung in einer

Grosstadt sogar ohne Fremdfinanzierung eine Rendite auf die Zusatzinvestition von mehr als 5 Prozent generieren. Dies liegt deutlich über der Nettoanfangsrendite beim Erwerb einer weiteren Liegenschaft an derselben Lage.

Regionale Analyse

Im Dilemma deutlich geschmolzener Renditen und höherer Leerstände stellt sich die Frage, welche Regionen die besten Chancen-Risiko-Profile für Wohnrenditeliegenschaften bieten. Ein Vergleich der lokalen Bewertungen, der Marktrisiken (wie Leerstandsrisiken) und der fundamentalen Zukunftsaussichten (wie langfristiges wirtschaftliches Wachstumspotenzial und Demografie) bietet eine Entscheidungshilfe. Die attraktivsten Wirtschaftsregionen für Mehrfamilienhausinvestitionen sind in den Regionen *mittlerer* und *hoher* Bewertung zu finden. Es lassen sich aber auch innerhalb der Regionen mit relativ *tiefen* Bewertungen und unter den *Top*-Lagen jeweils attraktive und weniger attraktive Regionen unterscheiden.

Bewertungskategorie: Tief

Fernab von den Zentren bieten Wohnrenditeliegenschaften teilweise noch Bruttoanfangsrenditen von deutlich über 5 Prozent. Dies hat seinen Preis in einem höheren Mietwohnungsleerstand; von 2014 bis 2016 sind die Leerstandsquoten an Lagen mit tiefen Bewertungen mit über 1 Prozentpunkt am stärksten angestiegen und betragen im Durchschnitt fast 4 Prozent. Attraktive Wirtschaftsregionen sind La Broye, Glâne-Veveyse und Willisau. Diese weisen bei einer günstigen Bewertung neben vergleichsweise tiefen Leerständen auch die jüngste Bevölkerung aller Regionen dieser Kategorie auf. Hingegen ist in den Regionen Uri, Solothurn, Mendrisio, Bellinzona und Sion nicht nur die Bevölkerung deutlich älter, sondern diese Regionen weisen bei einer ähnlichen oder gar höheren Bewertung durchwegs grössere Marktrisiken und trübere wirtschaftliche Perspektiven auf.

Bewertungskategorie: Mittel

Sursee-Seetal, La Sarine (Fribourg) und Gros-de-Vaud zeichnen sich durch gute wirtschaftliche Perspektiven und ein hohes natürliches Bevölkerungswachstum aus. Zudem sind in diesen Regionen die Mehrfamilienhausbewertungen und die Leerstände auf einem moderaten Niveau. In der Region Gros-de-Vaud steht nur eine

von 100 Mietwohnungen leer; im Durchschnitt der Regionen mit mittlerer Bewertung sind es drei – Tendenz steigend –, denn in keiner anderen Bewertungskategorie wächst der Wohnungsbestand so schnell wie hier. Insbesondere in der Innerschwyz und im Knonaueramt dürfte das hohe Neuangebot an Mietwohnungen kaum absorbiert werden. Wenig attraktiv stellt sich auch das Chancen-Risiko-Verhältnis für die Regionen Locarno, Chur und St. Gallen dar.

Bewertungskategorie: Hoch

Diese Lagen bieten einen gewissen Schutz bei einer anhaltenden Wirtschaftsabkühlung und einem Abschwung auf dem Immobilienmarkt, ohne dass dabei so hohe Prämien wie an Top-Lagen entrichtet werden müssen. Die Zürcher Wirtschaftsregionen Limmattal und Glattal-Furttal sowie Nyon punkten sowohl mit einem

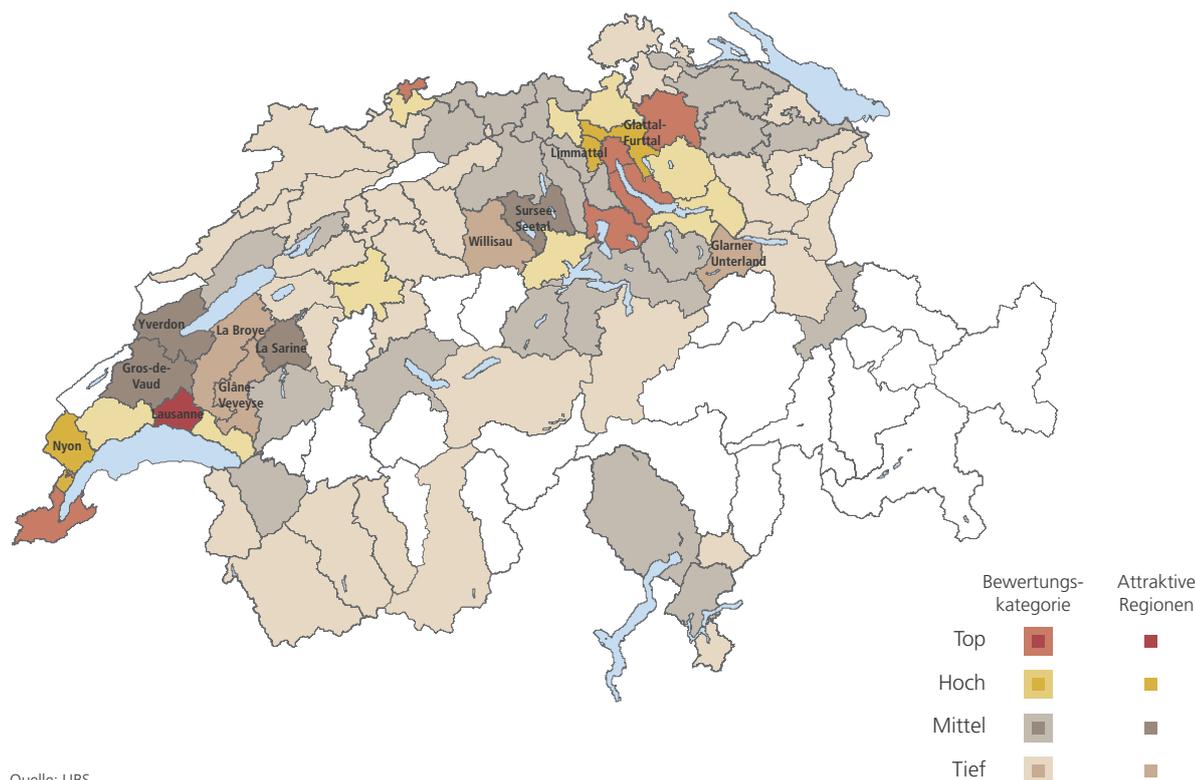
hohen Wachstumspotenzial der lokalen Wirtschaft als auch mit relativ tiefen Leerständen. Mehrfamilienhäuser in der Wirtschaftsregion Luzern sind hingegen vergleichsweise teuer, und aufgrund der regen Bautätigkeit ist mit einem merklichen Anstieg der Leerstände zu rechnen. Letzteres gilt auch für das Zürcher Oberland, das bereits jetzt die höchsten Mietwohnungsleerstände dieser Bewertungskategorie aufweist.

Bewertungskategorie: Top

Die Renditen an Top-Lagen sind dürrtig, weshalb die Investitionen für Zinsänderungen äusserst anfällig sind. Unter den teuersten Regionen ist Lausanne der attraktivste Standort für Mehrfamilienhausinvestitionen. Die Region um die Olympische Hauptstadt bietet gute wirtschaftliche und demografische Perspektiven sowie tiefe Leerstandsrisiken bei vergleichsweise moderater Bewertung.

Attraktive Regionen für Mehrfamilienhausinvestitionen

Innerhalb der Bewertungskategorien



Quelle: UBS

Reduktion ist ein Spiel mit dem Feuer

Matthias Holzhey

Der kalkulatorische Zins steht als Fremdkörper in der Zinslandschaft. Seine Höhe reflektiert nicht die erwarteten Hypothekarzinsen, sondern die Risikobereitschaft der Banken. Die mit der Regelung einhergehende Bindung des Belehnungsvolumens an das Einkommen stabilisiert den Schweizer Eigenheimmarkt.

Die Wirkung fallender Hypothekarsätze ohne Verschuldungsobergrenzen lässt sich in Schweden beobachten: Von 2011 bis 2015 fielen die Hypothekarsätze von 4 auf 1,6 Prozent, worauf die Eigenheimpreise mit jährlichen Wachstumsraten von bis zu 15 Prozent in die Höhe schossen und insgesamt um fast 50 Prozent anstiegen. Belehnungsobergrenzen und antizyklische Kapitalpuffer für Banken zur Begrenzung des Preisbooms waren wirkungslos. In der Schweiz hingegen, wo sich die Zinskosten fast halbierten, erfüllte die Selbstregulierung der Banken zur Vergabe von Hypothekarkrediten ihren Zweck. Die Sogwirkung der stetig fallenden Hypothekarzinsen auf die Eigenheimpreise wurde gedämpft und der weitere Aufbau von Zinsrisiken verhindert.

Als Kehrseite der Medaille wurde damit der Eigenheimkauf für einen erheblichen Teil der Bevölkerung erschwert. Ausserhalb der Städte sind die Wohnkosten beim Kauf eines Eigenheims aufgrund der niedrigen Finanzierungskosten tiefer als bei der Miete eines vergleichbaren Objekts. Doch Haushalte aus den unteren Einkommensschichten oder junge Familien können nicht von dieser Sparmöglichkeit profitieren, da sie die Tragbarkeitsregeln nicht erfüllen. Mit dem Argument, dass Haushalten mit tieferem Einkommen der Zugang zum Eigenheimmarkt nicht verbaut werden soll, erhöht sich zusehends der Druck, die Einschränkungen der Kreditvergabe aufzuweichen oder zu flexibilisieren.

Marktsituation macht Belehnungsobergrenze nachrangig

Einerseits reduziert eine Belehnungsobergrenze bei der Kreditvergabe den möglichen Verlust, wenn ein Zahlungsausfall eintritt. Belehnungen von über 80 Prozent des Immobilienwerts gelten als risikoreich. In der Vergangenheit ist eine Preiskorrektur von über 20 Prozent sowohl in der Schweiz wie auch international alle 15 bis 20 Jahre aufgetreten. Andererseits sinkt durch die Anwendung eines kalkulatorischen Zinssatzes die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls des Hypothekarnehmers. Unvorhergesehene Kosten, höhere Zinsen oder ein Einkommensrückgang können bei hoher Verschuldung des Kreditnehmers schnell zu einem Zahlungsausfall führen. Um dieses Risiko zu minimieren, sollte gemäss Tragbarkeitsrechnung der Banken die Belastung des Einkommens auch bei Zinsen von 5 Prozent (zuzüglich Unterhaltskosten und Rückstellungen von etwa 1,5 Prozentpunkten) nicht mehr als ein Drittel betragen. Unter Einhaltung dieser Regel darf die Verschuldung das Fünffache des jährlichen Bruttoeinkommens nicht übersteigen.

Noch im Jahr 2006 war die Tragbarkeitsregel eher hypothetischer Natur. Das Durchschnittseinkommen reichte problemlos aus, um ein mittleres Eigenheim zu finanzieren. Der Käufer musste lediglich 20 Prozent des Kaufpreises aus seinem Vermögen bezahlen können. In der aktuellen Marktsituation hingegen erhält der Durchschnittshaushalt aufgrund der Tragbarkeitsregel

nur noch eine Hypothek von knapp 70 Prozent des Kaufpreises und benötigt daher deutlich mehr Eigenmittel als noch vor zehn Jahren. Somit ist die Belehnungsobergrenze von 80 Prozent des Kaufpreises heute für die meisten Haushalte nachrangig.

Kalkulatorischer Zins als Fels in der Brandung

In der Kritik steht damit der kalkulatorische Zinssatz. Mit einer Höhe von 5 Prozent ist dieser zurzeit ein Fremdkörper in der Zinslandschaft. Am 1. Juli 2016 wies die gesamte Eidgenossen-Zinskurve erstmals in der Geschichte eine negative Rendite auf. Ein Anleger war bereit, 102 Franken zu zahlen, um im Jahr 2066 bloss 100 Franken zurückzuerhalten. Auch die Anleiherenditen mit kürzeren Laufzeiten fielen auf bis vor Kurzem undenkbar tiefe Stände. Kaum jemand rechnet momentan mit einem starken Zinsanstieg, denn die weltweit überbordende Verschuldung könnte bei höheren Zinsen das Finanzsystem arg strapazieren.

Die Höhe des kalkulatorischen Zinssatzes als Sicherheitspuffer gegen abrupte Zinserhöhungen

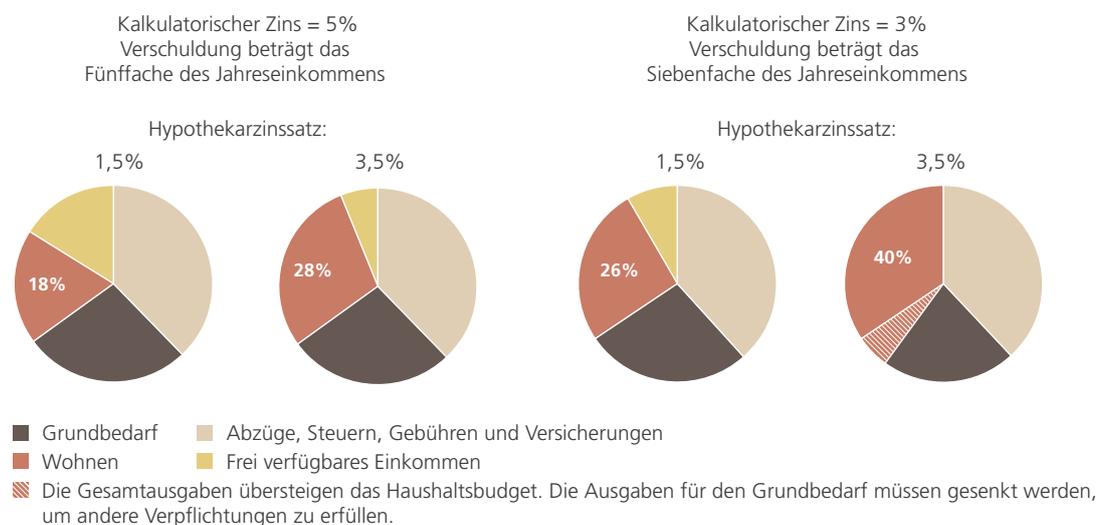
gen ist allerdings nicht exakt festgeschrieben, obwohl die Tragbarkeitsrechnung mit der Eigenmittelverordnung 2011 des Bundes und den Selbstregulierungsmassnahmen der Banken einen offiziellen Charakter erhielt. Der Zins soll sich gemäss Selbstregulierung am langfristigen Durchschnitt der Hypothekarzinsen orientieren, was relativ viel Berechnungsspielraum bietet. Abhängig von Beobachtungszeitraum und Laufzeit ergibt sich ein langfristiger Durchschnitt zwischen 4,5 und 5,0 Prozent. Seit dem Jahr 2000 betrug der gleitende Durchschnitt der Hypothekarzinsen jedoch nur noch rund 3 Prozent. Vor 15 Jahren standen die langfristigen Hypothekarzinsen letztmals bei 5 Prozent.

Geringer Spielraum für höhere Belehnung

Es steht ausser Frage, dass die Zins- und Unterhaltungskosten ein Drittel des Bruttoeinkommens nicht überschreiten dürfen. Denn ein Drittel des Bruttoeinkommens entspricht gemäss der Haushaltsbudgeterhebung des Bundes (HABE) rund 50 Prozent des verfügbaren Einkommens. Fliesst jedoch die Hälfte des verfügbaren Einkommens in Finanzierung und Unterhalt der Wohnung, muss der Mittelstand auf Ferien,

Steigende Zinsen limitieren finanziellen Spielraum

Aufteilung des Haushaltsbudgets nach Ausgabengruppen*



* Wohnen: Nutzungskosten eines Eigenheims bei 80-prozentiger Belehnung und minimal notwendigem Einkommen gemäss Tragbarkeitsvorschriften

Restaurantbesuche, Freizeitaktivitäten und Zusatzversicherungen verzichten. Zudem führen unvorhergesehene Ausgaben dann schnell zur Haushaltsüberschuldung. Die Frage nach der optimalen Höhe des kalkulatorischen Zinssatzes ist damit aber noch nicht beantwortet.

«Eine Lockerung der Tragbarkeitsnormen würde den Eigenheimpreisen massiven Schub verleihen.»

Würde der kalkulatorische Zinssatz auf 3 Prozent gesenkt – wie einige Institute es fordern –, könnte ein Haushalt ein Eigenheim mit dem Siebenfachen seines Bruttoeinkommens belehnen. Zu aktuellen Hypothekarzinsen mittlerer Laufzeit würden die Wohnkosten (inklusive Amortisations- und Unterhaltskosten) so rund ein Drittel des verfügbaren Einkommens betragen. Dies wäre zwar momentan ohne grosse Konsum einschränkungen finanzierbar, doch bereits bei einem Zinsanstieg von weniger als 2 Prozentpunkten würden die Wohnkosten die Hälfte des verfügbaren Einkommens übersteigen und wären untragbar. Mittels einer langfristigen Finanzierung könnte das Risiko zwar aufgeschoben, aber nicht aufgehoben werden. Auch eine Erhöhung der Amortisation als Kompensation für die zusätzliche Belehnung ist angesichts des beschränkten finanziellen Spielraums kaum möglich.

Eine Bank muss Ausnahmen von den eigenen Vorschriften zur Hypothekarvergabe mit mehr Kapital hinterlegen. In der Praxis lassen die Belehnungsregeln den Banken aber bereits

heute einen grossen Interpretationsspielraum. Häufig werden Ausnahmen gemacht, respektive es wird bereits heute teilweise mit kalkulatorischen Zinsen von 4,5 Prozent gerechnet. So überschreitet gemäss der Schweizerischen Nationalbank bei Neuhypotheken in 40 Prozent aller Fälle das Hypothekarvolumen das Bruttoeinkommen um mehr als das Fünffache, was einen kalkulatorischen Zins unter 5 Prozent impliziert. Auch das der Tragbarkeitsrechnung zugrundeliegende Einkommen ist nicht in Stein gemeisselt. Die Definition von «nachhaltigen Einnahmen und Ausgaben des Kreditnehmers» ist dem jeweiligen Kreditinstitut überlassen.

Ein fixer kalkulatorischer Zinssatz garantiert Stabilität

Mit dem konservativen kalkulatorischen Zinssatz von 5 Prozent ist die Sicherheitsmarge relativ komfortabel. Doch auch in diesem Fall führt bei einer Ausschöpfung der Belehnungslimiten ein Zinsanstieg von 2 Prozentpunkten zu einer deutlichen Mehrbelastung, die ohne Abstriche beim Konsum nicht finanziert werden kann. Hohe Zusatzausgaben, beispielsweise für die Kinderbetreuung, können sich schnell als Problem erweisen. Generell gilt: Je tiefer der kalkulatorische Zinssatz, desto höher ist das Insolvenzrisiko der Haushalte im Falle eines Zinsanstiegs.

Eine Lockerung der Tragbarkeitsnormen würde den Eigenheimpreisen massiven Schub verleihen. Ein nach unten flexibler kalkulatorischer Zins würde zu einem neuen Gleichgewicht auf dem Eigenheimmarkt mit höherer Verschuldung und höheren Preisen führen. Damit wären Haushalte mit tiefen Einkommen wiederum vom Eigenheimmarkt ausgeschlossen und die Abhängigkeit von anhaltend tiefen Zinsen nochmals bedrohlicher. Ein fixer kalkulatorischer Zins hingegen bindet die Eigenheimpreise an die Einkommensentwicklung der Haushalte, was den Finanz- und Immobilienmarkt langfristig stabilisiert. Die Höhe dieses kalkulatorischen Zinses reflektiert die Risikobereitschaft der Banken bei der Belehnung von Eigenheimen. Er stellt kein Abbild der erwarteten Hypothekarzinsen dar.

Absicherung durch kleine Wohnungen

Elias Hafner und Matthias Holzhey

Das Schreckgespenst für Immobilienanleger ist eine schrumpfende Bevölkerung. Die Anzahl der Haushalte wird aber auch ohne Nettozuwanderung längerfristig nicht sinken, was Immobilienwerte stützt. Investoren sollten an peripheren Standorten grosse Wohnungen meiden.

Die Wohnungsnachfrage richtet sich nach der Altersstruktur der Gesellschaft und der Entwicklung der Wohnbevölkerung. Dabei sind die künftige Haushaltsbildung, abgeleitet aus der heutigen demografischen Struktur, das natürliche Bevölkerungswachstum und die Migration drei Schlüsselgrössen zur Prognose der regionalen Nachfrage nach Wohneinheiten.

