

UBS Real Estate Focus

CIO WM Research
Januar 2014

Immobilienmarkt Schweiz

2014



WOHNIMMOBILIEN

**Sättigung macht
sich bemerkbar**

GESCHÄFTSIMMOBILIEN

**Konjunktur liefert
zu schwache Impulse**

BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIEN

**Potenzieller Zinsanstieg
drückt auf die Kurse**

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser



Daniel Kalt



Claudio Saputelli

Warten auf Godot des Schriftstellers Samuel Beckett beschreibt das Warten auf etwas, das nicht eintritt. Auch die Schweiz wartet – auf die grosse Zinswende. Im Theaterstück verkündet ein angeblich von Godot ausgesandter Botenjunge am Ende jeden Aktes, dass sich Godots Ankunft weiter verzögere, er aber ganz bestimmt kommen werde. In den letzten Jahren schoben Experten den bevorstehenden Zinsanstieg auch immer wieder hinaus.

Niemand weiss genau, wann sich die Zinsen von der Talsohle entscheidend lösen werden. Doch immerhin herrscht unter Fachleuten ein gewisser Grundtenor. In den nächsten beiden Jahren dürften insbesondere die Leitzinsen weiterhin niedrig bleiben, da weltweit noch zu viele Produktionskapazitäten brachliegen. Diese Überkapazität

liesse sich zwar durch die Ankurbelung der Nachfrage abbauen, doch dazu müsste die Beschäftigung erhöht werden. Aber gerade weil die Unternehmen auf überschüssiger Kapazität sitzen, halten sie sich mit Neueinstellungen zurück. Die Regierungen in den Industrieländern könnten hier in die Bresche springen und mit Ausgaben die Nachfragelücke schliessen. Doch stattdessen schnallen sie mit ihren Sparprogrammen den Gürtel Jahr für Jahr enger. Letzte Abhilfe versuchten die Zentralbanken zu schaffen. Die Zinssenkungen der letzten Jahre sollen den Konsum anregen, der Effekt hält sich bisher jedoch in Grenzen. So bleibt die Kapazitätsauslastung in vielen Industrieländern unter dem Niveau, bei dem die Inflation anziehen würde. Und genau dies gibt den Zentralbanken keinen Anlass für Zinserhöhungen.

Die grosse Zinswende dürfte in der Schweiz somit noch eine ganze Weile ausbleiben. Zwar konnten sich im vergangenen Jahr die über-tauerten Kurse bei börsennotierten Immobilien etwas normalisieren. Aber die Überhitzung im Wohnimmobilienmarkt und die starke Angebotsausdehnung bei Geschäftsflächen werden fortschreiten. Da diese Ungleichgewichte weiter wachsen, wollen wir den Blick für die langfristigen Trends schärfen. In unserem diesjährigen *UBS Real Estate Focus* beschäftigen wir uns deshalb mit der Entwicklung von Immobilienanlagen über den Konjunkturzyklus hinaus. Und warten weiter – auf die Normalisierung der Zinsen.

Wir wünschen Ihnen kurze Weile beim Warten und eine anregende Lektüre.



Daniel Kalt
Chefökonom Schweiz
CIO WM Research
UBS AG



Claudio Saputelli
Leiter Global Real Estate
CIO WM Research
UBS AG

UBS Real Estate Focus 2014

Diese Publikation wurde durch UBS 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 AG, CIO WM Research
Postfach, CH-8098 Zürich

Chefredaktion

Claudio Saputelli

Redaktion

Viviane Vajda

Redaktionsschluss

10. Januar 2014

Korrektorat

Visiolink AG, Zürich

Desktop

CIO Digital & Print Publishing

Fotos

Mauro Mellone, Fotograf, Bern

Titelbild

Grand Hotel Viktoria Jungfrau,
Interlaken

Druck

galledia ag, Flawil, Schweiz

Sprachen

Deutsch, Englisch, Französisch und
Italienisch

Kontakt

ubs-research@ubs.com

Autoren ausserhalb CIO WM

Folgende Autoren sind Gastautoren oder stammen allesamt aus Abteilungen ausserhalb von CIO Wealth Management Research und unterliegen nicht allen gesetzlichen Bestimmungen bezüglich der Unabhängigkeit der Finanzanalyse:

Prof. Dr. Pascal Gantenbein,
Gunnar Herm, Dalibor Maksimovic,
Marcin Paszkowski, Dominic von Felten, André Rudolf von Rohr.

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 Abonnement ist zudem über das Research-Portal möglich.