Für ein erfolgreiches Immobilieninvestment ist ein Bevölkerungsrückgang ein schlechtes Omen. Denn leerstehende Wohnungen werden kaum je abgerissen, was die Immobilienwerte drückt. Dies zeigen auch die Zahlen zum Schweizer Immobilienmarkt. Seit 2004 betrug das durchschnittliche Preiswachstum in Gemeinden mit einer schrumpfenden Bevölkerung bloss 20 Prozent. In Gemeinden mit wachsender Einwohnerzahl lag es im Durchschnitt mit 40 Prozent signifikant höher. Allerdings führte innerhalb der Gruppe der Gemeinden mit Bevölkerungswachstum ein besonders starker Anstieg nicht zu einem deutlich stärkeren Preis- oder Mietwachstum. Das Bevölkerungswachstum ist zwar eine wichtige Voraussetzung, aber kein Garant für den Investitionserfolg.

Landesweit wachsende Bevölkerung dank Zuwanderung

Die Höhe des Bevölkerungswachstums steht und fällt in der Schweiz mit der Entwicklung der Zu- und Abwanderung. Seit Ende des Zweiten Weltkriegs war die Nettoeinwanderung in einem Fünfjahresdurchschnitt, ausser während der

schweren Wirtschaftskrise der 1970er Jahre, stets positiv. Aufgrund der hohen Wettbewerbsfähigkeit und des attraktiven Lohnniveaus dürfte die Schweiz auch künftig ein Zuwanderungsland bleiben. Die Höhe des Wachstums – ob nur knapp positiv oder, wie aktuell zu beobachten, hohe 1 Prozent – ist allerdings ungewiss. So wurde die Einwanderung seit der Jahrtausendwende insgesamt um über 700 000 Personen unterschätzt.

Gemäss dem aktuellen Referenzszenario des Bundesamts für Statistik (BFS) werden bis 2030 jedes Jahr 60 000 Personen mehr in die Schweiz ein- als auswandern. Die Bevölkerung wird dadurch von heute rund 8,4 auf 9,5 Millionen klettern, was einer Zunahme von 13 Prozent entspricht. In den Kantonen Thurgau und Waadt wächst die Bevölkerung in diesem Szenario um 17, im Kanton Freiburg gar um 23 Prozent. Aber auch die Stände am anderen Ende der Skala, Uri und Appenzell Innerrhoden, weisen mit +2 Prozent immer noch ein Wachstum auf – ein wichtiges Signal für Investoren an diesen Standorten.

Ohne Zuwanderung sinkt die Bevölkerung in einem Drittel der Kantone

Aufgrund der heutigen Altersstruktur lässt sich das natürliche Bevölkerungswachstum relativ gut prognostizieren. In einem Szenario ohne Migration erreicht die Bevölkerung 2027 mit knapp 8,6 Millionen ihren Höhepunkt und beginnt anschliessend zu schrumpfen. Doch auch in diesem Extremszenario wird im Jahr

Hohes Nachfragepotenzial nach kleinen Wohnungen

Die ersten Lebensjahre verbringen Kinder in der Schweiz typischerweise in mittelgrossen (drei bis vier Zimmer) bis grossen Wohnungen (fünf und mehr Zimmer). In den folgenden Lebensjahren steigt die durchschnittliche Zimmerzahl der Familienwohnung weiter an, da die Eltern meist erst jetzt in eine grössere Wohnung ziehen. Der erste Höhepunkt der Zimmerzahl wird Ende der Teenagerjahre erreicht. Bis Anfang 30 ziehen viele in Single- oder Paarhaushalte (ein bis zwei Zimmer) oder in eine Wohngemeinschaft in einer mittelgrossen Wohnung. Dadurch sinkt die durchschnittlich nachgefragte Anzahl der Zimmer pro Wohnung.

Die sinkende Haushaltsgrösse steigert die Nachfrage nach kleinen Wohneinheiten. Im Referenzszenario des BFS wächst die Hauptnachfragegruppe nach kleinen Wohnungen bis 2030 dreimal so schnell (+18 Prozent) wie die Hauptnachfragegruppe nach grossen Wohnungen (+6 Prozent) und auch deutlich schneller als die Gesamtbevölkerung (+13 Prozent). Sogar im Szenario ohne Zuwanderung wird die Nachfragegruppe nach kleinen Wohnungen um 3 Prozent ansteigen, während jene nach grossen Wohnungen um 5 Prozent sinken wird.

Kleine Wohnungen sind Trumpf in der Peripherie

Die Nachfrage nach kleinen und alterstauglichen Wohnungen wird also auf jeden Fall stark zunehmen. Der Bedarf an grossen Wohnungen hängt jedoch massgebend von der Entwicklung der Zuwanderung ab und dürfte ohne Zuwanderung sogar zurückgehen. Bei einer Fortschreibung beider Bevölkerungsszenarien (Referenzszenario des BFS und Szenario ohne Migration) bis 2045 wird sich diese Diskrepanz zwischen der Wohnungsnachfrage nach kleinen und grossen Wohneinheiten zusätzlich akzentuieren.

Besonders markant sinkt die Nachfrage nach grossen Wohnungen in peripheren Kantonen. Hingegen steigt die Nachfrage nach kleinen

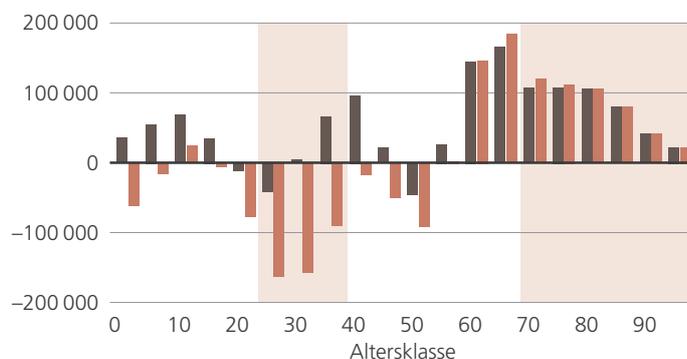
Danach steigt die Zahl der bewohnten Zimmer in der Lebensphase der Familiengründung wieder an. Das mittlere Alter beim Ersteigentumserwerb dürfte bei rund 40 Jahren liegen. Der zweite Höhepunkt der bewohnten Zimmerzahl wird mit Mitte bis Ende Fünfzig erreicht. Danach nimmt mit steigendem Alter der Anteil der mittelgrossen und kleinen Wohnungen wieder zu.

Die geburtenstärksten Jahrgänge der Babyboomer-Generation sind heute etwa zwischen 50 und 60 Jahre alt. Sie befinden sich zurzeit auf oder kurz vor dem zweiten Gipfel. In den nächsten 15 bis 30 Jahren werden diese die Talfahrt bezüglich der bewohnten Zimmerzahl mitmachen, was die Nachfrage nach kleinen Wohnungen enorm steigern wird.

Wohnungen hier überproportional an und ist sogar noch deutlich positiv, wenn die Bevölkerung absolut gesehen schrumpft. Folglich bieten kleine Wohnungen insbesondere bei Investitionen in peripheren Gebieten einen Schutz gegenüber einer sinkenden Nachfrage nach Wohnraum und strukturellen Leerständen.

Mehr kleine Wohnungen nachgefragt aufgrund der Alterung

Veränderung der Anzahl Personen bis 2030 nach Bevölkerungsszenario, nach Altersklasse



■ Referenzszenario des BFS
 ■ Szenario ohne Migration
 ■ Hauptnachfragegruppe nach kleinen Wohnungen

Quellen: BFS, UBS

Nachfrageflaute trübt Perspektiven

Matthias Holzhey

Risiko

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Mieten, Renditen und Leerstände vermitteln das Bild einer Konsolidierung auf dem Büroflächenmarkt, aber der Schein trügt. Das tiefe Beschäftigungswachstum, die anhaltende Neubautätigkeit sowie Produktivitätsgewinne verhindern eine Stabilisierung. Doch das Überangebot beschränkt sich hauptsächlich auf die Wirtschaftsräume Zürich und Genf.

Ein Vergleich der Zahlen zu Baubewilligungen und Investitionen mit der Entwicklung der Bürobeschäftigung stimmt wenig optimistisch. Auch unter konservativen Annahmen wurde von 2010 bis 2015 mindestens eine halbe Million Quadratmeter mehr Bürofläche geschaffen als nachgefragt. Mittlerweile hat sich die Bautätigkeit auf relativ tiefem Niveau stabilisiert. Die Baubewilligungen deuten noch auf eine jährliche Zunahme des Büroflächenbestands von knapp 1 Prozent hin. Dies entspricht dem Niveau von 2007 vor Beginn des Baubooms. Die Bürobeschäftigung wuchs jedoch 2016 mit rund 0,2 Prozent am schwächsten seit der Finanzkrise und dürfte sich auch im laufenden Jahr nicht wesentlich beschleunigen. Somit kann weder für letztes noch für dieses Jahr von einer Reduktion des Überangebots ausgegangen werden.

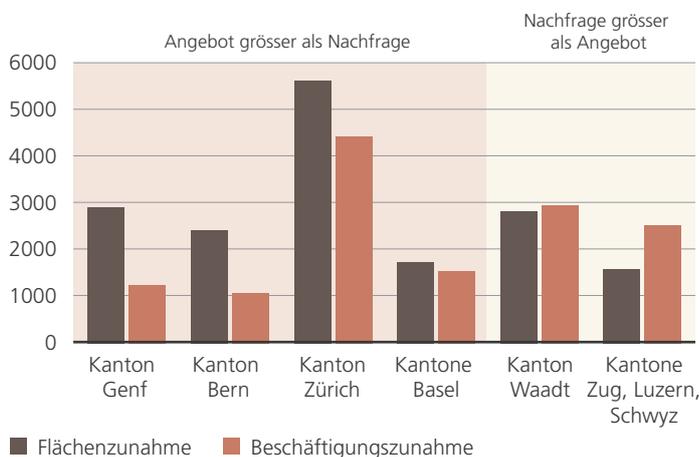
raten liegen weiterhin unter den Werten von vor der Finanzkrise. Seit 2011 stiegen die Leerstände insgesamt um weniger als 1 Prozentpunkt an. Der Leerflächenbestand nahm um bis zu 300 000 Quadratmeter zu, was 15 000 bis 20 000 Büroarbeitsplätzen entspricht. Diese Grössenordnung wurde im Durchschnitt der letzten fünf Jahre jeweils absorbiert. Das Leerstandsrisiko scheint also zumindest an guten Lagen weiterhin überschaubar zu sein, wenn auch die Vollvermietung einer Liegenschaft teilweise mit deutlichen Mietabschlägen erkaufte wird. So war bei den Spitzenmieten in Genf,

Marktverfassung besser als erwartet

Wird die Entwicklung von Renditen, Mieten und Leerständen als Indikator verwendet, scheint der Büroflächenmarkt in einer relativ soliden Verfassung zu sein. Die Spitzenrenditen setzten ihren Sinkflug im vergangenen Jahr fort und liegen im Durchschnitt von Zürich und Genf bei 2,4 Prozent. Wie auf dem Wohnrenditemarkt halten die Marktteilnehmer die Risiken an besten Lagen für tief. Auch die Angebotsmieten zeigten sich im Schweizer Durchschnitt in den vergangenen drei Jahren mehrheitlich stabil. Zwar liess sich ein gradueller Anstieg der Leerflächen beobachten, doch sowohl die Angebotsquoten als auch die offiziellen Leerstands-

Überangebot stark konzentriert

Jährliche Flächen- und Beschäftigungszunahme (Schätzung seit 2011), Anzahl Arbeitsplätze



Quellen: Docu Media, BFS, UBS



Sky-Frame Hauptsitz Frauenfeld

«Bürogebäude, die vor 15 Jahren oftmals noch 50 Beschäftigte fassten, bieten heute Raum für bis zu 100 Beschäftigte.»

und etwas schwächer auch in Zürich, ein anhaltender Rückgang zu beobachten. Seit den Spitzen in den Jahren 2011 und 2012 korrigierten die Mieten im obersten Preissegment bereits um bis zu 20 Prozent.

Wenig Grund für Optimismus

Die Differenz zwischen erstellten Büroflächen und Beschäftigungswachstum war fast doppelt so hoch wie in den Daten sichtbar. Auch wenn ein Teil der bewilligten Bauvorhaben nicht realisiert wurde oder verzögert auf den Markt kommt, dürfte sich der Angebotsüberhang auch bei einer Beschleunigung des Beschäftigungswachstums vorerst nicht entschärfen. Insbesondere der Leerstand bei B- und C-Klasse-Liegenschaften wird weiter ansteigen.

Hinzu kommt, dass in den letzten 15 Jahren die Bürofläche pro Arbeitsplatz deutlich schrumpfte. In modernen Grossraumbüros wird noch mit zwölf Quadratmetern Fläche pro Arbeitsplatz gerechnet. In traditionellen Bürogebäuden mit

einem Mix aus Einzel- und Mehrpersonenbüros liegt die Fläche pro Arbeitsplatz hingegen mit 15 bis 20 Quadratmetern deutlich höher. Zudem werden auf 100 Beschäftigte häufig nur noch 80 bis 90 Arbeitsplätze zur Verfügung gestellt, um die Auslastung zu steigern (Shared Desk). Vor 15 Jahren fasste ein Bürogebäude mit 1000 Quadratmetern Nutzfläche oftmals bloss rund 50 Beschäftigte. Heute kann es Raum für bis zu 100 Beschäftigte bieten.

Eine durchschnittliche Reduktion des Flächenverbrauchs pro Mitarbeitenden um 10 Prozent würde das Zehnfache der momentanen Jahresproduktion an Bürofläche freisetzen, was einen strukturellen Mietermarkt erzeugen würde. Zwar wurde (noch) kein Flächenrückgang pro Arbeitsplatz in dieser Grössenordnung auf breiter Front realisiert, der Trend zu kleineren Flächen verringert aber insbesondere den Platzbedarf von Grossfirmen. Dies erschwert die Suche nach grossen Ankermietern.

Regionale Analyse

Die Büromärkte der grössten Schweizer Zentren entwickelten sich in den letzten Jahren uneinheitlich. In Genf, Bern und Zürich übertraf die Ausweitung der Büroflächen die Nachfrage, während in den Regionen Basel und Lausanne sowie in der Zentralschweiz sich Angebot und Nachfrage die Waage hielten oder sogar das Nachfragewachstum überwog.

«In Basel dominiert der Eigengebrauch von Grossfirmen die Angebotsausweitung.»

Der Vergleich basiert auf den jährlichen Baubewilligungen für Büroflächen von 2011 bis 2015 und der Entwicklung der Bürobeschäftigung in den Jahren 2011 bis 2014 – einer Periode mit robustem Wirtschaftswachstum. Aufgrund der schwächeren Konjunktur und der gesamtschweizerisch stagnierenden Beschäftigung ist davon auszugehen, dass in den letzten beiden Jahren das Nachfragewachstum schwächer ausfiel.

In den Wirtschaftsregionen Genf und Bern scheint die Diskrepanz zwischen Stellenwachstum und Zunahme der Büroflächen am grössten zu sein. Genf verzeichnete mit fast 2 Prozent die stärkste jährliche Angebotsausweitung der analysierten Wirtschaftsräume. Gleichzeitig wies die Region nach Bern das tiefste Beschäftigungswachstum auf. Wenig überraschend stiegen in der Stadt Genf die Leerstände um das Vierfache seit 2010. Auch in der Stadt Bern nahmen die Leerflächen zu, wenn auch die Leerstandsquote mit unter 2 Prozent nicht bedrohlich erscheint.

In der Wirtschaftsregion Zürich zeigen die Daten ein heterogenes Bild. Die Angebotsausweitung übertraf das Nachfragewachstum deutlich. Dieser Trend hält an, in der Stadt Zürich allerdings ist die Leerstandsquote seit 2014 rückläufig. Auch in der Agglomeration hielten sich die verfügbaren Flächen stabil. Der Leerstand dürfte aber höher liegen, da grössere Projekte verzögert auf den Markt kommen und Renovationen im Gang sind. In Zürich weisen Baufirmen, die auf die Erneuerung von Büroflächen spezialisiert sind, eine hohe Auslastung auf. So stiegen die Renovationspreise für Büroflächen in Zürich seit 2010 mehr als doppelt so stark wie im Schweizer Mittel.

Ein positiveres Bild für Investoren zeigt sich in den Kantonen Basel und Waadt sowie in der Zentralschweiz. Der Wirtschaftsraum Lausanne und die Zentralschweiz gehören zu den Beschäftigungsmotoren der Schweiz, sodass neue Büroflächen gut absorbiert werden. In Basel dominiert der Eigengebrauch von Grossfirmen die Angebotsausweitung. Die Leerstandsquote von rund 2 Prozent signalisiert einen Mangel an grösseren Büroflächen. Sollte sich das Beschäftigungswachstum in Basel aber abschwächen, ist nach abgeschlossener Standortkonzentration der Pharma- und Versicherungskonzerne mit einem Anstieg der Leerstände zu rechnen.

Überangebot an grossen Flächen in Genf

Gerade für die Projektierung grösserer Neubauten sind künftige Ankermieter zentral. Die Beschäftigungsstatistik zeigt grosse Unterschiede unter den Wirtschaftszentren. In Basel wurden 90 Prozent der neu geschaffenen Stellen von Firmen mit mehr als 50 Beschäftigten angeboten. Im Kanton Genf zeichneten mittlere und grosse Unternehmen für nur 7 Prozent des Stellenwachstums verantwortlich. Hier waren folglich zusammenhängende Flächen von mehr als 1000 Quadratmetern besonders schwierig zu vermarkten. In den Kantonen Waadt und Zürich sowie auch im Schweizer Mittel betrug der Anteil mittlerer und grösserer Firmen am Beschäftigungswachstum rund 50 Prozent.

UBS Swiss Office Space Investment Index

Der *UBS Swiss Office Space Investment Index* misst die Attraktivität von Direktinvestitionen in Büroflächen in der Schweiz. Der Index steht aktuell bei $-0,3$, was eine leicht negative Investitionsattraktivität bedeutet. Wir raten zu Vorsicht bei einem Markteinstieg. Seit dem Tiefpunkt anfangs 2014 haben sich die Aussichten jedoch verbessert.

Bewertungsperspektive:

Es gibt attraktivere Alternativen

Trotz gesunkener Spitzenrenditen von Büroflächen zeigte sich die Attraktivität von Büroinvestitionen aus der Bewertungsperspektive praktisch unverändert. Gemessen an den entgangenen Erträgen sicherer Schweizer-Franken-Anleihen sind Büroinvestitionen sehr rentabel. Büroflächen an Spitzlagen bieten zurzeit rund 2,5 Prozentpunkte mehr Rendite als zehnjährige Eidgenossen und zwischen 1,5 und 2 Prozentpunkten mehr als langjährige Unternehmensanleihen. Im Vergleich zu Direktinvestitionen in anderen europäischen Städten sind die Renditen von Schweizer Büroliegenschaften ebenfalls nicht unattraktiv bewertet.

Gemessen an der Dividendenrendite des Schweizer Gesamtaktienmarkts sind die Renditen von Geschäftsflächen jedoch zu tief. Noch vor zehn Jahren lagen die Büroanfangsrenditen an Toplagen bis zu 2 Prozentpunkte über der Dividendenrendite. Aktuell sind sie 1 Prozentpunkt tiefer als die Dividendenrendite, was Aktieninvestments relativ attraktiv erscheinen lässt. Deutlich zeigen sich die Nachteile von Direktinvestitionen in Büroliegenschaften auch gegenüber börsennotierten Immobilienfonds oder -aktien. Bei Immobilienaktien beträgt die durchschnittliche Dividendenrendite rund 4 Prozent. Im Vergleich zum Vorjahr hat sich die Differenz zu den Anfangsrenditen von Direktinvestitionen zwar leicht verringert, ist aber immer noch klar überdurchschnittlich.

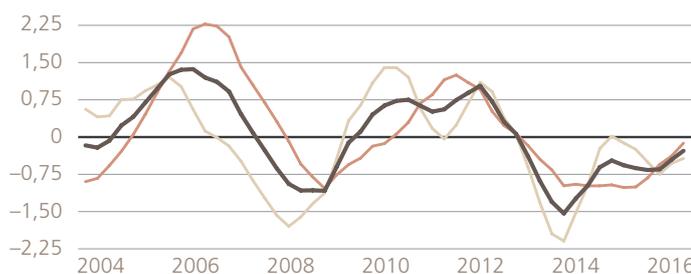
Marktperspektive:

Noch nicht über den Berg

Die Marktperspektive verbesserte sich in den letzten Quartalen graduell, ist aber weiterhin negativ. Die Investitionsvorhaben zeigten zwar eine klare Abflachung, gleichzeitig verschlechterten sich jedoch die Beschäftigungsaussichten deutlich. Das Angebot an Büroflächen dürfte also weiterhin stärker zulegen als die Nachfrage. Hingegen blieb die Zahl der inserierten Flächen in den letzten Quartalen konstant, was als positives Signal gewertet werden kann.

Investitionsattraktivität leicht negativ

UBS Swiss Office Space Investment Index und Subindizes



— UBS Swiss Office Space Investment Index
— Bewertungsperspektive
— Marktperspektive

Quelle: UBS

Der *UBS Swiss Office Space Investment Index* schätzt das Bewertungsniveau auf dem Büroflächenmarkt ein. Die Attraktivität von Bürodirektinvestitionen ist einerseits im Vergleich mit möglichen Alternativenanlagen zu bewerten (Bewertungsperspektive) und andererseits müssen die Renditen im Kontext der fundamentalen Marktsituation des Büromarkts betrachtet werden (Marktperspektive). Die Bewertungsperspektive basiert auf einem Vergleich der Renditen von Büroinvestitionen mit Erträgen von alternativen Immobilienanlagen wie auch den Opportunitätskosten von Investitionen in Anleihen oder sonstige Aktien. In der Marktperspektive wird das Potenzial für Mietpreissteigerungen aufgrund des Auslastungsgrads analysiert.

Verdrängungswettbewerb intensiviert sich

Maciej Skoczek und Sandra Wiedmer

Risiko

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Rückläufige Detailhandelsumsätze lassen die Mieten für Verkaufsflächen fallen und Leerstände ansteigen. Dennoch öffnen neue Einkaufszentren ihre Tore. Zentren, welche den erlebnisorientierten Kundenansprüchen nicht genügen, werden zu den Verlierern gehören.

Die Angebotsmieten von Verkaufsflächen befinden sich seit Ende 2012 im Sinkflug. Gemäss Wüest Partner fielen sie seither im Schweizer Durchschnitt um rund 10 Prozent. Ähnlich stark korrigierten die Mieten in den Regionen Bern und Zürich. In Basel stiegen die Verkaufsflächenmieten zwar noch bis Mitte 2015, sanken dann aber ebenfalls unter den Wert von 2012. Die grösste Korrektur erfolgte am Genfersee mit rund 30 Prozent. Auch an den Toplagen der Grossstädte ist ein deutlicher Rückgang zu erkennen. Im dritten Quartal 2016 lagen die Spitzenmieten von Verkaufsflächen im Durchschnitt aller Zentren rund 10 Prozent tiefer als 2012.

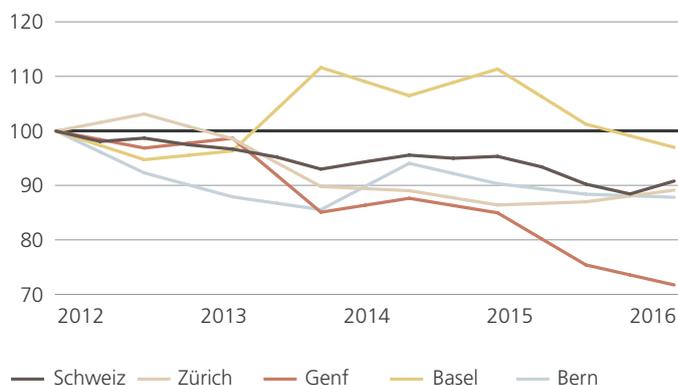
Der Onlinehandel verzeichnete laut dem Forschungsinstitut GfK seit 2009 ein Umsatzwachstum von über 50 Prozent und macht aktuell knapp 8 Prozent des gesamten Detailhandelsumsatzes aus. Auch der Einkaufstourismus wurde durch die Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro beflügelt und nahm seit 2007 um mehr als 150 Prozent zu (gemäss Anzahl der Ausfuhrbescheinigungen). Laut den ersten Daten für 2016 dürfte der Einkaufstourismus den Höhepunkt zwar überschritten haben, aber heuer – trotz erwarteter leichter Frankenabwertung – kaum spürbar sinken.

Onlinehandel und Einkaufstourismus belasten Detailhandel

Die fallenden Mieten sind vorwiegend auf die verminderte Zahlungsfähigkeit der Detaillisten zurückzuführen. Denn die saisonbereinigten Detailhandelsumsätze (ohne Treibstoffe) sanken im Jahresdurchschnitt bis Oktober 2016 nominal um 2,2 Prozent, was der tiefste Durchschnittswert seit 2003 ist. Am stärksten traf es die Detaillisten im Non-Food-Bereich mit einem Umsatzrückgang von fast 5 Prozent. Da die Preise im Non-Food-Segment in dieser Zeit nahezu stabil blieben, beruht der Umsatzrückgang grösstenteils auf Mengenverlusten, die vor allem in der zunehmenden Bedeutung des Onlinehandels und des Einkaufstourismus gründen.

Mieten für Verkaufsflächen im Sinkflug

Angebotsmieten für die Schweiz und Marktregionen, Index 4. Quartal 2012=100



Quellen: Wüest Partner, UBS

Mieten fallen dieses Jahr weiter

Die vom Umsatzrückgang betroffenen Detaillisten fragen weniger oder kleinere Flächen nach. Laut Wüest Partner stieg die ausgeschriebene Verkaufsfläche innert drei Jahren um 60 Prozent auf rund 530 000 Quadratmeter per Mitte 2016 an; dies übertrifft die Gesamtfläche der 13 grössten Einkaufszentren der Schweiz. Dieser Angebotsüberhang senkt die Expansionslaune der Investoren. Über die letzten vier Quartale wurden Baubewilligungen für Verkaufsflächen zu Gesamtkosten von rund 250 Millionen Franken erteilt, was einer Halbierung des Investmentvolumens innerhalb von fünf Jahren entspricht. Da der Effekt rückläufiger Investitionen erst verzögert eintritt, bleiben die Leerstandsrisiken für die nächsten drei bis fünf Jahre erhöht.

Leerstehende Flächen schränken den Spielraum des Eigentümers bei Mietverhandlungen ein. Die Mieter drängen auf frühere Vertragsverhandlungen zu tieferen Mieten und flexibleren Mietbedingungen (zum Beispiel umsatzabhängige Mieten oder kürzere Kündigungsfristen). Bei stagnierenden Reallöhnen und leicht steigender Arbeitslosigkeit wird die Erholung der Detailhandelsumsätze auch im laufenden Jahr auf sich warten lassen, was die Zahlungsbereitschaft der Detaillisten begrenzt. Somit rechnen wir heuer mit einem Rückgang der Angebotsmieten um 3 Prozent.

Fallende Mieten lassen Gesamtrenditen erodieren

Die fallenden Mieten führen in den Investorenportfolios zu sinkenden Gesamtrenditen. Direkt gehaltene Handelsliegenschaften warfen 2015 gemäss Investment Property Databank (IPD) eine Rendite von 5,4 Prozent ab. Somit erreichten sie nach 2014 den zweittiefsten je gemessenen Wert und lagen zum ersten Mal seit 2002 unter dem Durchschnitt aller Liegenschaften sämtlicher Nutzungsarten.

Die bereits tiefen Kapitalisierungssätze limitieren das Potenzial für Aufwertungen, was die Mieteinnahmen als Hauptrenditetreiber noch stärker in den Vordergrund rücken lässt. Bereits 2015 war die Einkommensrendite jedoch mit 3,9 Prozent historisch tief. Da schätzungsweise jedes Jahr rund 10 bis 20 Prozent aller Mietverträge für Verkaufsflächen neu verhandelt werden,

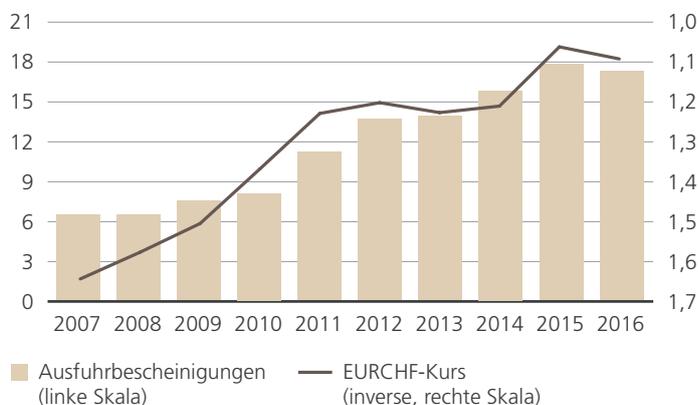
sorgen die tieferen Marktmieten auch dieses Jahr für sinkende Mieteinnahmen. Ohne Wertsteigerungen führt das zu einem weiteren Rückgang der Gesamtrenditen auf direkt gehaltenen Handelsflächen.

Shopping Center

Die Einkaufszentren bleiben vom schwierigen Marktumfeld nicht verschont. Gemäss den Zahlen des Forschungsinstituts GfK fiel die Flächenproduktivität, gemessen als Umsatz pro Quadratmeter, von 2010 bis 2015 im Durchschnitt aller Einkaufszentren um rund 10 Prozent oder knapp 1000 Franken pro Quadratmeter. Rund drei Viertel aller Zentren waren von einem Rückgang betroffen, darunter alle zehn flächenmässig grössten Shopping Center. Am stärksten traf es das Tessiner «Centro Ovale», das 2015 zur ersten Schweizer «Dead Mall» wurde – einem verwaisten, geschlossenen Einkaufszentrum. Die Produktivitätseinbussen sind teilweise dem Onlinehandel und dem Einkaufstourismus zuzuschreiben, aber auch der dynamischen Flächenausweitung der letzten 15 Jahre geschuldet.

Höhepunkt im Einkaufstourismus überschritten

Anzahl Ausfuhrbescheinigungen* (in Millionen) und Euro-Schweizer-Franken-Kurs



* Im privaten Reiseverkehr aus Deutschland (Hauptzollämter Lörrach und Singen); Anzahl für 2016 geschätzt

Quellen: Hauptzollämter Lörrach und Singen, Bloomberg, UBS

Expansion im gesättigten Markt

Seit dem Jahr 2000 hat sich das Flächenangebot beinahe verdoppelt, während die Schweizer Bevölkerung nur um rund 15 Prozent zulegen. Die Schweiz weist mit rund 1,5 Quadratmetern Verkaufsfläche pro Kopf (ein Fünftel davon in den Einkaufszentren) einen der höchsten Werte Europas auf. Das Netz von 197 Einkaufszentren mit einer Verkaufsfläche von je mindestens 5000 Quadratmetern und fünf Outlet-Zentren wird durch das Verkaufsflächenangebot im grenznahen Ausland ergänzt. Dies bietet eine hohe, teils sich konkurrierende Abdeckung. Rund 85 Prozent der Schweizer Bevölkerung können ein Einkaufszentrum innerhalb von 15 Fahrminuten erreichen.

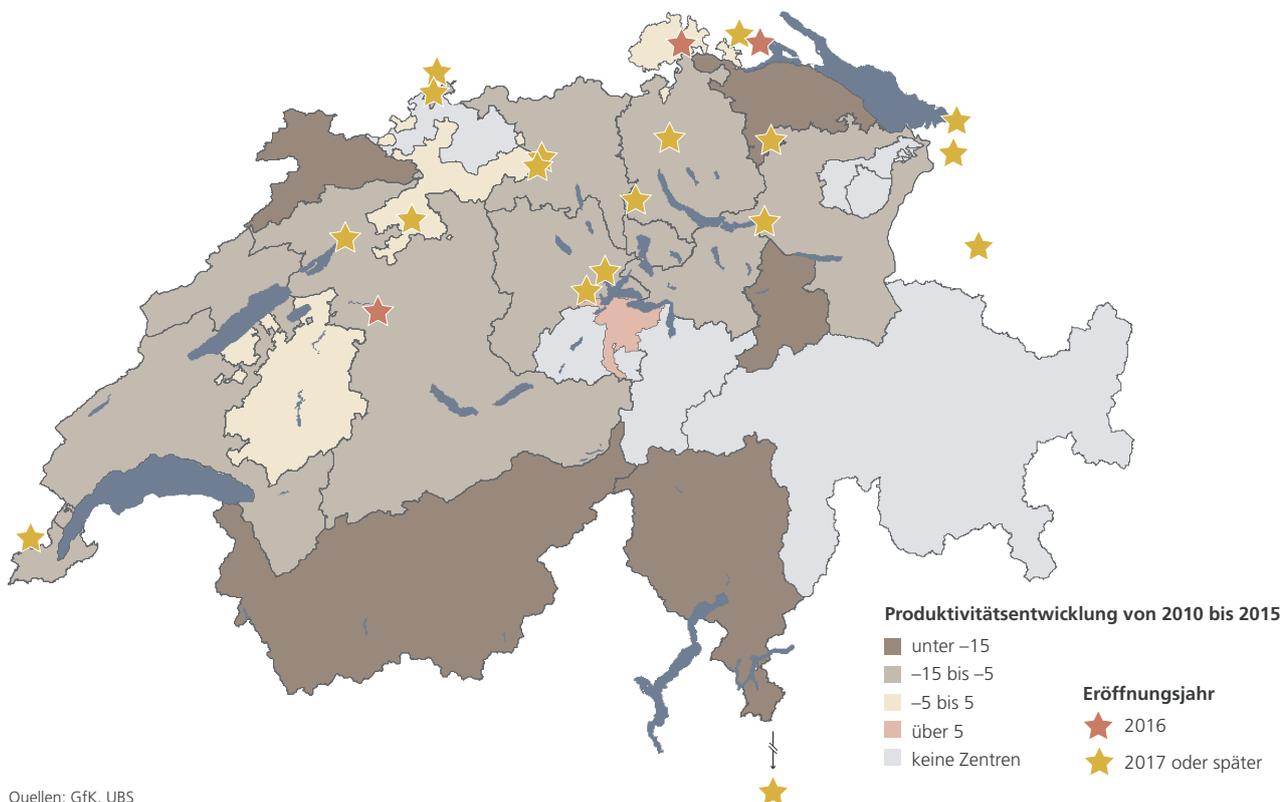
Die Flächenexpansion nahm in den letzten Jahren zwar deutlich ab, es kommen aber weitere Shopping Center auf den Markt. Im vergangenen Jahr öffneten «Welle 7» in Bern und «Lipo Park» in Schaffhausen ihre Tore, und dieses Jahr kommt das zweitgrösste Zentrum «Mall of Switzerland» mit knapp 50 000 Quadratmetern Verkaufsfläche dazu. Bis 2020 könnten weitere zehn Zentren mit einem Flächenangebot von insgesamt rund 100 000 Quadratmetern folgen.

Investoren scheinen den Wettbewerb mit ausländischen Einkaufsstätten zu meiden. Mit Ausnahme eines Objekts in Basel sind keine neuen Shopping Center in Grenznähe geplant. Jenseits

Expansion trotz rückläufiger Produktivität

Produktivitätsentwicklung* (in Prozent) und Expansion der Einkaufszentren (nach Eröffnungsjahr)

* Entwicklung der Produktivität (Umsatz/m²) im Durchschnitt aller Zentren nach Kanton



der Landesgrenzen wird aber kräftig investiert. Gemäss GfK dürften in den nächsten Jahren im grenznahen Ausland Zentren mit einer Gesamtfläche von knapp 300 000 Quadratmetern entstehen; zwei in Deutschland, drei in Österreich und eines in Frankreich. Zudem wird derzeit beim circa 45 Minuten von Chiasso entfernten Mailänder Flughafen Linate das zweitgrösste Einkaufszentrum Europas mit einer Verkaufsfläche von 170 000 Quadratmetern gebaut.

Einkaufen als Erlebnis gestalten

In einem gesättigten Marktumfeld stehen die Einkaufszentren vor der Herausforderung, Kunden zu gewinnen und sich von anderen Anbietern abzuheben. Sie bewerkstelligen dies mit Attraktionen, die nicht direkt mit dem eigentlichen Einkauf zusammenhängen, wie Modeshows, Autogrammstunden oder Kunsteisenbahnen. Die Einkaufszentren werden somit vermehrt zu Erlebnis- und Erholungsorten, während der Einkauf etwas in den Hintergrund rückt.

Der Mietermix

Der Erfolg eines Einkaufszentrums steht und fällt mit dem Mietermix. Eine mögliche Strategie zur Steigerung der Flächenattraktivität ist die Durchmischung von grossen etablierten Namen, die hohe Kundenfrequenzen generieren, mit kleinen, oft wenig verbreiteten Marken. Kleinere Anbieter wie Start-ups, Online-Unternehmen oder lokale Firmen profitieren dabei von Pop-up-Flächen (Verkaufsflächen zur temporären Nutzung, die nach Bedarf zu einem reduzierten Preis oder sogar kostenlos angeboten werden). So bieten die Einkaufszentren den Besuchern ein einzigartiges, abwechslungsreiches Erlebnis an, beispielsweise durch die Präsentation und den Verkauf neuartiger Produkte. Mit dieser Strategie können Leerstände, die auf Kunden abschreckend wirken, verhindert werden.

Ein attraktives Gastronomie-Angebot ist ein weiterer Schlüsselfaktor für die Kundengewinnung. Gemäss einer Studie der Firma ECE, die dutzende Einkaufszentren global betreibt, ist für rund 40 Prozent der Besucher deutscher Einkaufszentren das gastronomische Angebot das wichtigste Kriterium bei der Auswahl des Zentrums.

Digitalisierung

Interaktive Angebote steigern die Attraktivität eines Einkaufszentrums. Es beginnt bereits bei der Ankunft, wo ein Parkleitsystem die Parkplatzsuche erleichtert. Der Wagenstandort kann mittels einer App erfasst werden, sodass der Parkplatz beim Verlassen des Einkaufszentrums rasch gefunden wird. Bei der Ausfahrt wird die Parkgebühr dem Benutzerkonto des Fahrers belastet und die Wartezeit an der Kasse entfällt. Mit einer weiteren App können Kunden Produktinformationen oder Rezeptvorschläge direkt auf ihren Mobilgeräten empfangen, wenn sie vor dem entsprechenden Regal stehen. Apps können auch als Navigationssysteme dienen, die das individuelle Einkaufsverhalten kennen und den Kunden durch den Laden lotsen. Kostenlose Handy-Ladestationen, WLAN-Abdeckung oder Click-and-Collect (Produkte online bestellen und vor Ort abholen) bieten weitere Chancen, den stationären Handel «smarter» zu gestalten.

Weitere Schliessungen möglich

Eine Neueröffnung im gesättigten Markt hat durchaus Chancen, wenn es dem Shopping Center gelingt, sich mit einem attraktiven (Erlebnis-)Angebot von der lokalen Konkurrenz abzuheben. Dadurch kann aber ein bestehendes älteres Zentrum im gleichen Einzugsgebiet in beträchtliche Schwierigkeiten kommen. Die Einkaufszentren, die den Erlebnisansprüchen der Kunden nicht gerecht werden, sich in Grenznähe oder an B- und C-Lagen befinden, dürften im aktuellen Umfeld gefährdet sein. Es ist damit zu rechnen, dass in den kommenden Jahren verschiedene Zentren ihre Flächen reduzieren müssen. Für vom Umsatzrückgang stark betroffene Zentren kann gar die Schliessung beziehungsweise eine Umnutzung als Ultima Ratio die optimale Strategie sein. Neue «Dead Malls» sind somit nicht auszuschliessen.

Eine Antwort auf Büroleerstand

Maciej Skoczek

In der Schweiz übersteigt die potenzielle Nachfrage nach Coworking-Flächen das bestehende Angebot. Die Vermietung von Arbeitsplätzen an Coworker ist nur bei hoher Auslastung profitabel, da die Mieten tiefer sind als bei klassischen Büros. Je nach erwarteter Dauer des Leerstands bieten sich unterschiedliche Strategien an.

Die zunehmende Digitalisierung senkt die Attraktivität traditioneller Büroräume. Vor allem in wissensintensiven Berufen wie Beratung und Forschung oder in freien Berufen (Freelancer), also in Bereichen mit überproportional wachsender Beschäftigung, kann oft ortsunabhängig gearbeitet werden. Dies begünstigt die Nachfrage nach Coworking – sprich nach flexiblen Arbeitsplätzen, bei denen die Arbeitsräumlichkeiten und die Büroinfrastruktur geteilt werden.

Coworking-Einrichtungen bieten zum einen Zugang zu modernen Büro- und Konferenzräumen und zum anderen flexible Mietverträge, sogar auf Stunden- oder Tagesbasis. Das Teilen von Büroräumlichkeiten und -infrastruktur unter mehreren Coworkern senkt die Arbeitsplatzkosten für den Mieter. Zudem fördert das Coworking die Netzwerkbildung und den Gedankenaustausch, was Coworking-Einrichtungen gegenüber dem Home-Office abhebt.

Coworking-Boom dürfte weitergehen

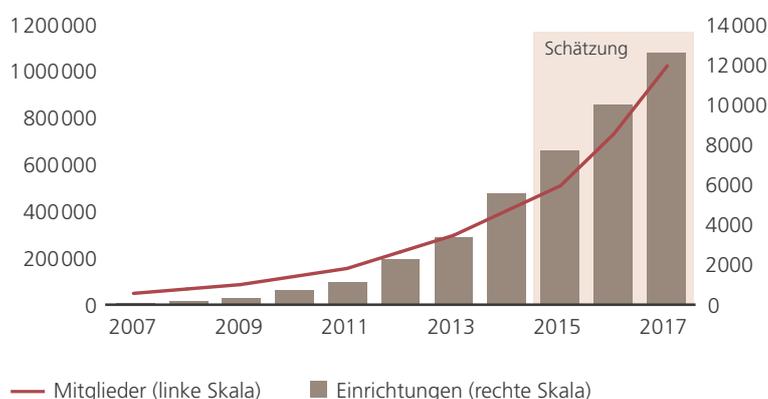
Die Anzahl der Coworking-Flächen hat in den letzten Jahren weltweit stark zugenommen. Gemäss einer Umfrage von Deskmag, dem Online-Magazin über Coworking, wird es Ende 2017 weltweit knapp 13 000 Coworking-Einrichtungen geben, zehn Mal mehr als im Jahr 2011. Die Zahl der Nutzer dürfte sich gegenüber 2011 auf über eine Million Coworker versechsfachen. Nur rund 15 Prozent aller Befragten gaben an, dass die Anzahl der

Coworking-Flächen in ihrer Region zu hoch sei; allerdings stieg dieser Wert seit 2014 leicht an.