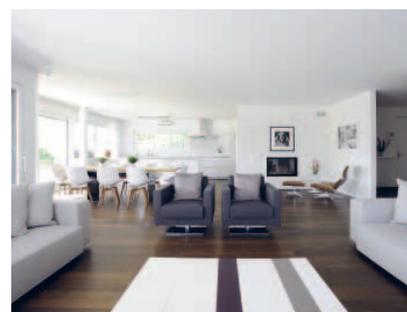
SAP-Nr. 83518D-1401

MARKTTREIBER



- 6 Die Schweiz wächst
- 8 Überblick
Markttreiber Immobilien

WOHN- IMMOBILIEN



- 9 **Eigenheime**
Korrektur oder
Superkompensation
- 11 **Mietwohnungen**
Im Banne der tiefen
Zinsen
- 12 Überblick
Wohnimmobilien

IM FOKUS

- 13 **10-Millionen-Schweiz**
ohne Immobilienboom
- 15 **Wohneigentumsförderung**
kann Immobilienpreise anheizen
- 17 **30-Jahres-Festhypotheken**
mit geringem Mehrwert
- 19 **Wohneigentum**
nicht immer die optimale
Altersvorsorge

GESCHÄFTS- IMMOBILIEN



- 21 Büroflächen**
Hohe Prämie für
stabiles Einkommen
- 23 Verkaufsflächen**
Rückläufiges Mietsteigerungs-
potenzial
- 24 Überblick**
Geschäftsimmobilien

IM FOKUS

- 25 Online-Handel** birgt Chancen
und Risiken für Detailhandels-
immobilien
- 27 Umwandlung von Büro-
in Wohnraum** steckt in
den Kinderschuhen
- 29 Immobilieninvestitionen
im Ausland** können Portfolio
stabilisieren

BÖRSENNOTIERT IMMOBILIEN



- 31 Immobilienaktien**
Bilanzpassiven treten ins
Rampenlicht
- 33 Immobilienfonds**
Unter dem Druck steigender
Zinserwartungen
- 34 Überblick**
börsennotierte Immobilien

IM FOKUS

- 35 Schweizer Immobilienfonds**
putzen sich immer mehr heraus
- 37 Globale Immobilienaktien**
finden zurück zur Normalität

SPEZIALTHEMA



- 39 Immobilien als
Langfristanlagen**



Markttreiber

Die Schweiz wächst

Die hiesige Binnenkonjunktur bleibt ungebrochen stark, und es droht kein abrupter Zinsanstieg. Zugleich sorgt die Zuwanderung für eine anhaltende Nachfrage auf dem Immobilienmarkt. Für das Jahr 2014 haben sich die Treiber auf dem Schweizer Immobilienmarkt kaum geändert.

Um die Bewegungen auf dem Immobilienmarkt vorausszusehen, muss man sich ein Bild über die Haupteinflussfaktoren verschaffen. Das Angebot hängt in erster Linie von der Bautätigkeit ab. Nachfrageseitig gehören die Zinsen, das Bevölkerungswachstum und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu den Haupttreibern.

Robuste dienstleistungsorientierte Binnenwirtschaft

Nachdem die Weltwirtschaft schon 2012 geschwächt hatte, enttäuschte sie auch 2013. Besonders hartnäckig war die Konjunkturschwäche in Europa, der Destination von

60 Prozent aller Schweizer Warenexporte. So schrumpfte die Wirtschaft der Eurozone seit Ende 2011 sechs Quartale in Folge und liegt bis heute unter ihrem Vorkrisenstand. Die Schweizer Wirtschaft hingegen übertraf ihren Vorkrisenstand schon 2010 und ist seither stetig gewachsen; im Jahr 2013 um geschätzte 1,9 Prozent.

Für 2014 und 2015 erwarten wir ein Wachstum der Schweizer Wirtschaft in ähnlicher Grössenordnung, was angesichts des garstigen Weltwirtschaftsklimas der letzten zwei Jahre keine Selbstverständlichkeit ist. Wir rechnen damit, dass auch die Weltwirtschaft 2014 wieder Tritt fasst, so dass die Schweizer Exporte, die in den letzten zwei Jahren stagnierten, wieder etwas an Schwung gewinnen sollten. Trotzdem dürfte die dienstleistungsorientierte Binnenwirtschaft weiterhin besser abschneiden als die exportorientierte Industrie, was die hohe Nachfrage nach Büroflächen stützen dürfte.

Elias Hafner
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

Caesar Lack
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

Vorerst kaum Teuerungsdruck

Das von uns erwartete Wirtschaftswachstum von 2,1 Prozent für 2014 entspricht ungefähr dem Potenzialwachstum der Schweizer Wirtschaft, also demjenigen Wachstum, bei welchem sich weder eine Unterauslastung der Wirtschaft noch eine Überhitzung ergibt. Dem entsprechend besteht auch kein Grund für einen deutlichen Teuerungsanstieg. Teuerungshemmend wirkt insbesondere die Personenfreizügigkeit; die Entstehung einer Lohn-Preis-Spirale wird durch den offenen Arbeitsmarkt stark erschwert. Die Teuerungsentwicklung im Inland hängt zudem stark von globalen Entwicklungen ab. Auch auf globaler Ebene besteht zurzeit keine Inflationsgefahr, da aufgrund der schleppenden Wirtschaftsentwicklung der letzten zwei Jahre hohe Überkapazitäten vorhanden sind. Somit ist in der Schweiz im laufenden Jahr kein deutlicher Inflationsanstieg zu befürchten. Allerdings erwarten wir, dass die Jahresteuern wieder leicht positiv ausfallen wird, nachdem sie seit Herbst 2011 über zwei Jahre im negativen Bereich lag. Aufgrund der weltweit massiven Ausweitung der Geldmengen in den letzten Jahren besteht unseres Erachtens längerfristig das Risiko, dass die Teuerungsraten sowohl auf globaler Ebene wie auch hierzulande deutlich ansteigen.