In der Schweiz gibt es derzeit knapp 100 Coworking-Einrichtungen, mehr als die Hälfte davon in unmittelbarer Nähe der fünf grössten Städte. Die Gesamtzahl der angebotenen Arbeitsplätze dürfte bei rund 3000 liegen. Der Wirtschaftsraum Zürich dürfte bis 1000 Arbeitsplätze zählen, der Wirtschaftsraum Genf knapp 500 Plätze. An diesen Standorten und im Wirtschaftsraum Lausanne ist die Nachfrage für Coworking besonders hoch. Denn die Grösse

Coworking nimmt rasant zu

Anzahl Mitglieder und Einrichtungen weltweit



Quellen: Deskmag, UBS

und die Wirtschaftsstruktur dieser Zentren sowie ihre Nähe zu Universitäten und Hochschulen sind ideal für die Ausübung von freien Berufen sowie die Entwicklung von Spitzentechnologien und neuen Dienstleistungen. Zudem sind dort die Kosten für eine traditionelle Bürovermietung am höchsten, was die relative Attraktivität der Coworking-Angebote steigert.

Zwar werden Belegungsstatistiken nur selten ausgewiesen, doch die Coworking-Flächen scheinen hierzulande relativ gut ausgelastet zu sein. Mit steigender Bekanntheit dieser Nutzungsart wird die Nachfrage weiter wachsen. Ein zusätzlicher Nachfrageschub dürfte von den grossen Firmen kommen, die zunehmend das Arbeiten in solchen Einrichtungen fördern.

Auslastung als Schlüsselfaktor für Rentabilität

Die Vermietung einer Bürofläche an einen Coworking-Betreiber ist für den Eigentümer in der Regel mit einer Reduktion des Mietpreises verbunden. Der Coworking-Betreiber übernimmt dafür den Vermietungsaufwand; Wüest Partner schätzt, dass die Coworking-Anbieter durchschnittlich 230 Franken pro Quadratmeter und Jahr zahlen. Gegenüber der Angebotsmiete im Zürcher Mittelsegment ist das ein Abschlag von rund 35 Prozent. Weil sich aber viele Coworking-Flächen an guten Standorten befinden, dürfte der Preisabschlag noch höher ausfallen.

Auch bei einer direkten Arbeitsplatzvermietung an Coworker muss mit einem Mietabschlag gerechnet werden. Während ein traditioneller Büroarbeitsplatz in Zürich zwischen 400 und 650 Franken oder in Genf sogar 600 bis 900 Franken kostet, liegen die Mieten für einen fixen Arbeitsplatz in Coworking-Einrichtung im Mittel bei 400 Franken monatlich. Die Preise variieren sehr stark unter den Einrichtungen, auch wenn sich die Durchschnittsmieten in Grosszentren und an anderen Standorten kaum unterscheiden. Für die Vermieter ist die Abrechnung auf Stundenbasis sehr attraktiv, denn Coworker, welche die Einrichtungen nur gelegentlich nutzen, weisen eine hohe Zahlungsbereitschaft auf. Die Stundentarife können bis zu 10 Franken reichen, was bei einer Vollauslastung monatlich 1800 Franken einbringen kann.

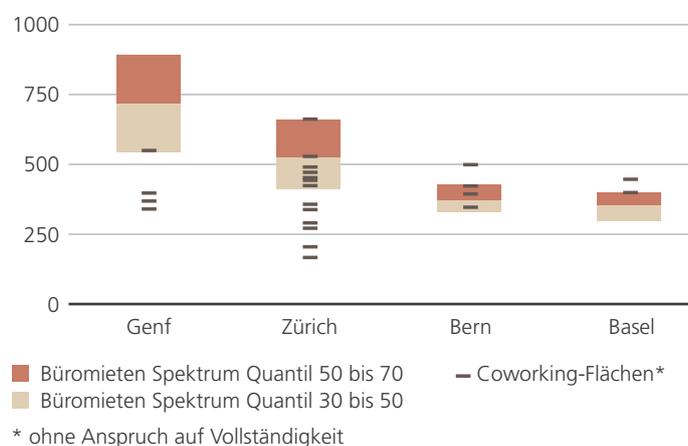
Damit eine Coworking-Einrichtung eine attraktive Alternative zur traditionellen Bürovermietung darstellt, muss sie nicht nur die fixen Kosten decken, sondern auch eine positive Rendite erwirtschaften. Da die Mieter nur selten ihre Plätze ununterbrochen besetzen, kann die Zahl der Coworker in einer Einrichtung die Zahl der angebotenen Arbeitsplätze übersteigen. Sofern der Vermieter die Arbeitsgewohnheiten seiner Mieterbasis kennt, kann er mit einem entsprechenden Pricing-System die Flächenauslastung optimieren und so die Mieteinnahmen maximieren. Dies bildet den Schlüsselfaktor für die langfristige Rentabilität. Eine hohe Anzahl von Stundenbasis-Coworkern birgt das Potenzial, die Mieteinnahmen erheblich zu steigern.

Mit Coworking gegen Leerstand

Investoren in Schweizer Büroflächen sehen sich in den letzten Jahren mit steigendem Leerstand konfrontiert. So stiegen die Angebotsquoten in den Wirtschaftsräumen Zürich und Genf in den letzten Jahren deutlich an. Waren im Jahr 2010 noch zwischen 2 und 3 Prozent der Büroflächen ausgeschrieben, sind es mittlerweile 5 bis 6 Prozent. In diesem Umfeld gewinnen alternative Nutzungsformen an Bedeutung. Die steigende Nachfrage nach Coworking-Flächen kann einen Lösungsansatz für Leerstand darstellen. Je nach-

In Grosszentren sind Coworking-Arbeitsplätze günstiger als Büroräume

Angebotsmieten in traditionellen Büros und in Coworking-Einrichtungen, pro fixem Arbeitsplatz, in CHF pro Monat



Quellen: Wüest Partner, UBS

dem, ob die zu erwartende Leerstandsperiode als kurz- oder langfristig eingeschätzt wird, stehen verschiedene Strategien zur Auswahl.

«Bei erwarteten Leerständen unter zwei Jahren lohnt sich eine Umwandlung oft nicht.»

Kurzfristiger Leerstand

Die Umwandlung einer leeren Bürofläche in eine Coworking-Einrichtung erfordert vorangehende Investitionen wie den Einbau einer Küche oder von Gemeinschaftsräumen, die Sicherstellung einer zuverlässigen Büro- und IT-Infrastruktur und die Schaffung einer angenehmen Arbeitsumgebung. Eine qualitativ hohe Einrichtung erhöht die Chancen auf Vermietung, kostet den Vermieter aber mehr. Stehen die Büroflächen weniger als zwei Jahre leer, lohnt sich eine umfassende Umwandlung oft nicht, weil die temporären Mieteinnahmen die Umbaukosten kaum decken dürften. Bei kurzfristigen Leerständen bietet sich daher die Vermietung von sogenannten Pop-up-Arbeitsplätzen an. Dies sind einzelne, einfach ausgestattete Arbeitsplätze und -räume, die meist auf Stunden- oder Tagesbasis zu einem relativ günstigen Preis angeboten werden. Diese Strategie lässt sich ebenfalls einsetzen, wenn nur ein Teil der Bürofläche nicht vermietet ist. So bleiben die Investitionskosten überschaubar und Mietausfälle lassen sich reduzieren.

Langfristiger Leerstand

Droht dem Flächenbesitzer eine längere Leerstandsperiode, stellt eine umfassende Umwandlung einer Büro- in eine Coworking-Fläche einen Lösungsansatz dar. Im Vergleich zu einfachen Pop-up-Plätzen liegen die Mieteinnahmen höher. Studien zeigen, dass der Erfolg stark von der

Lage und Grösse einer Coworking-Einrichtung abhängt. An zentralen Lagen sowie an Verkehrsknotenpunkten wie Flughäfen oder Bahnhöfen lassen sich höhere Mietpreise durchsetzen und eine bessere Flächenauslastung erzielen. Solche Standorte sprechen Coworker mit hohen Mobilitätsanforderungen an, die aufgrund ihrer kurzen und unregelmässigen Nutzung auf Stundenbasis eine hohe Zahlungsbereitschaft aufweisen. Zusätzlich sind zentral gelegene Flächen repräsentativ und eignen sich bestens für Treffen mit Kunden oder sogar als Firmensitze. Gemäss einer Auswertung von Wüest Partner liegen entsprechend über 80 Prozent aller Flächen weniger als 500 Meter vom Zentrum einer Ortschaft entfernt, rund 50 Prozent befinden sich im Umkreis von 500 Metern von einem Bahnhof. Ebenfalls scheinen Einrichtungen mittlerer Grösse erfolgreicher zu sein. Schliesslich zieht ein gutes Ambiente die Mieter an und bindet sie an die Einrichtung.

Industriebrachen

Brach stehende Industrieareale können auch in Coworking-Flächen umgewandelt werden. In peripheren Quartieren sind die Arbeitsplatzkosten niedriger und somit die Abonnementspreise deutlich tiefer als an zentralen Lagen. Insbesondere in trendigen Stadtteilen werden dabei sowohl lokale wie auch weniger zahlungskräftige Coworker angesprochen.

Klassische Büros als Auslaufmodell?

Coworking-Flächen sind eine Alternative zu traditionellen Büroräumen und könnten deren Mieten unter Druck setzen. Die teils vorherrschende Erwartung, dass Coworking-Flächen die klassischen Büroflächen bald ablösen werden, scheint aber übertrieben. Gerade in Branchen, welche stark durch Schutz des geistigen Eigentums, Personen- oder Datenschutzrechte reguliert sind, ist die Auslagerung von Personal in Coworking-Einrichtungen limitiert.

Flexibles Flächenmanagement gefragt

Nena Winkler und Elias Hafner

Der E-Commerce wächst rasant und scheint die Grenzen von Ort und Zeit aufzuheben. Bezüglich Immobilienstandort gilt dennoch: je besser die Lage, desto besser die Aussichten. Die Verlagerung des Detailhandels ins Netz fordert von Immobilieneigentümern ein aktiveres Flächenmanagement.

Der weltweite Onlinehandelsumsatz hat sich über die letzten fünf Jahre verdoppelt. Aktuell werden global allerdings erst gut 7 Prozent der Einzelhandelsverkäufe online abgewickelt. In den nächsten zehn Jahren dürfte der E-Commerce jährlich um 15 bis 20 Prozent wachsen, was einer nochmaligen Verdoppelung des weltweiten Onlinehandels bis 2021 entspricht.

Immobilien müssen neuen Bedürfnissen genügen

Im Detailhandel findet eine Verlagerung von den stationären Läden ins Internet statt, die sich stark auf den Verkaufsflächen- und Logistikimmobilienmarkt auswirkt. Dabei birgt E-Commerce nicht bloss Risiken für Immobilieninvestoren, sondern eröffnet auch Chancen.

Einzelhandelsflächen

Einzelhändler fokussieren sich auf eine kleinere Anzahl von Geschäften und in der Summe auf weniger Verkaufsfläche. Gleichzeitig steigt jedoch die Nachfrage nach hochwertigen Flächen in den Innenstädten und an repräsentativen Lagen sowie nach Flächen mit hoher Kundenfrequenz, beispielsweise an Bahnhöfen oder Flughäfen. Die Interaktion im Laden geht derweil in Richtung Einkaufserlebnis. In einem Flagshipstore oder Showroom können die Kunden die Produkte anschauen und testen und danach auch von zuhause oder unterwegs online bestellen. Zudem eröffnen bis anhin reine Onlineshops vermehrt stationäre Läden, was die Flächen-

nachfrage an guten Lagen zusätzlich ankurbelt. Damit das Click-and-Collect-Modell (Onlinebestellung mit anschliessendem Abholen im Geschäft oder an einer Lieferstation) effizient funktioniert, müssen die Flächen oft anders angeordnet oder umgebaut werden.

Kleinere, weniger zentrale Verkaufsflächen geraten bei dieser Entwicklung verstärkt unter Druck. Sinkt die Chance auf die Weiterführung als Verkaufsfläche, so drängt sich eine Umnutzung auf. Neben dem Verkauf oder einer Überführung in eine andere Nutzungsform lassen sich ausgediente Verkaufsflächen für die Umsetzung einer Multikanalstrategie in gänzlich auf den Onlinehandel ausgerichtete Abholstationen oder in Verteilzentren für Lieferungen umfunktionalisieren. Generell wird von den Vermietern von Verkaufsflächen künftig mehr Flexibilität gefragt sein, was sich neben höherer Umbautätigkeit auch in kürzeren Vertragslaufzeiten und individueller ausgestalteten Mietverträgen äussern wird. Durch die Vermischung von Laden- und Onlineumsatz dürfte zudem die Umsatzmiete an Bedeutung verlieren.

Logistikflächen

Der Onlinehandel steigert die Nachfrage nach modernen und massgeschneiderten Logistikflächen, sodass speziell für E-Commerce ausgestattete Gebäude veraltete Immobilien zunehmend verdrängen. Zum Beispiel benötigen E-Commerce-Zentren bei derselben Menge

verkaufter Güter dreimal so viel Fläche wie traditionelle Logistikzentren, da sie mehr Artikel lagern, im Gegensatz zu grossvolumigen Lieferungen an den Handel die Kundenbestellungen einzeln verpacken sowie Rücksendungen

«Auf der letzten Meile fällt rund die Hälfte der gesamten Lieferkosten an.»

bewirtschaften. So wird bei Online-Einkäufen von Modeartikeln aktuell rund die Hälfte aller Bestellungen zurückgeschickt. Generell erfordert die Abwicklung des Onlinehandels deutlich mehr Personal beziehungsweise Roboter als eine traditionelle Logistikknutzung. Schliesslich gewinnen auch die technische Gebäudeausstattung und die Internetanbindung für Logistikflächen aufgrund des digitalen Bestellprozesses und elektronischer Warenlagereysteme an Bedeutung.

Eine weitere logistische Herausforderung stellt die letzte Meile (die Lieferung vom letzten Transport-Hub bis zum Endkunden) dar, vor allem weil dieser Lieferabschnitt verkehrstechnisch stark belastet ist. Dies spiegelt sich auch in den hohen Kosten wider: Schätzungen für

China auf der Überholspur

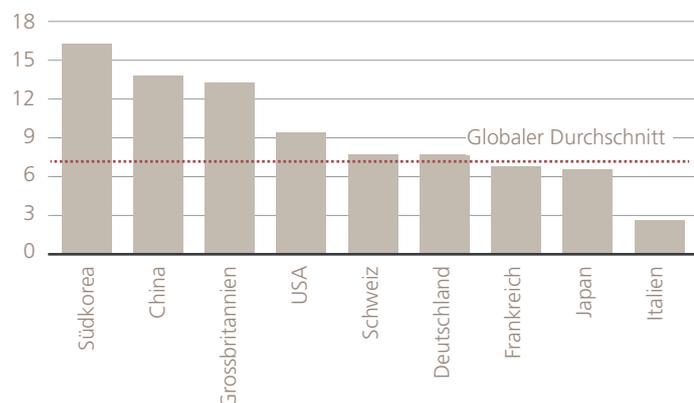
Das Reich der Mitte beheimatet nicht nur den weltweit grössten E-Commerce-Markt, sondern liegt mit 13,9 Prozent auch auf Rang zwei bezüglich des im Netz abgesetzten Detailhandelsumsatzes; 2011 waren es noch bescheidene 2,5 Prozent. Nur in Südkorea wird mit 16,4 Prozent ein grösserer Anteil online gehandelt. Nach China folgen Grossbritannien und die Vereinigten Staaten sowie merklich dahinter die wichtigsten kontinentaleuropäischen Märkte. Global hat sich der Anteil zwischen 2011 und 2015 von 3,6 auf 7,4 Prozent erhöht.

Das Wachstum verdankt der E-Commerce dem steigenden Angebot von online verfügbaren Produkten sowie technischen Innovationen. Insbesondere in den Schwellenländern spielen auch das starke Bevölkerungswachstum, die zunehmende Urbanisierung sowie die steigende Internet- und Smartphone-Durchdringung eine grosse Rolle. Global wird bereits rund die Hälfte der Online-Einkäufe über mobile Endgeräte wie Mobiltelefone und Tablets abgewickelt; Tendenz steigend, da diese Geräte leistungsfähiger und erschwinglicher werden. In China hat sich die Smartphone-Penetration zwischen 2010 und 2015 von rund 33 Prozent auf 90 Prozent fast verdreifacht, begünstigt durch fallende Preise für Mobilgeräte und eine

schnell wachsende Mittelschicht. Beschleunigt wurde das Wachstum des Onlinehandels im Reich der Mitte auch durch den Marktführer Alibaba, der diverse Leistungen im Bereich Onlinehandel anbietet wie Onlinemarktplätze und -bezahlsysteme. Dank des hohen Marktanteils von über 70 Prozent werden neue Produkte und Dienstleistungen augenblicklich einer riesigen Kundenschaft bekannt gemacht, was massgeblich zum rasanten Wachstum beiträgt.

Asiatische Märkte führend im E-Commerce

Anteil Onlinehandelsumsätze an Detailhandelsumsätzen 2015, in Prozent



Quellen: Euromonitor, GfK, UBS

die USA zeigen, dass hier rund die Hälfte der gesamten Lieferkosten anfällt. Die steigende Urbanisierung dürfte diese Kosten weiter erhöhen, was die Nachfrage nach grossen Lagerflächen und Verteilzentren noch näher an die Zentren verlagert. Somit profitieren auch unter den Logistikflächen vor allem die zentralen Lagen vom E-Commerce.

E-Commerce-Markt Schweiz

Der E-Commerce wächst auch in der Schweiz und gewinnt stetig an Marktanteil. Seit 2009 hat der Onlinehandelsumsatz mit jährlich rund 7,5 Prozent deutlich schneller zugelegt als das Bruttoinlandprodukt mit 1,7 Prozent, während der Umsatz im Gesamtdetailhandel gar stagnierte. Die Schweiz liegt mit einem Umsatzanteil des Onlinehandels am gesamten Einzelhandel von rund 8 Prozent im internationalen Mittel.

Unter der Annahme eines Sättigungsgrads von gut 20 Prozent dürften in den kommenden Jahren weitere Anteile des hiesigen Detailhandelsumsatzes in den Onlinekanal abwandern. Dadurch wird ein beachtlicher Teil des heutigen Verkaufsflächenangebots nicht mehr benötigt werden. Dieser Abwanderungsprozess ist in vollem Gang und zeichnet, neben dem starken Franken, für die aktuell schwierige Situation auf dem Verkaufsflächenmarkt verantwortlich (siehe Beitrag Seite 32).

Der wachsende Onlinehandel dürfte hingegen die Nachfrage nach Logistikliegenschaften hierzulande erhöhen. Neue Logistikimmobilien entstehen unter anderem als grosse Verteil- oder Abwicklungszentren an verkehrstechnisch guten Lagen im Mittelland. Aktuell werden die fünf grössten Zentren entlang der Hauptverkehrsachse A1 errichtet, von wo aus die gesamte Schweiz innerhalb weniger Stunden beliefert werden kann (Same Day Delivery). Das Stauaufkommen hat sich aber von 2009 bis 2015 auf Schweizer Nationalstrassen fast verdoppelt und der Wettbewerb, bestimmte Produkte in kürzester Zeit (zum Beispiel innert drei Stunden) beim Kunden abzuliefern, verschärft sich. Somit gewinnt die Nähe der Logistikstandorte zu den Zentren weiter an Bedeutung. Generell gilt bei Logistikimmobilien dasselbe wie bei Verkaufsflächen: je besser die Lage, desto besser die Aussichten. Zudem haben führende internationale Detailhändler begonnen,

im grenznahen Ausland günstigere Logistikzentren zu bauen, was Schweizer Grenzgebiete zusätzlich belastet.

Mit Innovation über die letzte Meile

Für eine effiziente Belieferung der letzten Meile haben sich Micro-Hubs (Lieferstationen beispielsweise an Bahnhöfen, Kiosken oder Poststellen) in den Innenstädten bewährt. Teils ausgediente Gebäude konnten so umgenutzt werden. Auch der Einsatz von neuen Technologien wird geprüft. So planen beispielsweise mehrere privatwirtschaftliche Partner gemeinsam ein unterirdisches Liefersystem (Cargo sous terrain), um das hohe Verkehrsaufkommen auf Strasse und Schiene zu umgehen. Eine erste Teilstrecke soll ab 2030 für die Verbindung Härkingen/Niederbipp mit der Stadt Zürich in Betrieb genommen werden. Die Schweizerische Post testet bereits die Zustellung mit selbstfahrenden Robotern und Drohnen, die noch vor 2020 kommerziell zum Einsatz kommen könnten. Gerade die Verwendung von Flugobjekten würde die Lieferzeiten verkürzen und könnte die optimalen Logistikstandorte neu definieren, das heisst deren Abhängigkeit vom Verlauf des Bahn- und Strassennetzes reduzieren.