Langfristzinsen unter Kontrolle der Geldpolitik

Bis vor wenigen Jahren steuerten die Notenbanken weltweit die Kurzfristzinsen, doch mittlerweile sanken diese in vielen wichtigen Währungen praktisch auf null. Um die Geldpolitik weiter zu lockern, sind viele Notenbanken dazu übergegangen, Einfluss auf die Langfristzinsen zu nehmen, indem sie unkonventionelle Instrumente wie etwa Anleihenkäufe einsetzen. Somit kontrolliert die Geldpolitik in vielen grossen Währungen praktisch die gesamte Zinskurve. Die erwartete globale Erholung wird es den Notenbanken erlauben, die Langfristzinsen allmählich ansteigen zu lassen. Solange der Teuerungsdruck weltweit tief bleibt und der Aufschwung in den Kinderschuhen steckt, besteht jedoch kaum Gefahr für einen abrupten Zinsanstieg, da die Notenbanken diesen verhindern würden. Die Kurzfristzinsen dürften noch mindestens zwei weitere Jahre bei null verharren, denn die Schweiz muss aufgrund der Kursuntergrenze

die Tiefzinspolitik des Auslands übernehmen. Trotz des erwarteten langsamen Anstiegs der Langfristzinsen ist das Zinsniveau für die gesunde Schweizer Binnenwirtschaft zu tief, was ein Risiko für Fehlentwicklungen – auch auf dem Immobilienmarkt – birgt.

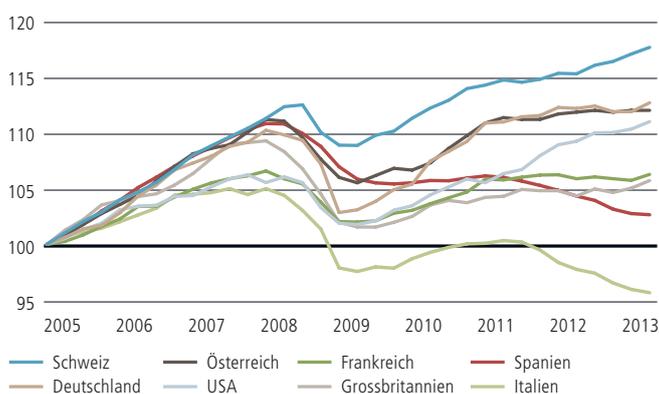
Anhaltende Zuwanderung, doch Herkunftsländer wechseln

Die Schweizer Bevölkerung wuchs im letzten Jahr um rund 95 000 Personen – ein Wert, der seit 2008 nicht mehr erreicht wurde –, was auf die in den letzten Jahren beschleunigte Zuwanderung zurückzuführen ist. Nebst der Zusatznachfrage nach ausländischen Arbeitskräften durch die gute inländische Konjunkturentwicklung bleiben die strukturellen Anziehungsfaktoren in den nächsten Jahren unverändert stark: Die Schweiz bietet ein attraktives Lohnniveau, tiefe Steuern und eine hohe Lebensqualität.

In den letzten Jahren änderten jedoch die Herkunftsländer der Einwanderinnen und Einwanderer. In Deutschland zum Beispiel ist die Arbeitslosenquote heute tiefer als im Jahr 2008, während sie sich in Portugal, Spanien und Italien verdoppelte. Im Süden Europas förderte diese Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt die Bereitschaft zur Auswanderung, während sie im Norden Europas sank. So betrug 2008 der Anteil der Nettoeinwanderung aus Deutschland, Benelux, Skandinavien und Grossbritannien insgesamt fast 50 Prozent und sank bis 2012 unter 20 Prozent. Der Anteil der Nettozuwanderung aus Italien, Spanien, Portugal und Griechenland stieg hingegen im selben

Schweizer Wirtschaft trumpft auf

Inflationsbereinigtes BIP (Index 1. Quartal 2005 = 100)



Quellen: Reuters EcoWin, UBS

Zeitraum von rund 20 auf beinahe 50 Prozent. Die Immigranten aus Südeuropa gehen im Durchschnitt tiefer qualifizierten Tätigkeiten nach als diejenigen aus dem Norden. Folglich sinkt die durchschnittliche Pro-Kopf-Kaufkraft der Einwanderer, was auch die Zusatznachfrage auf dem Wohnungsmarkt in ein tieferes Preissegment verschiebt.