Onlinehandel übertrumpft Detailhandel und Gesamtwirtschaft

Entwicklung des Schweizer Bruttoinlandprodukts sowie der Detail- und Onlinehandelsumsätze, inflationsbereinigter Index 2009=100; Jahreswachstumsrate der realen Onlinehandelsumsätze, in Prozent



Quellen: GfK, SECO, UBS

Impulse für Kursavancen fehlen

Elias Hafner

Risiko

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Die erhöhten Agios der Schweizer Immobilienfonds drücken nicht zwingend eine Überbewertung gegenüber dem Direktmarkt aus. Neben steigenden Leerständen und sinkenden Angebotsmieten gefährdet die durch Platzierung von Neugeld verwässerte Rendite die Ausschüttungssicherheit.

Schweizer börsennotierte Immobilienfonds verzeichneten 2016 ein weiteres Jahr mit positiver Rendite. Bis im Juli, insbesondere nach der Brexit-Abstimmung Ende Juni, kletterten die Kurse auf eine Gesamtrendite von gut 9 Prozent seit Jahresanfang. Anziehende Langfristzinsen liessen die Performance bis Mitte November zusammenschmelzen, doch dank eines Schlusssturzes stieg die Rendite inklusive Ausschüttung bis Ende Jahr wieder auf 7 Prozent an. Dies war zwar leicht unter dem Durchschnitt der vorangegangenen sieben Jahre (8 Prozent), übertraf jedoch deutlich die letztjährige Gesamtrendite von Schweizer-Franken-Obligationen (2 Prozent) und insbesondere diejenige des Swiss Performance Index (-1 Prozent).

dität, eine bessere Diversifikation oder das Rückgaberecht zum Nettoinventarwert. Diese portfolio- und strukturbedingten tieferen Risiken erklären somit einen Teil des Aufpreises.

Zweitens wird das Nettofondsvermögen nach Abzug der geschätzten Steuern (vor allem Grundstückgewinnsteuern), die bei einer Liquidation der Portfolios anfallen, ausgewiesen. Tatsächlich werden pro Jahr aber nur sehr wenige Immobilien veräussert und das Nettofondsvermögen folglich zu tief rapportiert. Mit den steigenden Bewertungen der letzten Jahre sind diese latenten Steuern angewachsen. So zeigt ein gewichteter Durchschnitt der grössten

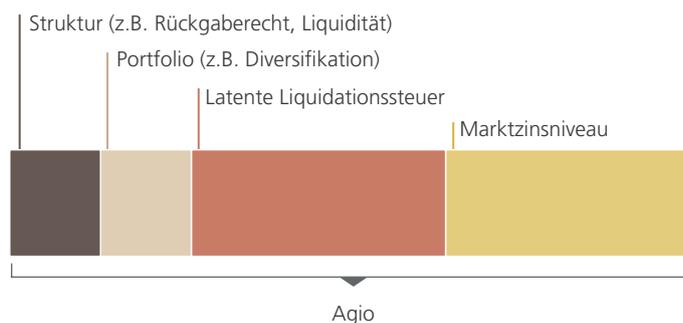
Erhöhte Agios spiegeln den Transaktionsmarkt wider

Die Agios (Aufpreise der Börsenkurse gegenüber den Nettoinventarwerten) lagen Ende 2016 mit einem marktgewichteten Durchschnitt von 26 Prozent klar über dem langfristigen Mittel von rund 18 Prozent. Damit ist der Sektor teuer bewertet. Investoren sind jedoch aus mehreren Gründen bereit, einen erhöhten Aufpreis zu bezahlen.

Erstens werden die Nettoinventarwerte als einfache Summe der einzelnen Liegenschaftswerte abzüglich Schulden gebildet. Börsennotierte Immobilienfonds bieten aber Vorteile gegenüber einzelnen Direktanlagen, wie eine höhere Liqui-

Agios abhängig von der Zinsentwicklung

Komponenten des Agios bei börsennotierten Schweizer Immobilienfonds



Quelle: UBS



Suurstoffi Rotkreuz (Risch)

«Investoren sollten die Zusammensetzung der Agios genau unter die Lupe nehmen.»

Fonds, dass der durch die latente Liquidationssteuer erklärte Teil des Agios zwischen 2010 und 2016 um rund 2 Prozentpunkte angestiegen ist. Im Durchschnitt aller Fonds liegt dieser Anteil heute leicht unter 10 Prozentpunkten.

Drittens reagieren Börsenkurse schneller auf die Entwicklungen an den Transaktionsmärkten als die Buchwerte. Zwar wurde der Diskontierungssatz bei der Bewertung der Fonds kontinuierlich gesenkt und dürfte 2016 im Durchschnitt auf 4,0 Prozent gefallen sein. Vergleichbare Portfolios werden aber aktuell am Transaktionsmarkt mit tieferen Sätzen gepreist. Wir schätzen, dass sich das Agio durch einen um 0,1 Prozentpunkte tieferen Diskontierungssatz im Mittel um 3 Prozentpunkte reduziert.

Unter Berücksichtigung dieser Komponenten scheint keine deutliche Überbewertung der börsen-notierten Immobilienfonds gegenüber Direktanlagen zu bestehen. Folglich spiegeln die erhöhten Aufschläge im Durchschnitt die Verhältnisse auf dem Transaktionsmarkt wider. Da

unter den Immobilienfonds jedoch deutliche Bewertungsunterschiede bestehen, sollten Investoren die Zusammensetzung der Agios genau unter die Lupe nehmen. Bei Immobilienfonds, bei denen ein relativ hohes Agio nicht auf eine hohe Liquidationssteuer zurückgeführt werden kann und/oder ein (zu) tiefer Diskontsatz angewandt wird, empfehlen wir, keine neuen Positionen aufzubauen beziehungsweise bestehende Positionen zu reduzieren.

Nachhaltige Zukäufe werden schwieriger

Als Antwort auf die hohe Nachfrage nach Immobilieninvestitionen gaben diverse börsen-notierte Immobilienfonds im vergangenen Jahr zusätzliche Anteile aus. Durch Kapitalerhöhungen flossen über 1,5 Milliarden Schweizer Franken oder mehr als 4 Prozent der bisherigen Marktkapitalisierung in den Sektor. Allerdings wird es aufgrund der sehr hohen Transaktionspreise immer schwieriger, neue Investitionen zu tätigen, die nachhaltig zur Rendite beitragen. Der Zukauf weiterer Liegenschaften dürfte daher tendenziell die bisherigen Renditen verwässern.

Auch das fundamentale Umfeld bleibt anspruchsvoll. Im Jahr 2015 waren die Leerstände merklich angestiegen und die durchschnittliche Mietausfallquote betrug 4,5 Prozent. Im vergangenen Jahr erhöhte sich die Mietausfallquote nur leicht auf 4,6 Prozent, was jedoch oft zusätzliche Vermarktungsmassnahmen oder Mietpreisnachlässe erforderte. Die steigende Zahl leerstehender Wohn- und Geschäftsflächen wird auch dieses Jahr auf die Angebotspreise drücken. Zusätzlich limitiert eine voraussichtliche Senkung des Referenzzinssatzes im Juni 2017 das Ertragssteigerungspotenzial.

Deutlich günstigere Finanzierung nur über kürzere Laufzeiten

Mangels Alternativen verbleiben tiefere Finanzierungskosten als potenzieller Renditetreiber. Über die letzten Jahre fiel die durchschnittliche Verzinsung kontinuierlich und betrug bei den sechs grössten Fonds per letztem Geschäftsbericht 1,4 Prozent. Unter diesen Fonds bestehen allerdings grosse Unterschiede. Die Spanne reicht von 1,6 Prozent bei einer Finanzierungslaufzeit von knapp fünf Jahren bis 0,75 Prozent bei der kürzesten Bindung von unter zwei Jahren. Da die Refinanzierung meist rollend erfolgt, dürften die Kosten weiter leicht sinken. Deutlich tiefere Finanzierungskosten in den nächsten zwölf Monaten sind jedoch meist nur über kürzere Laufzeiten möglich.

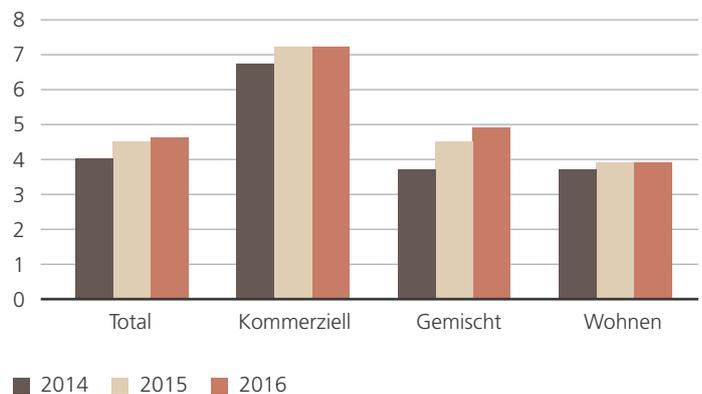
Tiefzinsen haben aber auch Nachteile. Einige Fonds zahlten in den letzten zwei Jahren Negativzinsen auf ihre Bankguthaben. Dies veranlasste die Fonds dazu, sich untereinander Geld zu leihen, teils gar zum Nulltarif. So entstand eine Win-win-Situation: Fonds mit überschüssigem Cash zahlen keine Negativzinsen, während solche mit Finanzierungsbedarf sich günstig finanzieren.

Attraktive Ausschüttung könnte sinken

Über die nächsten zwölf Monate dürften die Zinsen auf tiefem Niveau verharren, aber leicht höher tendieren. Dies wird die Nachfrage nach Immobilienfonds stützen. Doch ohne noch tiefere Zinsen werden Impulse für Kursavancen ausbleiben. Dadurch wird die Ausschüttung noch wichtiger. Mit 2,7 Prozent erscheint die Ausschüttungsrendite im Vergleich zur Nullverzinsung bei langfristigen Staatsanleihen nach wie vor attraktiv. Im aktuellen Umfeld mit deutlich beschränkten Möglichkeiten für nachhaltige Immobilieninvestitionen, erhöhten Leerständen und sinkenden Angebotsmieten sowie nur noch gering tieferen Finanzierungskosten muss aber zunehmend auch mit Kürzungen bei den Ausschüttungen gerechnet werden.

Anstieg der Leerstände wurde gebremst

Mietzinsausfallquoten der Immobilienfonds nach Nutzung, in Prozent



Quellen: Jahres- und Halbjahresberichte diverser Schweizer börsennotierter Immobilienfonds, UBS, per 30. Dezember 2016

Mehr Kundennähe und neue Geschäftsfelder

Stefan R. Meyer

Schweizer Immobilienunternehmen haben 2016 trotz zunehmend anspruchsvollem Umfeld den Gesamtaktienmarkt übertroffen. Die Firmen fokussierten auf eine Senkung der Leerstände und eine Verbreiterung der Wertschöpfungskette. Kursgewinne werden rarer, sodass die Dividendensicherheit in den Vordergrund rückt.

Die Kursentwicklung der Schweizer Immobilienaktien war im vergangenen Jahr erneut sehr ansprechend. So warfen die Immobiliengesellschaften durchschnittlich eine Gesamtrendite (Kursgewinne plus Dividendenzahlung) von fast 12 Prozent ab. Vor allem im ersten Halbjahr entwickelten sich Immobilienaktien erstaunlich stark. Danach setzte eine leichte Konsolidierungsphase ein, insbesondere ausgelöst durch Zinsanstiegserwartungen. Zu den Börsengewinnern zählte letztes Jahr der Flughafen Zürich (+30 Prozent), der unter anderem mit einem robusten Passagierwachstum im Flughafenbetrieb punkten konnte. Neu im Börsentableau ist die Investis Real Estate Group, die seit dem 30. Juni 2016 den Schweizer Immobilienaktien-sektor ergänzt. Der 1994 gegründete Börseneuling ist der grösste börsennotierte Eigentümer von Wohnliegenschaften in der Westschweiz sowie landesweit eines der führenden Unternehmen bei der Liegenschaftsverwaltung und bei Hauswartdienstleistungen.

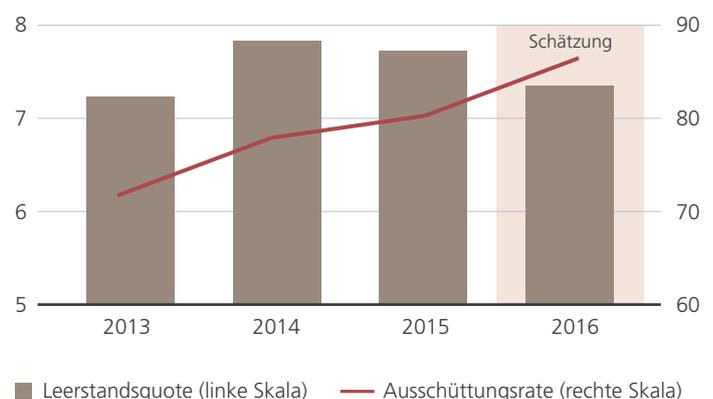
Die Unternehmensergebnisse 2016 liegen bei Redaktionsschluss noch nicht vor. Wir erwarten robuste Zahlen, obwohl sich das Marktumfeld anspruchsvoll gestaltet. So beruhigte sich einerseits das Interesse für Mietflächen. Andererseits kam – hervorgerufen durch einen Nachfrageüberhang aus früheren Jahren – ein Neuangebot auf den Markt, das nicht vollständig absorbiert wurde. Dies dürfte die Erträge auch im laufenden Jahr belasten.

Wertsteigerungen werden aufwendiger

In den vergangenen Jahren konnten sich die Immobilienunternehmen stets auf signifikante Gewinnbeiträge aus Neubewertungen verlassen. Das beinhaltet Aufwertungen aufgrund von steigenden Immobilienmarktpreisen. Dieser Teil fällt nun zunehmend weg und kann in Einzelfällen sogar negativ zu Buche schlagen. Auch haben sich Immobilienfirmen aufgrund der Marktsituation weitgehend von Neubauprojekten verabschiedet.

Leerstandsquote sinkt, Ausschüttungsrate steigt

Durchschnittswerte der Immobilienaktiengesellschaften, in Prozent



Quellen: Unternehmen, UBS

Wertvermehrend bleiben dagegen Investitionen in Umbau, Renovationen und Verdichtung, was die Vermietbarkeit steigert. Dafür muss aber Managementkapazität eingesetzt und Geld in die Hand genommen werden, während sich eine reine Marktpreissteigerung in der Ertragsrechnung positiv auswirkt, ohne Aufwand zu verursachen. Wertsteigerungen werden somit aufwendiger und rarer.

In den Jahren 2005 bis 2015 konnten die von uns analysierten Immobilienaktiengesellschaften durchschnittlich 27 Prozent ihrer Nettogewinne aus Neubewertungen erzielen; PSP Swiss Property verzeichnete mit 41 Prozent den höchsten Anteil. Auch HIAG Immobilien und Zug Estates lagen seit ihrer Börsennotierung über dem Durchschnitt. Im vergangenen Jahr dürfte sich der Anteil der Nettogewinne aus Neubewertungen über den gesamten Sektor gesehen allerdings halbiert haben.

Fokus auf Kundennähe und neue Einnahmequellen

Aufgrund ihrer spezifischen Ausrichtung auf meist bereits begonnene Entwicklungsprojekte wird der Neubewertungsbeitrag bei HIAG Immobilien und Zug Estates relativ hoch bleiben. Zwar weisen auch Allreal, Flughafen Zürich, Mobimo, PSP Swiss Property und Swiss Prime Site (SPS) für die kommenden Jahre teilweise umfangreiche und erfolgversprechende Entwicklungsprojekte auf. Doch sie dürften in den nächsten zwei bis drei Jahren vorwiegend auf Gewinne aus Miet- und Dienstleistungseinnahmen angewiesen sein.

Die Immobilienunternehmen sehen sich im aktuellen Umfeld gezwungen, neue Geschäftsfelder zu erschliessen. Erfolgversprechend sind mehr Kundennähe sowie neue Einnahmequellen. Eine Verbreiterung der Wertschöpfungskette kann durch neue immobilienbasierte oder auch durch ergänzende Angebote erreicht werden. SPS hat sein Geschäftsfeld um Seniorenwohnimmobilien und -dienstleistungen sowie das Management von Immobilienanlagen für Pensionskassen erweitert. HIAG baut seinerseits eine IT-Infrastruktur mit Datenzentren, einem Datennetz und Cloud-Dienstleistungen auf und lancierte ein Businesspark-Projekt mit einem flexiblen «Pay-as-you-use»-Geschäftsmodell (Coworking-Flächen, siehe Beitrag Seite 36).

Ein besseres Kundenverständnis erlaubt einen effizienteren Liegenschaftsunterhalt und erhöht die Kundenbindung. Denn Unterhaltsinvestitionen können so gezielter auf die Kundenbedürfnisse abgestimmt werden, was die Zufriedenheit steigert. Dazu bauen beispielsweise Allreal, Mobimo und Investis ihre eigenen Immobilienverwaltungen aus. Während die Verwaltung vor ein paar Jahren oft noch komplett ausgelagert war, wird sie seither zunehmend integriert und so der direkte Kundenkontakt gepflegt.

Nachhaltigkeit vor Wachstum

Zu einer proaktiven Immobilienbewirtschaftung gehören die Immobilien- und die Mieterpflege, die sich letztlich in den Mieteinnahmen

Fremdkapitalkosten sinken nur noch vereinzelt

Die durchschnittlichen Fremdkapitalkosten der Immobilienfirmen waren von 2007 bis 2014 kontinuierlich gefallen. Doch 2015 stagnierten sie bei 2 Prozent. Dafür verlängerte sich die durchschnittliche Restlaufzeit ganz leicht auf fünfeinviertel Jahre. Die tiefsten Fremdkapitalkosten wiesen HIAG (1 Prozent) gefolgt von PSP Swiss Property (1,53 Prozent) aus. Die längsten Restlaufzeiten hatte Zug Estates (9,2 Jahre) gefolgt von Mobimo (7,7 Jahre), während die Tiefzinshalter HIAG (2,1 Jahre) und PSP (3,4 Jahre) erwartungsgemäss auch die kürzesten Restlaufzeiten auswiesen.

Nur die zwei grössten reinen Immobilienunternehmen PSP und SPS vermochten 2015 und 2016 ihre Fremdkapitalkosten weiter zu verringern. SPS gab zu diesem Zweck im April 2016 eine neunjährige Frankenleihe zu 0,5 Prozent aus, vier Monate später doppelte PSP mit einer siebenjährigen zu 0 Prozent nach. Insgesamt sinkt aber das Potenzial für tiefere Fremdkapitalkosten.

Im aktuell schwierigeren Marktumfeld stehen nunmehr das Abstimmen der Finanzierungslaufzeiten auf die Vertragslaufzeiten in den Mieterportfolios sowie eine hohe Bilanzqualität im Vordergrund. Dabei gilt im Allgemeinen eine Eigenkapitalquote von mindestens 40 Prozent als solide. Allreal, HIAG, Flughafen Zürich, Investis, PSP und Zug Estates weisen hier sogar Quoten von 50 Prozent und mehr aus.

und Leerständen zeigt. Ermutigend ist deshalb, dass die durchschnittlichen Leerstandsflächen der von uns analysierten Immobilienunternehmen 2015 leicht tiefer lagen als im Jahr zuvor. Per Ende 2016 dürfte die Leerstandsquote weiter gesunken sein und der Rückgang sich sogar noch etwas beschleunigt haben. Die deutlichsten Verbesserungen dürften Allreal, SPS und Zug Estates erzielt haben. Eine leichte Verschlechterung der Auslastung dürften hingegen Intershop und PSP rapportieren. Die mit rund 1,5 Prozent klar tiefsten Leerstände wird weiterhin der Flughafen Zürich ausweisen.

Wenn Wachstum schwieriger wird, werden die Dividendenrendite und die Dividendennachhaltigkeit für die Anleger wichtiger. Während ein hoher Ausschüttungsgrad eine anlegerfreundliche Haltung zeigt, kann die Ausschüttungsstabilität gefährdet sein, falls die Gewinne unter Druck geraten. Aus Gründen der Nachhaltigkeit

weisen Unternehmen mit einem volatilieren Gewinnanteil meist einen tieferen Ausschüttungsgrad auf. Je stabiler jedoch die Mieteinnahmen und somit die Gewinne, umso höher sind entsprechend die Ausschüttungsgrade. Die höchsten Ausschüttungsgrade haben HIAG und SPS. Das erwartete Dividendenwachstum für die nächsten drei Jahre liegt nun für die meisten Unternehmen bei null oder knapp darüber. Nur noch die Wachstumsgesellschaften HIAG und Zug Estates könnten ein paar Prozent Dividendenwachstum zeigen.