Hohe Bautätigkeit hält an

Die zusätzliche Nachfrage nach Wohnraum muss befriedigt werden. Mit rund 75 000 im Bau befindlichen Wohnungen steht die Bautätigkeit auf einem Rekordhoch. Trotz hoher Zuwanderung stellt sich dabei die Frage, ob nicht überschüssiger Wohnraum entsteht. Von 2008 bis 2012 wuchs die Bevölkerung im Mittel um jährlich 90 000 Personen. Bei einer durchschnittlichen Haushaltsgrösse von 2,2 Personen erzeugte dies eine Zusatznachfrage nach rund 40 000 Wohnungen. Dazu kommt jedoch noch ein weiterer Faktor: Durch die Alterung der Bevölkerung und eine zunehmende Individualisierung der Gesellschaft sinkt die durchschnittliche Haushaltsgrösse kontinuierlich. Wir schätzen, dass dadurch eine jährliche Zusatznachfrage von rund 10 000 bis 15 000

Wohnungen resultiert. Damit es nicht zu einer Verknappung auf dem Wohnungsmarkt kommt, hätte es pro Jahr 50 000 bis 55 000 neue Wohneinheiten gebraucht – es wurden jedoch nur 45 000 Wohnungen neu erstellt. Statt eines Überangebots entstand somit ein Nachfrageüberhang.

Aufgrund der regen Bautätigkeit schätzen wir, dass 2013 rund 50 000 Wohneinheiten neu erstellt wurden. Bei einer Bevölkerungszunahme von rund 95 000 Personen und unter Berücksichtigung der Zusatznachfrage durch kleinere Haushaltsgrössen dürften sich im vergangenen Jahr die Angebots- und Nachfrageausweitung in etwa die Waage gehalten haben. Die Anzahl eingereicherter Baugesuche und erteilter Bewilligungen lässt darauf schliessen, dass die Bautätigkeit auch 2014 nicht abklingen wird; mit 54 000 neuen Wohneinheiten erwarten wir gar eine Beschleunigung. Falls sich die Situation auf dem europäischen Arbeitsmarkt nicht entschärft und die hiesige Konjunktur gleichzeitig weiter robust bleibt, dürfte die hohe Einwanderung in die Schweiz in diesem Jahr anhalten. Für die nötige mengenmässige Wohnnachfrage sollte also gesorgt sein.

Überblick Markttreiber Immobilien

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

	2014 ¹	2013 ²	2012	2011	10 Jahre ³
Konjunktur und Einkommen					
Bruttoinlandprodukt, real	2,1	1,9	1,0	1,8	2,1
Bauinvestitionen, real	1,4	2,0	-2,9	2,5	1,2
Lohnwachstum, real	1,0	1,0	1,5	0,7	0,6
Inflation und Zinsen					
Durchschnittliche Jahresteuern	0,5	-0,2	-0,7	0,2	0,6
3-Monats-Libor CHF ⁴	0,1	0,0	0,0	0,1	0,8
Rendite 10-Jahres-Bundesobligationen ⁴	1,5	1,3	0,6	0,7	1,8
Bevölkerung und Beschäftigung					
Bevölkerungsbestand	1,1	1,2	1,1	1,1	1,0
Beschäftigung, in Vollzeitäquivalenten	1,7	1,5	1,7	1,2	1,3
Arbeitslosenquote	3,3	3,2	2,9	2,8	3,2

¹ Prognose UBS

² Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 3. Januar 2014)

³ Mittelwert: 2004 bis 2013

⁴ Ende Jahr

Quellen: Seco, BFS, UBS



Wohnimmobilien

Eigenheime – *Korrektur oder Superkompensation*

Trotz abgeschwächter Dynamik haben die Bewertungen auf dem Eigenheimmarkt einen Höchststand erreicht. Bei einer Kreditverknappung droht ein abrupter Preiszerfall. Ohne Nachfrageeinbruch besteht jedoch das Risiko, dass die Immobilienpreise schwindelerregende Höhen erklimmen.

Die Ausgangslage auf dem Schweizer Eigenheimmarkt hat sich gegenüber dem Vorjahr deutlich verändert. Eine Verdoppelung der Langfristzinsen, die Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers sowie härtere Mindeststandards bei der Hypothekervergabe haben die Eigenheimfinanzierung verteuert. Das zusätzlich geschaffene Wohnungsangebot konnte vergangenes Jahr erstmals seit 2006 wieder mit der Nachfrageausweitung Schritt halten. Auch war das Preiswachstum bei Wohnimmobilien rückläufig. In der zweiten Jahreshälfte wiesen 55 Prozent aller Gemeinden sinkende Angebotspreise für Eigentumswohnungen auf, unter den 100 teuersten Gemeinden waren es gar 73.

Die Situation spitzt sich zu

Die realen Immobilienpreise liegen mittlerweile rund 5 Prozent unter dem Niveau von 1989, als in der Schweiz zuletzt eine Immobilienblase platzte. Die Immobilienpreise steigen immer noch schneller als die Haushaltseinkommen, die Mieten und die Konsumentenpreise. Und die Hypothekerverschuldung der Schweizer Privathaushalte beträgt zurzeit fast 110 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Für die Schweiz besteht damit die typische Gefahrenkulisse eines Preiszerfalls.

Mittelfristig bestehen zwei Möglichkeiten für die Preisentwicklung: Es kommt zu einer Korrektur, entweder als heisse oder kalte Entwertung, oder wir erleben eine Superkompensation. Die heisse Entwertung ist das typische Platzen einer Immobilienblase: Auf einen exponentiellen Preisanstieg folgt eine harte Landung mit gravierenden realwirtschaftlichen Folgen. Die kalte Entwertung ist eine graduelle Normalisierung der Bewertung durch stagnierende Eigenheimpreise bei gleichzeitigem

Elias Hafner
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

Matthias Holzhey
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

Wirtschaftswachstum und Inflation. Bei der Superkompensation hingegen steigen die Preise weiter. So folgt nach kurzer Stagnation oder leichter Korrektur eine Erholungsphase, bei der ein deutlich höheres Niveau erreicht wird.

Heisse Entwertung durch Kreditverknappung

Die Immobilienkrisen in Spanien, Irland und den USA sowie, etwas milder, in Dänemark und den Niederlanden zeigten das Muster einer heissen Entwertung. Im Vorfeld waren ein aufgeblähtes Kreditvolumen, eine stark gestiegene Bautätigkeit sowie ein hohes Mass an spekulativen Käufen zu beobachten. So stieg während zehn Jahren vor Beginn der Korrektur der Anteil des Hypothekarvolumens der Haushalte am Bruttoinlandprodukt in diesen Ländern im Durchschnitt um rund 30 Prozentpunkte. Die Schweiz kann hier bestens mithalten: Lag der Anteil des Hypothekarvolumens der Haushalte am Bruttoinlandprodukt im Jahr 2000 noch bei 80 Prozent, stieg er 2013 auf rekordverdächtige 108 Prozent.

Als Auslöser einer starken Preiskorrektur in der Schweiz kommt primär eine deutliche Verteuerung oder Verknappung der Hypothekarkredite in Frage. Doch ansonsten sind die Gemeinsamkeiten mit den erwähnten Ländern relativ gering: Der hiesige Bausektor ist nicht aufgebläht, und es gibt schweizweit keine klaren Anzeichen für eine spekulationsgetriebene Preisblase. So dürften eine Korrektur und ihre volkswirtschaftlichen Folgen im Falle einer heissen Entwertung wesentlich schwächer ausfallen als in den genannten Ländern.

Kalte Entwertung bei Abflachung der Zuwanderung

Der graduelle Abbau einer Überbewertung geniesst in der Geschichte Seltenheitswert. Ein Beispiel für eine kalte Entwertung bietet Deutschland, das zwischen 1995 und 2010 stagnierende Nominalpreise verzeichnete. In dieser Periode verloren Immobilien real rund 18 Prozent an Wert; relativ hohe Leerstände und ein geringes Bevölkerungswachstum waren die ausschlaggebenden Faktoren. In der Schweiz dürften nur eine deutliche Abflachung der Zuwanderung bei anhaltender Bautätigkeit und schwachem Wirtschaftswachstum zu einer mehrjährigen Preisstagnation führen.

Superkompensation nach Verschnaufpause

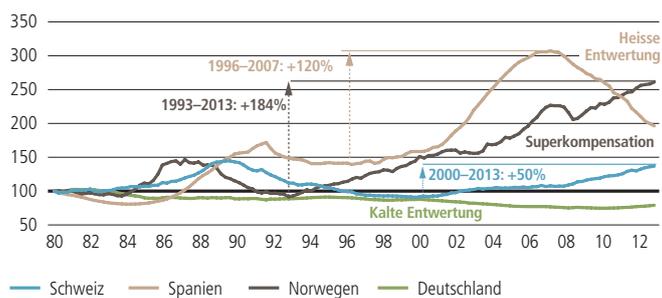
Bei anhaltend hoher Nachfrage können Immobilien durchaus über einen längeren Zeitraum überbewertet bleiben und die Preise schwindelerregende Niveaus erklimmen. So geschehen in Australien, wo die realen Häuserpreise seit 1996 aufwärts tendierten und um 120 Prozent stiegen, und in Norwegen, das seit 1993 gar eine Zunahme von 184 Prozent verzeichnete. Wie in diesen Ländern profitiert auch die hiesige Immobiliennachfrage von einer anhaltenden Zuwanderung und einer äusserst expansiven Geldpolitik. Die Preissteigerungen in der Schweiz seit dem letzten Tiefpunkt im Jahr 2000 von real «nur» rund 50 Prozent sprechen gegen eine heisse Entwertung. Daher scheint das Szenario einer Superkompensation durchaus realistisch. Dabei würde die momentane Abschwächung im Nachhinein als Zwischentief erkannt.

Die Würfel fallen dieses Jahr

Wir erwarten für 2014 nur noch ein schwaches Preiswachstum von 2 Prozent bei Einfamilienhäusern und bei Eigentumswohnungen. Ob die momentane leichte Schwächeperiode in eine Korrekturphase übergeht, wird durch politische Entscheide zur Zuwanderung, die Zinsentwicklung und die Kreditvergabekonditionen bestimmt. Falls sich das makroökonomische Bild jedoch nicht verändert, dürfte der Schweizer Eigenheimmarkt wieder genügend Auftrieb erhalten, was mittelfristig eine Superkompensation herbeiführen kann. Langfristig würde aber damit ein enormes Gefahrenpotenzial für die Volkswirtschaft aufgebaut.

Steigen die Preise weiter?