Aufgrund der aktuellen Aktienbewertungen und Wachstumsaussichten ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass sich Immobilienaktien im laufenden Jahr schlechter als der Schweizer Gesamtaktienmarkt entwickeln.

Kennzahlen der grössten börsennotierten Schweizer Immobilienaktien

Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent.

	SPS	Flughafen Zürich	PSP	Allreal	Mobimo	Inter-shop	Zug Estates	HIAG	Investis
Marktkapitalisierung¹	5618	5198	3913	2266	1476	984	847	830	715
Leerstandsquote									
2014	6,6	1,6	10,0	7,9	5,4	11,0	4,4	15,8	–
2015	6,7	1,5	8,5	7,5	4,7	11,5	5,4	16,0	3,3
2016 ²	6,0–6,1	1,5 ³	9,5	<5,5	4,9 ³	>12	<4,0	15,9 ³	3,2 ³
Dividendenwachstum									
2010–2015	1,1	34,7	3,3	0,9	2,1	0,0	–	–	–
2015–2018 ⁴	0,0	1,6	0,8	0,5	0,4	0,0	5,4	5,4	–
Ausschüttungsquote⁵									
Dividendenpolitik ²	~80	variable Div. + vorerst Zusatzdiv.	>70	~80	≥ CHF 10	CHF 20 seit 2007	≤40	4 ⁶	CHF 30 Mio.
2015	88	34	94	83	79	74	42	100	–
2016 ⁴	105	41	86	83	80	79	45	100	–
Durchschnitt 2010–2015	95	43	88	76	97	77	40 ⁷	109 ⁸	–
Dividendenrendite									
2016 ⁴	4,6	3,6	3,9	4,0	4,2	4,0	1,3	3,5	4,2
2017 ⁴	4,6	3,7	3,9	4,0	4,2	4,0	1,4	3,7	4,2
Eigenkapitalquote³	45	54	56	50	43	42	61	55	50

¹ in Mio. CHF ² laut Firmenangaben ³ per 1. Halbjahr 2016 ⁴ Konsenserwartungen ⁵ Dividende/Nettogewinn exklusive nicht Cash-wirksamer Neubewertungsveränderungen ⁶ des Nettoinventarwerts ⁷ 2012–2015 ⁸ 2014–2015

Diese Tabelle ist eine Referenzliste und stellt keine Empfehlungsliste dar.

Quellen: Unternehmen, UBS, per 15. November 2016

Jahre der Überrendite gehen zu Ende

Elias Hafner und Stefan R. Meyer

Risiko

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Renditeunterschiede zwischen Immobilienaktien und Immobilienfonds sind wesentlich auf den finanziellen Hebel zurückzuführen. Immobilienaktien sind leicht höher bewertet als Immobilienfonds. Der Gesamtaktienmarkt dürfte dieses Jahr beide übertreffen.

Immobilienaktien haben im vergangenen Jahr 13 Prozent besser rentiert als der Swiss Performance Index (SPI). Auch Schweizer Immobilienfonds schlugen den SPI um 8 Prozent. Das ist die Fortsetzung einer lang anhaltenden, durch sinkende Zinsen getriebenen Überrendite: Seit 2002 warfen Immobiliengesellschaften eine jährliche Gesamtrendite von über 8 Prozent ab. Auch Immobilienfonds lagen mit gut 6 Prozent und wesentlich kleineren Kursschwankungen über der Rendite des SPI von 5 Prozent.

50-prozentigen Belehnung – wie dies bei den Immobiliengesellschaften in etwa der Fall ist – wäre bei gleicher Immobilienrendite eine Gesamtrendite von rund 8 Prozent erzielt worden, was fast der Gesamtrendite bei Immobilienaktien entspricht. Die grössere Hebelwirkung erhöht somit die Eigenkapitalrendite in einem Marktumfeld rückläufiger Zinsen und steigender Immobilienpreise. Bei fallenden Werten im

Rendite bei Immobilienaktien stärker gehebelt

Die deutlich höhere Rendite der Immobilienaktien gegenüber den -fonds ist hauptsächlich auf unterschiedliche Charakteristika der beiden Anlageformen zurückzuführen.

Geschäftsmodell

Immobiliengesellschaften sind meist nicht nur reine Investoren, sondern auch in verwandten Geschäftsfeldern wie der Liegenschaftsverwaltung und -entwicklung tätig. Auch halten sie hauptsächlich Geschäftsflächen, während Immobilienfonds überwiegend in Wohnrenditeliegenschaften investieren.

Finanzierung

Die in den letzten 15 Jahren erzielte Gesamtrendite bei Immobilienfonds impliziert bei einer durchschnittlichen Fremdfinanzierung von 20 Prozent eine Rendite der unterliegenden Immobilien von jährlich gut 5 Prozent. Mit einer

Immobilienaktien relativ höher bewertet

Prämien und Agios ausgewählter Immobilienaktien¹ und Immobilienfonds², rollender 30-Tage-Durchschnitt in Prozent



¹ Marktkapitalisierungsgewichtete Prämien basierend auf historischen Kurs-Buchwert-Verhältnissen folgender Aktien: SPS, PSP, Allreal, Mobimo, Intershop, Warteck

² Marktkapitalisierungsgewichtete Agios basierend auf historischen NAV folgender Fonds: SIMA, SIAT, INT, SREA, SIC, SRI, FONC, SOL61

Quellen: Bloomberg, UBS, per 30. Dezember 2016

unterliegenden Immobilienportfolio führt ein grösserer Hebel hingegen zu einer stärker sinkenden Eigenkapitalrendite.

Rendite-Risiko-Profil

Das gegenüber Wohnflächen risikoreichere Investment in konjunktursensible Geschäftsflächen und die stärkere Fremdfinanzierung bei Immobilienaktien resultieren in einem höheren Rendite-Risiko-Profil. Die Kurse der Immobilienaktien sind insgesamt volatiler und stärker mit dem Gesamtaktienmarkt korreliert als jene der Immobilienfonds. Letztere hängen aber direkter von der Zinsentwicklung ab und korrelieren deshalb stärker mit Anleihen.

Immobilienfonds gegenüber Immobilienaktien leicht bevorzugt

Die gute Performance börsennotierter Immobilienwerte ging nicht spurlos an den Bewertungen vorbei. Gängige Bewertungsmasse wie Prämien und Agios (Börsenaufschläge gegenüber den Nettoinventarwerten) sowie die Dividenden- und Ausschüttungsrendite geben Aufschluss über die relative Attraktivität.

Agios und Prämien

Die durchschnittlichen Prämien bei Immobilienaktien lagen per Ende 2016 mit knapp 21 Prozent klar über dem langjährigen Durchschnitt seit 2004. Überstiegen die Prämien jeweils die Marke von 20, so hielten die Bewertungen meist nicht lange stand. Mit einem Durchschnitt von 26 Prozent standen die Agios bei Immobilienfonds Ende 2016 ebenfalls über dem Mittelwert dieser Periode, aber sichtlich unter der in diesem Zeitraum kritischen Obergrenze von gut 30 Prozent (siehe Beitrag Seite 42). Gemessen an den historischen Aufschlägen sind Immobilienaktien daher relativ höher bewertet als Immobilienfonds.

Ausschüttungs- und Dividendenrendite

Die Ausschüttungsrendite bei Immobilienfonds ist mit durchschnittlichen 2,7 Prozent im aktuellen Tiefzinsumfeld attraktiv. Immobilienaktien werfen mit 3,9 Prozent aber eine höhere Dividendenrendite ab. Um dieses Niveau zu halten, erhöhten die Immobiliengesellschaften über die letzten Jahre allerdings die Ausschüttungsquoten merklich.

Wir haben aktuell eine leichte Präferenz für Immobilienfonds gegenüber Immobilienaktien. Zwar bieten Immobilienaktien eine höhere Aus-

schüttungsrendite und die Firmen haben den Anteil am Ertrag, der nicht direkt von der Entwicklung der Immobilienwerte abhängt, ausgebaut (siehe Beitrag Seite 45). Doch die Bewertungen der Immobilienaktien scheinen stärker ausgereizt zu sein, sodass sie ein höheres Korrekturpotenzial enthalten. Auch bleibt der Geschäftsflächenmarkt herausfordernder als der Wohnrenditemarkt. Und schliesslich würden aufgrund eines höheren finanziellen Hebels sinkende Immobilienpreise die Gesamtrendite deutlich stärker belasten. Zwar erwarten wir bis Ende 2017 keinen merklichen Anstieg der Renditen langfristiger Eidgenossen, aber diese dürften 2016 die Talsohle durchschritten haben. Somit besteht die latente Gefahr höherer Zinsen und damit sinkender Immobilienpreise.

SPI dürfte börsennotierte Immobilien übertreffen

Nach drei aufeinanderfolgenden Jahren mit tieferen Gesamtrenditen erwarten wir für 2017 eine Mehrrendite des Gesamtaktienmarkts gegenüber Immobilienaktien und -fonds. Auch über die nächsten Jahre ziehen wir in einem Umfeld von graduell steigenden Zinsen den Gesamtaktienmarkt gegenüber Immobilienaktien und -fonds vor. Jedoch bleiben insbesondere Immobilienfonds aufgrund guter Diversifikationseigenschaften ein wichtiger Bestandteil eines ausgewogenen Portfolios.

Immobilieninvestoren profitieren von Unternehmenssteuerreform III

Nach Abschaffung der Steuerprivilegien für ausländische Erträge werden viele Kantone ihre ordentlichen Gewinnsteuersätze senken. Einerseits reduzieren sich dadurch tendenziell die Grundstückgewinnsteuern. Bei den börsennotierten Immobilienanlagen dürfte sich dies schon frühzeitig in tieferen latenten Steuern widerspiegeln. Andererseits werden die Jahresgewinne künftig steuerlich tiefer belastet. Je nach geografischem Fokus werden die einzelnen Immobiliertitel ungleich betroffen sein, da sich die Steuersatzsenkungen kantonal relativ stark unterscheiden werden – von keiner Senkung in Luzern bis zu über 10 Prozent in Genf. Im Durchschnitt dürfte aber ein höherer Teil des Vorsteuerertrags beim Anleger ankommen, was die Kurse nachhaltig steigern dürfte.

Auf dem Zenit

Thomas Veraguth und Sandra Wiedmer

Risiko

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Tiefe Zinsen und gute Fundamentaldaten haben den Immobiliengesellschaften zu soliden Bilanzen verholfen. Aufgrund des fortgeschrittenen Immobilien- und Zinszyklus dürften die Preise für Immobilienanleihen ihren Höhepunkt erreicht haben. Ein Abbau hoher Allokationen sowie tiefere Durationen und höhere Bonitäten sind nun angebracht.

Börsennotierte Immobiliengesellschaften halten weltweit schätzungsweise Bankkredite von 230 Milliarden US-Dollar und Obligationen von 250 Milliarden US-Dollar in ihren Bilanzen. Bankkredite sind meist mit Immobilien gesichert, private oder öffentliche Obligationen hingegen sind in der Regel ungesichert. 90 Prozent der ausstehenden Obligationen sind in den wichtigsten fünf Märkten (USA, Kontinentaleuropa, Hongkong, Australien und Japan) emittiert, die Hälfte davon allein in den USA. Aufgrund des tiefen Zinsniveaus und reichlicher Marktliquidität stieg der Anteil von Obligationen am Fremdkapital in den letzten Jahren.

Art der Kredite, Renditen und Spreads sehr unterschiedlich

Das Verhältnis zwischen Obligationen und Bankkrediten variiert von Markt zu Markt. In Japan und Kontinentaleuropa greifen Immobiliengesellschaften viel häufiger auf Bankkredite zurück, da diese relativ günstig sind verglichen mit Obligationen. In den USA hingegen erfolgt die Finanzierung zu zwei Dritteln via Obligationen.

Für Anleger bieten Obligationen von Immobiliengesellschaften im Umfeld der weltweiten Geldschwemme eine Mehrrendite gegenüber Staatsanleihen gleicher Laufzeit. Dieser Spread betrug Ende 2016 bei fünfjährigen Anleihen im globalen Durchschnitt rund 1 Prozentpunkt. Je nach Markt bestehen aber deutliche Unterschiede bei der Mehrrendite: Märkte mit tiefen Zinsniveaus

bieten tendenziell auch tiefere Spreads. So warfen die Immobilienobligationen in Japan und Kontinentaleuropa bei einem Spread von rund 0,5 Prozentpunkten zu Staatsanleihen im Mittel weniger als 0,5 Prozent ab. In den Vereinigten Staaten rentierten Immobilienanleihen mit knapp 3,0 Prozent und handelten zu einem Spread von rund 1 Prozentpunkt.

Richtig investieren in Immobilienanleihen

Investoren sollten zuerst ihre Referenzwährung bestimmen, da währungsinduzierte Renditeaufschläge massgebend zur Performance von Obligationeninvestitionen beitragen. Zudem sind das Emittentenrating und die Marktliquidität zu beachten. Erst danach sind Laufzeiten, aktuelle Bewertungen und Renditespreads (Differenz zwischen der Rendite von Obligationen von Immobiliengesellschaften und jener von Staatsanleihen gleicher Laufzeit) zu berücksichtigen. In der kurzen Frist korreliert die Gesamrendite von Anleihen in Immobiliengesellschaften stark mit der Rendite des Obligationenmarkts. Mittelfristig bestimmen jedoch die unternehmensspezifische Bonität und langfristig die Fundamentalwerte des Immobilienmarkts die Anleihenpreise.



Palais des Nations Genf

«Märkte mit tiefen Zinsniveaus bieten tendenziell auch tiefere Spreads.»

Kennzahlen vermitteln solides Bild

Anleger, die in Obligationen von Immobiliengesellschaften investieren, sollten insbesondere drei wichtige Kennzahlen beachten.

Verschuldungsgrad

Je tiefer der Verschuldungsgrad (Bruttoschulden zu Bilanzsumme), desto höher die Qualität der emittierten Obligationen. Der Verschuldungsgrad wird von der Entwicklung des Immobilienmarkts beeinflusst; steigende Immobilienwerte senken den Verschuldungsgrad und umgekehrt. Global veränderte sich der Verschuldungsgrad über die letzten zehn Jahre kaum und betrug Ende 2016 trotz gestiegener Immobilienwerte 36 Prozent. In Grossbritannien und in den USA konnte die Verschuldung zwar deutlich verringert werden, doch Letztere führen mit 46 Prozent nach wie vor die weltweite Rangliste an. In Japan sowie in Kontinentaleuropa stieg der Verschuldungsgrad in den vergangenen zehn Jahren leicht an.

Zinsdeckungsgrad

Der Zinsdeckungsgrad (Bruttoeinnahmen zu Zinsaufwendungen) gibt Aufschluss über die Fähigkeit der Immobiliengesellschaft, ihren Verpflichtungen nachzukommen. Je höher der Zinsdeckungsgrad, desto stärker ist der Schutz im Falle eines Zinsanstiegs. Erwarten Anleger eine Verschlechterung der Mieteinnahmen, so kann angenommen werden, dass der Zinsdeckungsgrad zurückgehen wird. Dies wirkt sich wiederum negativ auf die Bewertung der ausstehenden Obligationen aus. Ausser in Kontinentaleuropa hat sich der Zinsdeckungsgrad in den letzten zehn Jahren überall verbessert. Mit 7 liegt er aber in Kontinentaleuropa deutlich über dem US-amerikanischen und dem britischen Wert von ungefähr 2,5. Noch höher sind die Werte im asiatischen Raum mit Zinsdeckungsgraden über 10.

Verhältnis Nettoschulden zu Bruttogewinn
Je niedriger die Nettoschulden im Verhältnis zum Bruttogewinn sind, desto grösser ist der finanzielle Spielraum eines Unternehmens, seine Schulden abzubauen. Global zeigt sich eine Konvergenz, da das Verhältnis der Nettoschulden zum Bruttogewinn im asiatischen Raum in den letzten zehn Jahren zugenommen hat, während es in westlichen Ländern, insbesondere den USA, zurückgegangen ist. Nach wie vor befinden sich Hongkong und China mit rund 3,5 auf tiefen Niveaus, während Grossbritannien, Kontinentaleuropa und die Schweiz im globalen Vergleich mit einem Verhältnis von 9 relativ hohe Werte aufweisen.

Immobilienzyklus beachten

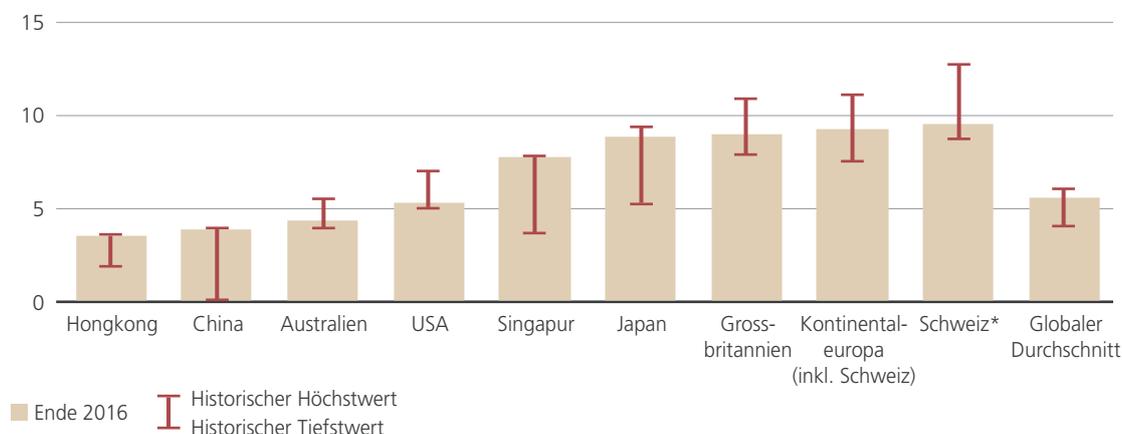
Insgesamt scheinen die Bilanzen der Immobiliengesellschaften aufgrund dieser Kennzahlen robust zu sein. Der Verschuldungsgrad sowie die Nettoschulden im Verhältnis zum Bruttogewinn waren während der letzten Jahre stabil und die Firmen konnten in diesem Zeitraum ihre Zinsdeckungsgrade verbessern. Ebenfalls scheinen Emittenten aus der letzten Finanzkrise gelernt zu haben. Sie haben ihre Refinanzierungspläne durch eine bessere zeitliche Verteilung der Fälligkeitsfristen optimiert, die durchschnittliche Schuldenfristigkeit verlängert und Auslands-

engagements weitgehend zurückgefahren. Allerdings sind die robusten Bilanzen auch den guten Fundamentalwerten des Immobilienmarkts, wie dem hohen Miet- und Belegungsniveau, den gestiegenen Kapitalwerten und den tiefen Zinsen, zu verdanken. Doch der aktuelle Immobilien- und Zinszyklus ist weit fortgeschritten. Dies bedeutet, dass sich die Bedingungen für Obligationenanlagen von Immobiliengesellschaften kaum noch verbessern können. Die Verschuldungs- und Zinsdeckungsgrade dürften sich daher eher verschlechtern, was die Spreads zu den Staatsanleihen tendenziell ansteigen lässt. Auch haben die in den letzten Jahren insgesamt gestiegenen Laufzeiten die Zins sensitivität der Anleihen von Immobiliengesellschaften erhöht.

In der Folge dürften die Obligationenpreise von Immobiliengesellschaften ihren Zenit bereits erreicht haben und die Renditen kaum noch weiter sinken. Im momentanen Umfeld raten wir deshalb, hohe Allokationen sukzessive abzubauen. Aufgrund der potenziell höheren Zinsvolatilität empfehlen wir zudem, die Duration (durchschnittliche Kapitalbindungsdauer) zu reduzieren und aufgrund des fortgeschrittenen Immobilienzyklus tiefe Bonitäten zu meiden.

USA mit verbessertem finanziellen Spielraum

Verhältnis von Nettoschulden zu Bruttogewinn (EBITDA) sowie historische Höchst- und Tiefstwerte (seit 2006)



* ab 2008, marktkapitalisierungsgewichteter Durchschnitt der Werte für SPS, PSP, Allreal

Quelle: UBS

Blasenrisiko steigt rund um den Globus

Matthias Holzhey und Maciej Skoczek

Ausländische Kapitalflüsse und makroökonomisch nicht gerechtfertigt tiefe Finanzierungskosten haben das Immobilienblasenrisiko in manchen Finanzzentren deutlich ansteigen lassen. In Vancouver und London ist das Risiko einer Immobilienblase am stärksten ausgeprägt.

Vancouver steht an der Spitze des *UBS Global Real Estate Bubble Index 2016*. Das Risiko einer Immobilienblase scheint ebenfalls hoch in London, Stockholm, Sydney, München und Hongkong. Als deutlich überbewertet betrachten wir San Francisco und Amsterdam, gefolgt von Zürich, Paris, Genf, Tokio und Frankfurt. Nach einem Preisrückgang gilt Singapur hingegen als fair bewertet, zusätzlich zu Boston, New York und Mailand. Chicago ist gemäss dem Immobilienblasenindex weiterhin unterbewertet.