Eigenheimpreise (inflationbereinigt, Index 1980 = 100)



Quellen: Federal Reserve Bank of Dallas, Wüest & Partner, BFS, UBS

Mietwohnungen – *im Banne* *der tiefen Zinsen*

Seit 2008 bewegt sich der hypothekarische Referenzzinssatz nur abwärts. Mieterinnen und Mieter können sich darüber freuen. Für Vermieter bleibt der Mietwohnungsmarkt dennoch attraktiv.

Der für Mietzinsanpassungen massgebende hypothekarische Referenzzinssatz meint es gut mit den Mietern. Seit seiner Einführung vor gut fünf Jahren ist er stetig gesunken – von 3,5 Prozent auf die seit September 2013 gültigen 2,0 Prozent. Wer beispielsweise im Herbst 2008 eine Mietwohnung bezog, konnte seither eine Mietzinssenkung von 16,2 Prozent¹ geltend machen. Der Vermieter durfte jedoch 40 Prozent der Teuerung sowie die Steigerung der Unterhalts- und Betriebskosten – pauschal rund 0,5 bis 1,0 Prozent jährlich – aufrechnen. In den letzten fünf Jahren fiel praktisch nur Letztere ins Gewicht. Alles zusammengerechnet, bezahlt der Mieter bei einem monatlichen Anfangsmietzins von beispielsweise 2000 Franken im Jahr 2008 heute nur noch 1755 Franken, also 245 Franken weniger.

Abnehmende Umzugsneigung

Nehmen wir an, der obengenannte Mieter zieht in eine grössere Mietwohnung. Ein zusätzliches Zimmer verursacht im schweizerischen Durchschnitt rund 350 Franken Mehrkosten. Hinzu kommt, dass sich die Angebotsmieten (Mieten für Wieder-, Erst- oder Neuvermietung) seit 2008 je nach Regionen um etwa 5 bis 10 Prozent verteuert haben – und zwar nicht vom gegenwärtigen Mietzins (in unserem Beispiel 1755 Franken), sondern von der damaligen Marktmiete (2000 Franken). Unter Berücksichtigung beider Faktoren (350 Franken für das zusätzliche Zimmer und 150 Franken für die Marktvertéuerung) käme der Mieter bei einem Umzug in eine grössere Wohnung auf einen monatlichen Mietzins von 2500 Franken, also 40 Prozent mehr, als er aktuell bezahlt.

Diese ungünstige Konstellation ergibt sich, weil sich die Bestandesmieten (Mieten für fortbestehende Mietverhältnisse) und die Angebotsmieten mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten bewegen; durch den seit 2008 sinkenden Referenzzinssatz hat sich die Schere geöffnet. Die Folge davon ist, dass Mieter in den letzten

Jahren eine kontinuierlich abnehmende Umzugsneigung zeigten.

Vor- und Nachteile für Mieter...

Der tiefe hypothekarische Referenzzinssatz hat aus Mietersicht auch seine Tücken. So wie die jetzigen tiefen Zinsen vor fünf Jahren unvorstellbar waren, ist nicht auszuschliessen, dass sich der Referenzzinssatz in fünf Jahren wieder auf dem Niveau von 2008 einpendeln wird. Pro 25 Basispunkte Anstieg des Referenzzinssatzes darf der Vermieter die Miete um 3 Prozent anheben (ohne Berücksichtigung der Teuerung und höherer Unterhaltskosten). Steigt der Referenzzinssatz also wieder auf 3,5 Prozent, wird der Mieter in unserem Beispiel für die neu bezogene Wohnung mit dem zusätzlichen Zimmer bereits über 3000 Franken bezahlen müssen – also rund 70 Prozent mehr als momentan für die kleinere Wohnung.

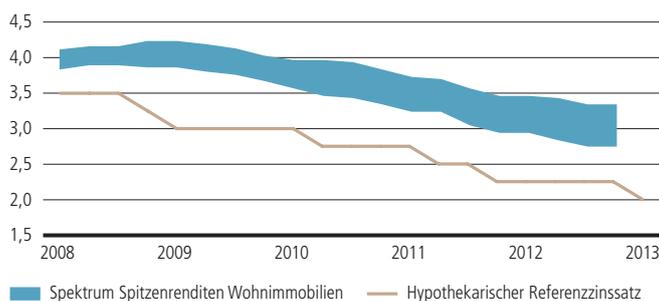
Allerdings relativieren zwei Aspekte diese mögliche Entwicklung. Erstens kann man davon ausgehen, dass der Referenzzinssatz noch mehrere Quartale beim aktuellen Rekordtief verharren wird. Eine Erhöhung auf 3,5 Prozent in fünf Jahren scheint im jetzigen konjunkturellen Umfeld wenig wahrscheinlich zu sein. Zweitens dürften sich viele Vermieter davor hüten, den Mietern die durch den steigenden Referenzzinssatz berechtigten Mietzinserhöhungen eins zu eins aufzubürden. Schliesslich liegt es nicht im Interesse des Vermieters, Mieterwechsel und Leerstände zu provozieren.

Claudio Saputelli
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

¹ Bei 0,25 Prozent Senkung des Referenzzinssatzes kann der Netto-Mietzins um 2,91 Prozent gesenkt werden, sofern der Referenzzinssatz unter 5 Prozent liegt.

Nettoanfangsrenditen und hypothekarischer Referenzzinssatz

Spitzenrenditen Wohnimmobilien der fünf grössten Schweizer Städte, in Prozent



Quellen: Wüest & Partner, BWO, UBS

...und Vermieter

Bei laufenden Mietverhältnissen nahmen die Mieterlöse über die letzten Jahre ab, da Senkungsansprüche gewährt wurden. Bei Mieterwechseln wird es der Vermieter jedoch nicht unterlassen haben, die neuen Anfangsmieten an die aktuellen Marktmieten anzupassen – trotz sinkender Finanzierungskosten dank tieferer Hypothekarzinsen.

Abgesehen von den ausserordentlich attraktiven Finanzierungsbedingungen, sorgten weitere Faktoren für eine starke Anlegernachfrage nach Mehrfamilienhäusern. In erster Linie waren dies die konstant tiefen Leerstände (schweizweit 1,5 Prozent), ein hohes Bevölkerungswachstum, getrieben durch die starke Einwanderung, und schliesslich die Tatsache, dass der Inflationsschutz bei Immobilienanlagen insbesondere im jetzigen Umfeld der Geldschwemme gefragt ist. Dies führte schweizweit zu einer Aufwertung der Mehrfamilienhäuser um durchschnittlich über 30 Prozent seit 2008. Gleichzeitig rutschten

auch die Nettoanfangsrenditen in den Keller, und zwar an Toplagen der fünf wichtigsten Schweizer Städte auf durchschnittlich etwas über 3 Prozent (Zürich gar 2,6 Prozent). Zum Vergleich: Ausschüttungsrenditen von breit diversifizierten, börsennotierten Immobilienanlagen liegen trotz geringerer Liquiditätsprämie teilweise höher.

Dennoch bleiben Mehrfamilienhäuser insbesondere bei institutionellen Anlegern hoch im Kurs. Solange die langfristigen Zinsen um die 1-Prozent-Marke mäandrieren und zudem aufgrund des sehr tiefen Referenzzinssatzes und der Möglichkeit, eine allfällige Teuerung auf die Mieterschaft zu überwälzen, ein gewisses Mietsteigerungspotenzial besteht, sind die aktuell tiefen Anfangsrenditen durchaus attraktiv. Eine Normalisierung der Zinslandschaft dürfte jedoch die Nachteile von Mehrfamilienhäusern als Kapitalanlage – wie Illiquidität, hoher Kapitalbedarf, Risiko von Mietausfällen, Kosten der Hausverwaltung – wieder stärker in den Vordergrund bringen.

Überblick Wohnimmobilien

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

	2014 ¹	2013 ²	2012	2011	10 Jahre ³
Wohnbau und Leerstände					
Reinzugang Wohnungen (Anzahl)	54 000	50 000	45 763	48 081	42 692
Leerwohnungsquote	1,0	1,0	0,9	0,9	1,0
Mietwohnungen					
Angebotspreise Mietwohnungen	3,0	2,8	3,1	2,8	3,1
Angebotspreise Mietwohnungen Neubau	0,5	1,0	1,1	-0,9	0,2
Preisindex Bestandesmieten	0,5	0,6	0,5	1,3	1,6
Hypothekarischer Referenzzinssatz ⁴	2,0	2,0	2,3	2,5	–
Leerstehende Mietwohnungen (Anzahl)	–	31 666	30 916	30 816	29 707
Gesamtrendite Direktanlage Wohnen	5,5	6,5	7,1	7,8	6,1
Eigenheime					
Angebotspreise Eigentumswohnungen	2,0	3,5	5,1	4,8	3,8
Transaktionspreise Eigentumswohnungen	–	5,0	6,7	8,6	6,0
Angebotspreise Einfamilienhäuser	2,0	4,5	3,7	4,1	3,3
Transaktionspreise Einfamilienhäuser	–	3,0	4,9	6,3	4,1
Wachstum Hypothekarkredite, alle Banken	4,0	4,6	5,1	4,8	4,6
Leerstehende Eigenheimwohnungen (Anzahl)	–	8342	8006	7601	7946

¹ Prognose UBS

² Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 3. Januar 2014)

³ Mittelwert: 2004 bis 2013

⁴ Ende Jahr

Quellen: Wüest & Partner, BFS, SNB, IPD, UBS

10-Millionen-Schweiz *ohne Immobilienboom*

Ein Anstieg der Bevölkerung oder der Einkommen führt in der langen Frist nicht zu höheren Immobilienpreisen. Dies gilt unabhängig vom Standort. Ob in der 10-Millionen-Schweiz Wohnraum bezahlbar sein wird, steht und fällt mit der Angebotsverknappung durch regulatorische Vorschriften.

Bis 2035 dürfte bei anhaltendem Trend die Schweizer Bevölkerung die 10-Millionen-Marke knacken und die reale Kaufkraft pro Kopf dürfte um 20 Prozent zunehmen. Wird bezahlbarer Wohnraum somit zur Mangelware? Drohen die Preise an attraktiven Wohnlagen durch die Decke zu gehen?