Geldpolitik und internationale Kapitalflüsse als Preistreiber

In den Städten mit Blasenrisiko verteuerten sich die Preise seit 2011 im Durchschnitt um 50 Prozent. In den übrigen analysierten Weltstädten legten die Preise gerade einmal um 13 Prozent zu. In beiden Gruppen stiegen jedoch die Mieten mit 18 Prozent und die Haushaltseinkommen mit 13 Prozent gleich stark.

Die unterschiedliche Preisentwicklung in den Städten lässt sich allein mit Veränderungen der lokalen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen kaum erklären. Weitere Erklärungsansätze bieten einerseits das für viele Volkswirtschaften zu extreme Tiefzinsumfeld und andererseits die Zunahme internationaler Kapitalflüsse in lokale Wohnungsmärkte.

Zu tiefe Zinsen lassen Wohnungsmärkte überhitzen

Die Finanzierungskosten sind in den letzten Jahren in fast allen analysierten Finanzzentren massiv gesunken, ohne dass dies flächendeckend einen Preisboom ausgelöst hätte.

UBS Global Real Estate Bubble Index

Eine Preisblase ist definiert als substantielle Abweichung eines Preises vom Fundamentalwert der Anlage. Da der Wert von Immobilien nicht exakt bestimmt werden kann, lässt sich auch die Existenz einer Immobilienblase erst nach ihrem Platzen feststellen. Starke Preiserhöhungen ohne realwirtschaftliches Fundament waren in der Vergangenheit aber ein starkes Indiz für eine Fehlbewertung und die Ankündigung einer Preiskorrektur.

Der *UBS Global Real Estate Bubble Index* zeigt für 18 ausgewählte Finanzzentren, wie stark die fundamentale Bewertung der jeweiligen Wohnimmobilienmärkte von der langfristigen Norm abweicht. Über den Zeitpunkt, die Dauer und die Intensität einer möglichen Preiskorrektur können aber keine exakten Aussagen gemacht werden.

Ein länderübergreifender Vergleich zeigt, dass tiefe Zinsen nur gepaart mit einer robusten Wirtschaftsentwicklung zu einem Nachfrageboom auf dem Häusermarkt führen. In Ländern mit unsicherer wirtschaftlicher Perspektive bleibt ein Hauskauf mit grossen Risiken verbunden und die Banken vergeben Kredite nur restriktiv, sodass die niedrigen Zinsen nur wenig Wirkung entfalten können.

Beispielsweise steht die deutsche Volkswirtschaft nahe der Vollbeschäftigung, was bereits in den letzten Jahren die Löhne stark ansteigen liess. Die Taylor-Regel (siehe Abbildung Seite 55) würde für Deutschland deutlich höhere Zinsen vorgeben als den Einheitssatz der Europäischen Zentralbank (EZB). Dieses Ungleichgewicht dürfte in den letzten Jahren insbesondere in den

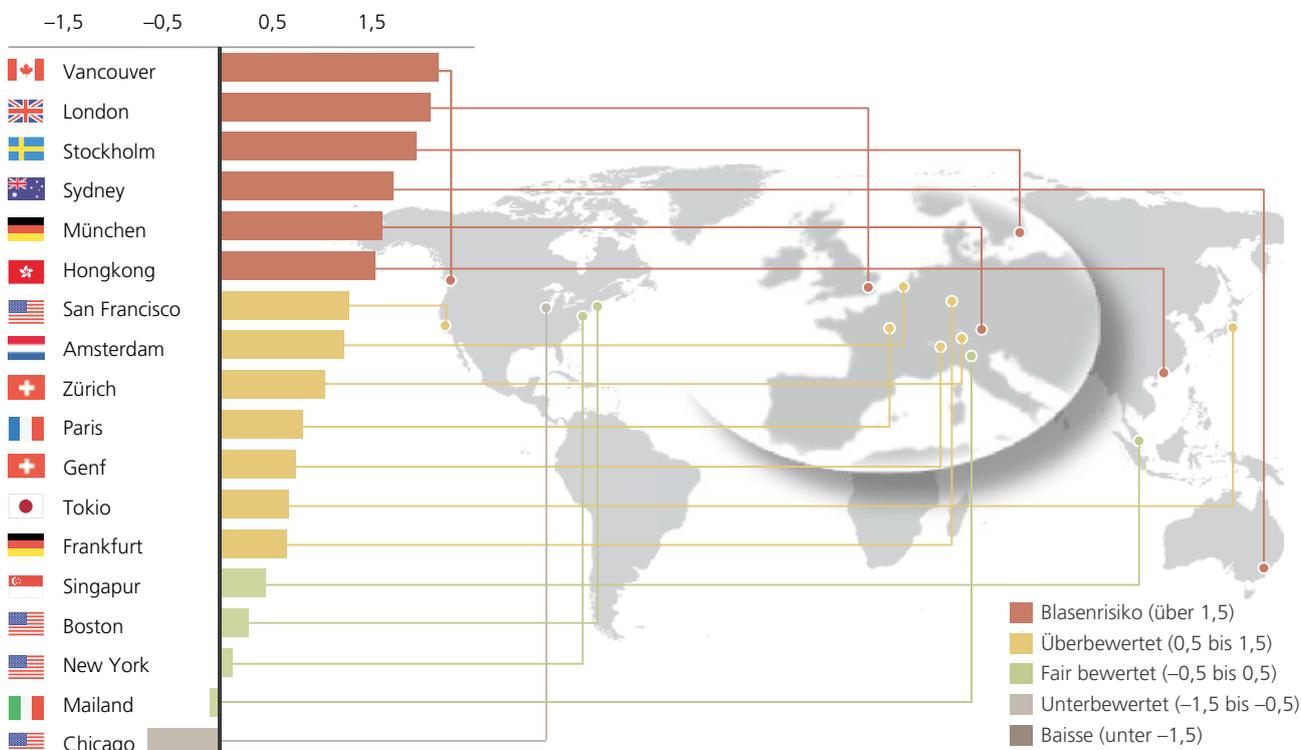
Städten zu einem sprunghaften Anstieg der Eigenheimpreise beigetragen haben. Umgekehrt ist der EZB-Zins für Italien und Frankreich angesichts der hohen Arbeitslosigkeit gemäss Taylor-Regel tendenziell zu hoch; die tiefen Finanzierungskosten haben die Wohnimmobilienmärkte kaum beflügelt. Zu niedrig sind die Zinsen gemäss der Taylor-Regel auch in Schweden, Kanada und Grossbritannien. Zweistellige Preiswachstumsraten in Stockholm in den letzten zwei Jahren reflektieren diese zu lockeren Finanzierungsbedingungen.

Einfluss ausländischer Investoren unklar

Politische und wirtschaftliche Veränderungen in Europa, Russland oder Fernost beeinflussen nachweisbar die Hauspreisentwicklung in Weltstädten. So zeigt eine Studie der Universität

UBS Global Real Estate Bubble Index

Aktuelle Indexstände für Eigenheimmärkte ausgewählter Weltstädte



Der UBS Global Real Estate Bubble Index ist der gewichtete Durchschnitt von fünf standardisierten Sub-Indikatoren. Analysiert werden die Entwicklung des Preis-Einkommen-Verhältnisses, des Preis-Miet-Verhältnisses und des Preisverhältnisses von Stadt zu Land. Zusätzliche Indikatoren sind das Wachstum des Hypothekenvolumens und der Bautätigkeit. Eine detaillierte Beschreibung der Methodik und der zugrunde liegenden Annahmen finden Sie in der Publikation: UBS Global Real Estate Bubble Index vom 27. September 2016.

Quelle: UBS

Oxford, dass beispielsweise steigende volkswirtschaftliche Risiken in Griechenland zu steigenden Hauspreisen in Londoner Quartieren mit einem hohen Anteil griechischstämmiger Einwohner geführt haben.

Sydney und Vancouver gehören zu den Brennpunkten ausländischer Nachfrage nach Wohnimmobilien. In Sydney verdreifachten sich ausländische Investitionen in den letzten drei Jahren und auch Vancouver verzeichnete eine spürbare Zunahme der Nachfrage aus Asien. Der starke Anstieg wurde in beiden Städten durch eine deutliche Währungsabwertung begünstigt. Zwar wurden in Lokalwährung zweistellige Preiswachstumsraten erzielt, gemessen in US-Dollar sowie in den an den US-Dollar gekoppelten asiatischen Währungen stagnierten jedoch die Preise. Trotzdem lässt sich die in den letzten Jahren beobachtete Preisentwicklung sowohl in Sydney als auch in Vancouver nur teilweise durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland erklären.

Anhand verfügbarer Daten lassen sich kaum Rückschlüsse ziehen, ob Ausländer Wohnungen zur Eigennutzung, zur Vermietung oder zum Zweck des Vermögenserhalts erwerben. So ist der Arbeitsmarkt in den Finanzzentren zumeist international durchmischt. Ausländer, die vor Ort leben und arbeiten, tragen zur lokalen Wohnungsnachfrage bei, haben jedoch wenig mit internationalen Kapitalzuflüssen zu tun. Auch können ausländische Investitionen die Preisentwicklung sogar dämpfen, wenn das Kapital in den Bau neuer Wohngebäude fließt.

Abschottungspolitik birgt Gefahr einer Korrektur

Dennoch nahmen in den letzten Jahren in vielen Finanzzentren politische Bestrebungen zu, die Wohnungsmärkte von ausländischer Nachfrage abzuschotten. Hongkong und Singapur haben dabei eine Vorreiterrolle inne und erhöhten bereits 2010 die Steuern für ausländische Käufer. Vancouver, Sydney und London haben mittlerweile nachgezogen.

Der Anteil von durch Ausländer getätigten Transaktionen liegt in Vancouver, San Francisco und London über 20 Prozent. Diese konzentrieren sich auf Innenstädte, Neubauprojekte und generell den Luxusmarkt. Angesichts dieser Größenordnung können Massnahmen zur

Marktabstottung die Wohnungsnachfrage spürbar reduzieren. Einschränkungen werden dabei zumeist auf dem Höhepunkt eines Preiszyklus eingeführt, was eine Korrekturphase auslösen oder zumindest deutlich verstärken kann.

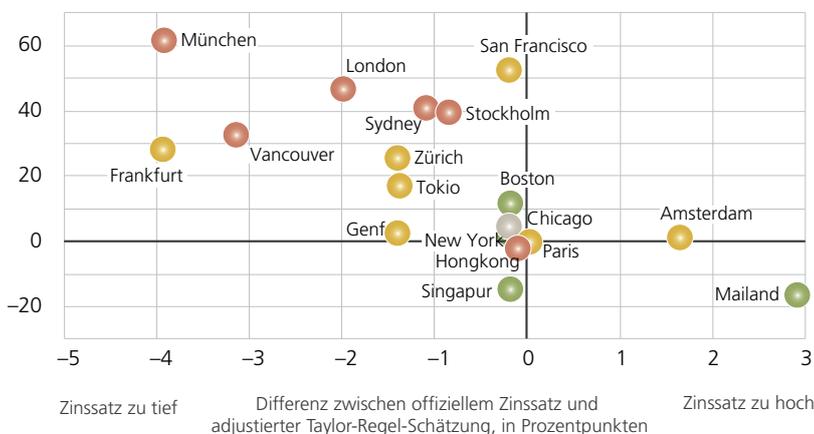
Zunehmendes Wohnungsangebot als zweischneidiges Schwert

Die Verteuerung des Wohnraums führt mit Verzögerung auch zu einer Ausweitung des Angebots in den Städten. So liegt die Bautätigkeit in einem Grossteil der am höchsten bewerteten Städte (Vancouver, Sydney, Hongkong, San Francisco und Stockholm) bereits deutlich über dem jeweiligen Fünfjahresdurchschnitt. Ein höheres Angebot ist jedoch ein zweischneidiges Schwert. Zusätzliche Wohnungen dämpfen weitere Preisanstiege und können somit Übertreibungen vorbeugen. Nimmt jedoch gleichzeitig die Nachfrage signifikant ab, wird das zusätzliche Angebot eine mögliche Preiskorrektur auslösen oder gar verschärfen.

Zu tiefe Zinssätze begünstigen Immobilienblasen

Farben gemäss Risikoklassen des UBS Global Real Estate Bubble Index (siehe Seite 54)

Fünfjahres-Wachstumsrate der Eigenheimpreise, in Prozent



Quellen: verschiedene Quellen*, Bloomberg, UBS

* Detaillierte Quellenangaben siehe Publikation *UBS Global Real Estate Bubble Index* vom 27. September 2016

Die Taylor-Regel ist eine Daumenregel, die beschreibt, wie der Notenbankzins sich an der Höhe der Inflation und an der Lage am Arbeitsmarkt orientieren soll. Innerhalb der Eurozone verunmöglicht beispielsweise die rekordhohe Arbeitslosigkeit im Süden bei gleichzeitiger Knappheit an Fachkräften im Norden die Festlegung einer optimalen (einheitlichen) Zinshöhe.

Finanzanalysen zu spezifischen Instrumenten/Emittenten – Risikohinweise: Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office WM von UBS werden durch Wealth Management und Personal & Corporate Banking oder Wealth Management Americas, Unternehmensbereiche von UBS AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt), eine Tochtergesellschaft oder ein verbundenes Unternehmen («UBS») produziert und veröffentlicht. In bestimmten Ländern wird UBS AG als UBS SA bezeichnet. Diese Publikation dient ausschliesslich Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Manche Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten werden und / oder von allen Investoren erworben werden. Alle in diesem Material enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen und glaubwürdig eingestuftem Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (hiervon ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Preise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die in den Performance-Grafiken und Tabellen angegebenen Marktpreise entsprechen den Schlusskursen an der jeweiligen Hauptbörse. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Hierin geäußerte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche oder Divisionen von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und / oder Kriterien basieren. UBS und ihre Direktoren oder Mitarbeiter könnten berechtigt sein, jederzeit Long- oder Short-Positionen in hierin erwähnten Anlageinstrumenten zu halten, in ihrer Eigenschaft als Auftraggeber oder Mandatsträger Transaktionen mit relevanten Anlageinstrumenten auszuführen oder für den Emittenten beziehungsweise eine mit diesem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell verbundene Gesellschaft bzw. das Anlageinstrument selbst andere Dienstleistungen zu erbringen. Zudem könnten Mitglieder der Konzernleitung bei der Emittentin oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft als Verwaltungsräte tätig sein. Die von UBS und ihren Mitarbeitern getroffenen Anlageentscheidungen (einschliesslich der Entscheidung, Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten) könnten von den in den Research-Publikationen von UBS geäußerten Meinungen abweichen oder ihnen widersprechen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbeschränkungen ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel eignet sich nicht für jeden Anleger, da ein erhebliches Verlustrisiko besteht und die Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen können. Zusätzliche Informationen können auf Anfrage hin zugänglich gemacht werden. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt in keiner Weise eine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurück erhalten, als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Die Vergütung des / der Analysten, der / die diesen Bericht erstellt hat / basiert ausschliesslich auf Research Management und Senior Management (ausschliesslich Investment Banking). Die Vergütung von Analysten basiert nicht auf den Erträgen von Investment Banking, die Vergütung kann jedoch in Bezug zu den Erträgen von UBS Wealth Management und Retail & Corporate als Ganzes stehen, wozu auch Investment-Banking-Dienstleistungen, Verkauf und Handel gehören. Der / die Analyst(en), der / die diesen Bericht erstellt hat / haben, können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusicherung im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir bitten um Verständnis, dass wir im Rahmen dieser Produktpalette nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, Ihre finanzielle Situation und Ihre finanziellen Bedürfnisse eingehen können. Deshalb empfehlen wir Ihnen, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und / oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen einer Investition zu konsultieren. Für strukturierte Finanzinstrumente und Fonds ist ausschliesslich der Verkaufsprospekt rechtlich massgeblich, der bei Interesse bei UBS angefordert werden kann. Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS weder reproduziert noch vervielfältigt werden. UBS untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS übernimmt keinerlei Haftung für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Die Konjunkturprognosen des Chief Investment Office (CIO) wurden in Zusammenarbeit von CIO-Ökonomen mit Ökonomen von UBS Investment Research erstellt. Die Prognosen und Einschätzungen sind lediglich zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Informationen darüber, wie das UBS CIO WM Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter www.ubs.com/research. Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

Externe Vermögensverwalter / Externe Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder einen externen Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder dem externen Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und / oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise ihnen diese zur Verfügung zu stellen. **Ägypten:** Wertpapiere oder andere Anlageprodukte werden von UBS in Ägypten nicht öffentlich angeboten oder verkauft und sie werden und werden nicht bei der ägyptischen Finanzaufsichtsbehörde («Egyptian Financial Supervisory Authority», EFSA) registriert. **Australien:** Diese Mitteilung wird durch UBS AG ABN 47 088 129 613 (Inhaber der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231087) ausgestellt. Diese Publikation wird durch UBS AG ausgestellt und verteilt, auch wenn in vorliegendem Dokument eine gegenteilige Bestimmung enthalten ist. Die Publikation ist einzig zur Verwendung durch «Firmenkunden» gemäss der Definition in Section 761G («Wholesale Clients») des Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act») bestimmt. Unter keinen Umständen darf die Publikation von UBS AG einem «Privatkunden» gemäss der Definition in Section 761G des Corporations Act zur Verfügung gestellt werden. Die Research-Services von UBS AG stehen einzig «Firmenkunden» zur Verfügung. Die Publikation enthält nur allgemeine Informationen und berücksichtigt weder die persönlichen Anlageziele noch die finanzielle oder steuerliche Situation oder besonderen Bedürfnisse einer bestimmten Person. **Bahamas:** Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS (Bahamas) Ltd verteilt und darf nicht an Personen verteilt werden, die laut «Bahamas Exchange Control Regulations» als Bürger oder Einwohner der Bahamas gelten. **Bahrain:** UBS ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlagendienstleistungen. **Brasilien:** Erstellt durch UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, eine Einheit, die durch die Comissão de Valores Mobiliários («CVM») beaufsichtigt wird. Die in diesem Bericht geäußerten Ansichten und Meinungen widerspiegeln genau die persönliche Meinung des Analysten zu den Wertpapieren und Emittenten. Dieser Bericht ist nur für brasilianische Anleger bestimmt, wenn diese direkt Wertpapiere am brasilianischen Kapitalmarkt über eine lokal ermächtigte Institution kaufen oder verkaufen. Als berechnete Anleger, die in Brasilien domiziliert sind, gelten: (i) Finanzinstitute, (ii) Versicherungsfirmen und Anlagekapitalgesellschaften, (iii) Zusatzvorsorgeeinrichtungen, (iv) Einheiten, die Finanzanlagen in Höhe von über BRL 300 000 halten und welche den Status als qualifizierte Anleger schriftlich bestätigen, (v) Anlagefonds, (vi) Effektenmanager und Wertpapierberater, die bezüglich ihrer eigenen Anlagen durch die CVM ermächtigt sind, sowie (vii) Sozialversicherungssysteme, die von Bundesregierung, Bundesstaaten und Gemeinden gegründet wurden. **Dänemark:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach dänischem Recht dar, kann jedoch durch UBS Europe SE, Denmark Branch, Niederlassung von UBS Europe SE, mit Geschäftssitz in Sankt Annae Plads 13, 1250 Kopenhagen, Dänemark, bei der Danish Commerce and Companies Agency unter der Nummer 38 17 24 33 eingetragen, verteilt werden. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial of UBS Europe SE, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial of UBS Europe SE, steht unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der «Finanstilsynet» (Danish Financial Supervisory Authority, DFSA), der dieses Dokument nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Deutschland:** Herausgeberin im Sinne des deutschen Rechts ist UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Europe SE ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lizenziert und wird durch diese beaufsichtigt. **China:** Dieser Researchbericht ist nicht für den Vertrieb an PRC-Anleger vorgesehen und stellt keine Anlageberatungsdienstleistung für Wertpapiere innerhalb des Gebiets von PRC dar. **Frankreich:** Diese Publikation wird an Privatkunden und «Prospects» der UBS (France) SA, einer französischen «Aktiengesellschaft» mit einem Aktienkapital von EUR 125 726 944 vertrieben. Ihr Domizil ist an der 69, boulevard Haussmann, F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA ist als Finanzdienstleister entsprechend den Bestimmungen des französischen «Code Monétaire et Financier» ordnungsgemäss zugelassen und ist eine unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden sowie der «Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution» stehende Bank. **Hongkong:** Diese Publikation wird durch die Niederlassung von UBS AG in Hongkong, einem nach der «Hong Kong Banking Ordinance» lizenzierten und gemäss den Bestimmungen der «Securities and Futures Ordinance» registrierten Finanzinstitut, an Kunden der Niederlassung von UBS AG in Hongkong verteilt. **Indien:** Verteilt durch UBS Securities India Private Ltd. 2 / F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefon: +912261556000. SEBI-Registrationsnummern: NSE (Kapitalmarktsegment): INB230951431, NSE (F&O-Segment): INF230951431, BSE (Kapitalmarktsegment): INB010951437. **Indonesien:** Dieses Research- oder Publikationsmaterial ist nicht zum Zwecke eines öffentlichen Zeichnungsangebots gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Umsetzungsbestimmungen ausgelegt und erstellt. Die hierin erwähnten Wertpapiere sind und werden nicht gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Bestimmungen eingetragen. **Israel:** UBS Switzerland AG ist als ausländischer Händler eingetragen, der mit UBS Wealth Management Israel Ltd, einer 100%igen Tochtergesellschaft von UBS, zusammenarbeitet. UBS Wealth Management Israel Ltd ist zugelassener Portfolio Manager, der auch Investment Marketing betreibt und unter der Aufsicht der «Israel Securities Authority» steht. Diese Publikation kann keine auf Ihre persönlichen Bedürfnisse zugeschnittene Anlageberatung und / oder Marketingangaben zu Finanzanlagen durch entsprechend lizenzierte Anbieter ersetzen. Zur Vermeidung von Zweifeln sind das Wort «Beratung» und sämtliche Ableitungen davon als «Investment Marketing» gemäss Definition des «Israeli Advisory Law» (israelischen Anlageberatungsgesetzes) auszulegen. UBS AG und ihre verbundenen Unternehmen, die ausserhalb Israels eingetragen sind, sind nicht nach dem «Israeli Advisory Law» lizenziert. UBS AG verfügt nicht über die gemäss dem «Israeli Advisory Law» erforderliche Versicherungsdeckung für Lizenznehmer. UBS könnte unter anderem finanzielle Vermögenswerte emittieren oder finanzielle Vermögenswerte anderer Emittenten gegen Zahlung eines Honorars oder andere Leistungen vertrieben. UBS AG und ihre verbundenen Unternehmen könnten verschiedene finanzielle Vermögenswerte vorziehen, zu denen sie gemäss Definition des «Israeli Advisory Law» eine Verbindung haben oder haben könnten. **Italien:** Diese Publikation wird an Kunden der UBS Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3, 20121 Mailand, verteilt, eine Niederlassung einer deutschen Bank, die ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Erbringung von Finanzdienstleistungen zugelassen wurde und unter der Aufsicht der «Consob» steht. **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. Dienstleistungen, die ausserhalb von Jersey erbracht werden, werden nicht von der Aufsichtsbehörde von Jersey erfasst. UBS AG, Jersey Branch, ist eine Niederlassung von UBS AG, eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft, die ihre angemeldeten Geschäftssitze in Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel und Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zürich, hat. Der Hauptgeschäftssitz von UBS AG, Jersey Branch, ist: P.O. 350, 24 Union Street, St Helier, Jersey JE4 8UJ. **Kanada:** Die hierin enthaltenen Informationen stellen in Kanada oder einer Provinz oder einem Territorium Kanadas weder einen Prospekt noch eine Werbeanzeige, ein öffentliches Kaufangebot, ein Angebot zum Verkauf von hierin beschriebenen Wertpapieren oder eine Aufforderung zur Offenstellung zum Kauf von hierin beschriebenen Wertpapieren dar und sind unter keinen Umständen als solche auszulegen. Allfällige Angebote oder Verkäufe der hierin beschriebenen Wertpapiere in Kanada erfolgen nur unter einer Befreiung von dem Erfordernis, bei den entsprechenden kanadischen Aufsichtsbehörden für den Wertpapierhandel einen Prospekt einzureichen, und nur durch einen nach geltendem Wertpapierrecht ordnungsgemäss zugelassenen Verkäufer oder alternativ gemäss einer Befreiung von dem Erfordernis der Zulassung als Verkäufer in der entsprechenden Provinz oder dem Territorium Kanadas, in der beziehungsweise dem ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf erfolgt. Die hierin enthaltenen Informationen sind unter keinen Umständen in einer Provinz oder einem Territorium Kanadas als Anlageberatung auszulegen und sind nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. Soweit sich die hierin enthaltenen Informationen auf Wertpapiere eines nach dem Recht Kanadas oder einer Provinz oder einem Territorium Kanadas eingetragenen, gegründeten oder errichteten Emittenten beziehen, müssen jegliche Vertragsabschlüsse über einen in Kanada zugelassenen Verkäufer oder alternativ gemäss einer Befreiung von der Zulassung als Verkäufer abgewickelt werden. Diese Materialien, die hierin enthaltenen Informationen oder die Vorzüge der hierin beschriebenen Wertpapiere wurden von keiner Wertpapierkommission oder ähnlichen Aufsichtsbehörde in Kanada geprüft oder in irgendeiner Weise übergeben, und jede anders lautende Darstellung ist eine strafbare Handlung. In Kanada wird

diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. Verteilt. **Luxemburg:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS Europe SE, Luxembourg Branch, mit Geschäftssitz in der 33A, Avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. UBS Europe SE, Luxembourg Branch, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europea gegründet und ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde und unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der luxemburgischen Finanzmarktaufsicht, der «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), steht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Mexiko:** Dieses Dokument wurde verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., einem Unternehmen, das weder der UBS Grupo Financiero S.A. de C.V. noch einer anderen mexikanischen Finanzgruppe angehört. Die Verbindlichkeiten dieses Unternehmens werden nicht von Dritten garantiert. UBS Asesores México, S.A. de C.V., sichert keine Rendite zu. **Neuseeland:** Diese Mitteilung wird von UBS Wealth Management Australia Ltd an Kunden von UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, verteilt. Sie erhalten diese UBS-Publikation, weil Sie gemäss Ihren Angaben gegenüber UBS als «Wholesale»-Anleger und / oder zugelassener Anleger («zertifizierter Kunde») in Neuseeland zertifiziert sind. Diese Publikation oder dieses Material ist nicht für Kunden bestimmt, die keine zertifizierten Kunden («nicht zertifizierte Kunden») sind. Falls Sie kein zertifizierter Kunde sind, sollten Sie keine Entscheidung auf Basis dieser Publikation oder dieses Materials treffen. Falls Sie trotz dieser Warnung Entscheidungen auf Grundlage dieser Publikation oder dieses Materials treffen, anerkennen Sie hiermit, (i) dass Sie sich möglicherweise nicht auf den Inhalt dieser Publikation oder dieses Materials verlassen können und dass die Empfehlungen und Meinungen in dieser Publikation oder diesem Material nicht für Sie bestimmt sind, und (ii) dass Sie, soweit das Gesetz dies zulässt, (a) UBS und deren Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen (und deren Direktoren, Führungskräfte, Agenten und Berater [einzeln eine «relevante Person»]) schadlos halten für Verluste, Schäden, Verbindlichkeiten oder Forderungen, die in Zusammenhang mit dem unberechtigten Vertrauen auf diese Publikation oder dieses Material entstanden sind oder die Sie deshalb möglicherweise erleiden und (b) auf die Durchsetzung von Rechten oder auf Rechtsmittel gegenüber der relevanten Person für (oder in Bezug auf) Verluste, Schäden, Verbindlichkeiten oder Forderungen, die in Zusammenhang mit dem unberechtigten Vertrauen auf diese Publikation oder dieses Material entstanden sind oder die Sie deshalb möglicherweise erleiden, verzichten. **Niederlande:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Kaufangebot oder eine vergleichbare Anwerbung nach niederländischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS Europe SE, Netherlands Branch, eine Niederlassung einer deutschen Bank, die ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Erbringung von Finanzdienstleistungen zugelassen wurde und in den Niederlanden unter der Aufsicht der «Autoriteit Financiële Markten» (AFM) steht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. **Österreich:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach österreichischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, mit Geschäftssitz in der Wächtergasse 1, A-1010 Wien, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europea gegründet und ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde und unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) steht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Schweden:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach schwedischem Recht dar, kann jedoch durch UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, verteilt werden, die ihren Geschäftssitz an der Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Schweden, hat und im schwedischen Firmenregister unter der 516406-1011 angemeldet ist. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europea gegründet und ordnungsgemäss von der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, steht unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der schwedischen Finanzaufsichtsbehörde «Finansinspektionen», der dieses Dokument nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Singapur:** Bitte kontaktieren Sie die Niederlassung von UBS AG Singapur, einem «exempt financial adviser» gemäss dem «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) und eine nach dem «Singapore Banking Act» (Cap. 19) durch die «Monetary Authority of Singapore» zugelassene Handelsbank, für alle Fragen, welche sich durch oder in Verbindung mit der Finanzanalyse oder dem Bericht ergeben. **Spanien:** Diese Publikation wird an Kunden von UBS Europe SE, Sucursal en España, verteilt, die ihren angemeldeten Geschäftssitz in der Calle María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, hat; eine Einheit, die unter Aufsicht des Banco de España und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht steht. UBS Europe SE, Sucursal en España, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das als Societas Europea gegründet wurde und von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zugelassen wurde und von dieser beaufsichtigt wird. **Taiwan:** Dieses Material wird von der UBS AG, Taipei Branch, in Einklang mit den Gesetzen Taiwans oder mit dem Einverständnis der Kunden / «Prospects» oder auf deren Wunsch zugestellt. **Thailand:** Diese Unterlagen wurden Ihnen auf Ihre spezifische Anfrage hin zugestellt. Dieses Dokument wurde von der «Thai SEC» nicht bewilligt. Sie hat die Korrektheit oder Vollständigkeit dieses Dokuments zum Zeitpunkt der Ausgabe oder später nicht überprüft. Dieses Dokument wurde von der «Thai SEC» nicht eingehend untersucht. Investitionen in diese Wertpapiere bergen Risiken, welche die Anleger mit der gebotenen Sorgfalt und Umsicht berücksichtigen sollten. Die Anleger müssen die Anlagerisiken sorgfältig prüfen und sicherstellen, dass sie solche Risiken genau verstehen. **Tschechische Republik:** UBS ist in der Tschechischen Republik nicht als Bank zugelassen und darf in der Tschechischen Republik keine regulierten Bank- oder Anlagendienstleistungen erbringen. Dieses Material wird zu Marketingzwecken verteilt. **Türkei:** Die Informationen in diesem Dokument werden in keinem Fall zu Zwecken eines Angebots, des Marketings oder Verkaufs von Kapitalmarktinstrumenten und -dienstleistungen in der Republik Türkei zur Verfügung gestellt. Daher kann dieses Dokument in der Republik Türkei nicht als Angebot oder potenzielles Angebot an in der Republik Türkei ansässige Personen angesehen werden. UBS AG wurde nicht gemäss den Bestimmungen des Kapitalmarktgesetzes (Gesetz Nr. 2499) vom türkischen Capital Market Board (CMB) lizenziert. Daher darf weder dieses Dokument noch sonstiges Angebotsmaterial im Hinblick auf die Instrumente / Dienstleistungen in Verbindung mit der Erbringung von Kapitalmarktdienstleistungen für Personen in der Republik Türkei ohne die vorherige Genehmigung des CMB verwendet werden. Gemäss Artikel 15 (d) (ii) des Dekrets Nr. 32 gibt es jedoch keinerlei Einschränkung für den Kauf oder Verkauf der Instrumente durch in der Republik Türkei ansässige Personen. **UK:** Genehmigt von UBS AG, in der Schweiz beaufsichtigt und autorisiert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht. In Grossbritannien ist UBS AG autorisiert durch die «Prudential Regulation Authority» und unterliegt der Regulierung durch die «Financial Conduct Authority» und der beschränkten Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority». Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority» sind auf Anfrage erhältlich. Mitglied der «London Stock Exchange». Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS London in Grossbritannien verteilt. Produkte und Dienstleistungen, die ausserhalb Grossbritanniens angeboten werden, werden nicht von den britischen Regulierungen oder dem «Compensation Scheme» der «Financial Services Authority» erfasst. **Ukraine:** UBS ist gemäss ukrainischem Gesetz weder als Bank/Finanzinstitut registriert noch zugelassen und erbringt in der Ukraine keine Bank- und andere Finanzdienstleistungen. In der Vergangenheit hat UBS die erwähnten Produkte auf keine Weise öffentlich angeboten noch beabsichtigt die Bank, dies in Zukunft zu tun. Es wurden keine Massnahmen getroffen, um ein öffentliches Angebot der erwähnten Produkte in der Ukraine zuzulassen. Die Verteilung dieses Dokuments stellt keine Finanzdienstleistung im Sinne des ukrainischen «Gesetzes betreffend Finanzdienstleistungen und die staatliche Regulierung der Finanzdienstleistungsmärkte» vom 12. Juli 2001 dar. **USA:** Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» noch durch in den USA ansässige Mitarbeiter von UBS verteilt werden. UBS Securities LLC ist ein Tochterunternehmen von UBS AG und ein verbundenes Unternehmen von UBS Financial Services Inc., UBS Financial Services Inc. ist ein Tochterunternehmen von UBS AG. **Vereinigte Arabische Emirate:** Diese Research-Publikation stellt in keiner Weise ein Angebot, einen Verkauf oder eine Lieferung von Aktien oder anderen Wertpapieren gemäss den Gesetzen der Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) dar. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Behörde der Vereinigten Arabischen Emirate einschliesslich der VAE-Zentralbank und der «Dubai Financial Services Authority», der «Emirates Securities and Commodities Authority», des «Dubai Financial Market», des «Abu Dhabi Securities Market» oder einer anderen Börse in den VAE genehmigt. Dieses Material richtet sich ausschliesslich an professionelle Kunden. UBS AG Dubai Branch wird im DIFC von der DFSA reguliert. UBS AG / UBS Switzerland AG ist in den VAE weder von der VAE-Zentralbank noch von der «UAE Securities and Commodities Authority» für die Bereitstellung von Bankdienstleistungen zugelassen. Das UBS AG Representative Office in Abu Dhabi hat von der VAE-Zentralbank die Zulassung für den Betrieb eines Representative Office erhalten.

Stand 11/2016

© UBS 2017. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

Alibaba 3, 5, 6, 7. Allreal 1, 2. Flughafen Zürich 1. Intershop 1, 3. Mobimo 1. PSP Swiss Property 1, 2, 4. Swiss Prime Site 1, 2. Zug Estates 1.

- 1 UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften erwarten in den kommenden drei Monaten von diesem Unternehmen/dieser Rechtseinheit eine Vergütung für Investmentbanking-Dienstleistungen.
- 2 UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften fungierten bei der Emission oder Platzierung von Wertpapieren dieses Unternehmens/dieser Rechtseinheit oder dessen verbundener Unternehmen in den letzten zwölf Monaten als Manager/Co-Manager.
- 3 In den letzten zwölf Monaten haben UBS Securities LLC und/oder ihre verbundenen Unternehmen von diesem Unternehmen/dieser Rechtseinheit Vergütungen für erbrachte Leistungen in Form von Produkten und Dienstleistungen mit Ausnahme von Investmentbanking-Dienstleistungen erhalten.
- 4 Ein Mitarbeiter der UBS AG ist ein Manager, Vorstand oder Mitglied des Verwaltungsrats dieses Unternehmens.
- 5 UBS Securities LLC fungiert als Market-Maker für die Effekten und/oder ADRs dieses Unternehmens.
- 6 Dieses Unternehmen/diese Rechtseinheit ist oder war in den letzten zwölf Monaten Kunde von UBS Securities LLC und nimmt oder nahm von ihr Dienstleistungen ausserhalb des Investmentbanking-Wertschriftengeschäfts in Anspruch.
- 7 Dieses Unternehmen/diese Rechtseinheit ist oder war in den letzten zwölf Monaten Kunde von UBS Securities LLC, und nimmt oder nahm von ihr Dienstleistungen ausser Wertpapierdienstleistungen in Anspruch.

Per 10. Januar 2017



MIX
Papier aus verantwortungsvollen Quellen
Papier Issu de sources responsables
Carta da font gestite in maniera responsabile
FSC® C017868

Überblick und Prognosen

Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent und als Wachstum im Vorjahresvergleich.

	2017 ¹	2016 ²	2015	2014	2013	2012	10 Jahre ³	
Treiber	Konjunktur und Einkommen							
	Bruttoinlandprodukt, real	1,4	1,4	0,8	2,0	1,8	1,1	1,6
	Bruttoinlandprodukt pro Einwohner, real	0,5	0,4	-0,3	0,8	0,6	0,0	0,5
	Löhne, real	0,2	1,0	1,5	0,9	0,9	1,5	1,0
	Inflation und Zinsen							
	Durchschnittliche Jahresteuern	0,4	-0,4	-1,1	-0,1	-0,2	-0,7	0,1
	3-Monats-Libor CHF ⁴	-0,8	-0,7	-0,8	-0,1	0,0	0,0	0,2
	Rendite 10-Jahres-Bundesobligationen ⁴	-0,1	-0,1	0,0	0,4	1,3	0,6	1,2
	Bevölkerung und Beschäftigung							
	Bevölkerungsbestand	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,1	1,1
Arbeitslosenquote	3,2	3,3	3,2	3,0	3,2	2,9	3,1	
Beschäftigung, in Vollzeitäquivalenten	0,5	0,0	0,8	0,8	1,6	2,0	1,3	
Wohnen	Eigenheime							
	Angebotspreise Eigentumswohnungen	0,0	1,0	1,5	2,2	3,3	5,1	3,6
	Angebotspreise Einfamilienhäuser	0,5	1,5	2,3	1,3	4,7	3,7	3,2
	Wachstum Hypothekarkredite an Private	2,6	2,8	3,4	3,5	5,1	5,1	4,0
	Mietwohnungen							
	Angebotspreise	-1,0	-1,5	1,0	2,2	2,9	3,1	2,3
	Angebotspreise Neubau	-2,5	-3,0	-1,5	5,8	1,3	1,1	-0,1
	Preisindex Bestandesmieten	-	0,2	0,9	1,2	0,4	0,6	1,3
	Hypothekarischer Referenzzinssatz ⁴	1,5	1,8	1,8	2,0	2,0	2,3	-
	Netto-Cashflow-Rendite ⁵	3,5	4,0	4,1	4,2	4,1	4,4	4,4
	Wertänderungsrendite ⁵	1,0	2,0	4,1	1,8	2,4	2,6	2,1
	Gesamtrendite ⁵	4,5	6,0	8,4	6,1	6,5	7,1	6,5
	Leerstände und Wohnbau							
	Leerwohnungsquote	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	1,0
Baubewilligungen, am Wohnungsbestand	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,3	1,2	
Geschäft	Büroflächen							
	Angebotsmieten	-2,0	1,0	3,0	0,2	5,4	4,9	1,7
	Angebotsziffer	-	6,7	7,0	6,6	6,3	6,5	6,7
	Netto-Cashflow-Rendite ⁵	3,5	4,0	4,2	4,4	4,2	4,4	4,5
	Wertänderungsrendite ⁵	0,0	0,0	0,8	-0,2	0,8	1,8	1,0
	Gesamtrendite ⁵	3,5	4,0	5,0	4,2	5,1	6,3	5,6
	Verkaufsflächen							
	Angebotsmieten	-3,0	-4,0	-1,2	-3,3	1,4	6,3	0,6
	Netto-Cashflow-Rendite ⁵	3,0	3,5	3,9	4,2	4,2	4,3	4,4
	Wertänderungsrendite ⁵	-0,5	1,0	1,4	1,0	2,1	2,7	2,2
Gesamtrendite ⁵	2,5	4,5	5,4	5,3	6,3	7,1	6,7	
Börse	Immobilienaktien							
	Gesamtrendite	-	11,7	9,6	13,6	-6,9	12,3	6,6
	Korrelation zum Swiss Performance Index ⁶	-	0,62	0,61	0,45	0,51	0,44	0,52
	Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	-	27,1	30,1	20,5	21,9	24,4	21,2
	Geschätzte Prämien ⁷	-	17,7	12,5	5,6	8,2	14,3	10,2
	Volatilität	-	11,8	13,0	8,0	10,1	8,9	11,6
	Immobilienfonds							
	Gesamtrendite	-	6,8	4,2	15,0	-2,8	6,3	5,9
	Korrelation zum Swiss Performance Index ⁶	-	0,17	0,22	0,17	0,06	0,17	0,14
	Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	-	22,5	25,4	19,3	20,8	19,9	18,1
	Geschätzte Agios ⁷	-	27,2	29,0	19,2	17,5	28,8	21,2
	Volatilität	-	9,2	12,1	7,6	8,4	6,6	7,5
	Benchmark							
	Gesamtrendite Immobilien-Anlagestiftungen	-	5,8	5,8	5,1	5,7	6,5	5,5
Gesamtrendite Swiss Performance Index	-	-1,4	2,7	13,0	24,6	17,7	4,1	
Volatilität Swiss Performance Index	-	15,5	18,4	10,6	12,8	11,5	16,5	
Gesamtrendite Swiss Bond Index («AAA»)	-	1,6	2,4	8,5	-3,3	2,2	3,5	

¹ Prognose UBS

² Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 10. Januar 2017)

³ Mittelwert 2007 bis 2016

⁴ Ende Jahr

⁵ Direktanlage Bestandesliegenschaften

⁶ Wert zwischen -1 (= vollständiger Diversifikationseffekt) und 1 (= kein Diversifikationseffekt)

⁷ Aufpreise zu Nettoinventarwerten von Immobilienaktien (Prämien) und Immobilienfonds (Agios)

Quellen: SECO, BFS, SNB, Wüest Partner, BWO, IPD, Docu Media, Bloomberg, UBS