Aus historischer Sicht sind diese Befürchtungen als Träumerei der Hauseigentümer beziehungsweise Schwarzmalerei der Mieter einzustufen. Denn sie basieren auf gängigen Irrtümern, dass ein Bevölkerungsanstieg die Bodenknappheit fördert und folglich die Preise beflügelt, dass mit zunehmendem Wohlstand auch die Immobilienpreise klettern und dass Toplagen überdurchschnittlich vom Bevölkerungs- und Einkommensanstieg profitieren.

Langfristig stabile Immobilienpreise

Der Wahrheitsgehalt dieser Thesen ist empirisch nur schwer verifizierbar. Zur Überprüfung bedarf es sehr langfristiger Immobilienindizes, doch diese sind äusserst spärlich verfügbar. Zu den bekanntesten gehört der S&P/Case-Shiller-Hauspreisindex, der die Entwicklung der Häuserpreise in den USA seit Ende des 19. Jahrhunderts aufzeichnet. Ihm ist zu entnehmen, dass das inflationsbereinigte Preisniveau von 1990 demjenigen von 1890 entspricht (siehe Abbildung). Gleichzeitig hat sich aber die Bevölkerung in den USA vervierfacht und die Pro-Kopf-Einkommen haben sich verzehnfacht. Die Immobilienpreise folgten also nicht der Entwicklung der Wirtschaftsleistung.

Auch Schweizer Daten bekräftigen das Bild langfristig stabiler Immobilienpreise. Gemäss dem Landesindex für Konsumentenpreise lagen die realen Wohnkosten pro Haushalt in der Schweiz im Jahr 2013 rund 20 Prozent über dem Wert von 1934. Gleichzeitig hat aber die Fläche pro Wohnung stärker zugenommen. Die tatsächlichen Quadratmeterpreise waren damit in diesem Zeitraum rückläufig. Weder die Verdoppelung der Bevölkerung noch die Verdrei-

fachung des Einkommens pro Kopf seit 1934 scheinen den Preis pro Quadratmeter beflügelt zu haben. Eine Auswertung der vorhandenen Daten liefert keine Evidenz, dass das Bevölkerungs- und Einkommenswachstum landesweit zu höheren Preisen führte.

Wohlstand steigert die Flächennachfrage

Entscheidend für den geringen Einfluss des Wirtschaftswachstums auf die Preisentwicklung ist, dass das Angebot an Wohnraum in der langen Frist immer mit der Nachfrage Schritt halten konnte. Denn solange genug bebaubare Fläche verfügbar ist, steigen die inflationsbereinigten Immobilienpreise nur mit den Baukosten an.

Bei steigenden Einkommen erhöht sich aber die Zahlungsbereitschaft fürs Wohnen. Da die Kosten pro Quadratmeter aufgrund der Angebotsausweitung in den letzten 30 Jahren nur schwach anstiegen, konnte in der Schweiz der durchschnittliche Wohnflächenkonsum von 34 Quadratmeter im Jahr 1980 auf aktuell 45 Quadratmeter pro Person zulegen. So entwickelten sich die Wohnkosten (Preis mal Fläche) im Gleichschritt mit dem Einkommen; der Anteil der Wohnausgaben an den Gesamtausgaben blieb über die Zeit relativ konstant. Dies deckt sich mit den Beobachtungen aus anderen Ländern. Offen bleibt jedoch die Frage, ob die Zunahme wirtschaftlicher Kaufkraft nicht zumindest die Immobilienpreise an Toplagen in die Höhe treibt.

Toplagen im Wandel

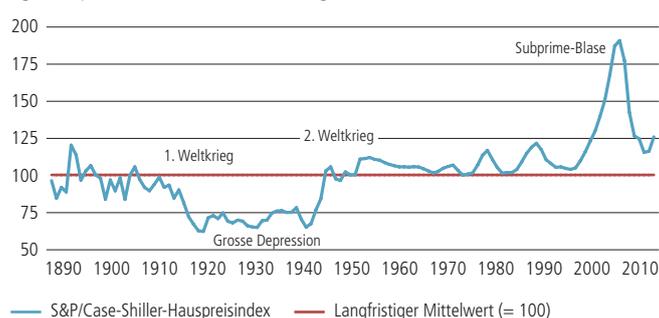
Gute Lagen sind per Definition ein knappes Gut. Doch nur die wenigsten guten Lagen unterliegen einer natürlichen Beschränkung. Meist gründet die Attraktivität in der kurzen

Elias Hafner
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

Matthias Holzhey
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

Langfristig kaum Wertsteigerung bei Eigenheimen

Eigenheimpreise in den USA (inflationsbereinigt, Index)



Quellen: Yale University, UBS

zeitlichen Distanz zu Arbeitsplätzen, Einkaufsmöglichkeiten und Kulturangeboten. Doch mit dem technischen Fortschritt und dem Ausbau des Verkehrsnetzes hat sich der Erreichbarkeitsradius der Zentren vervielfacht. Das Angebot an attraktiven Lagen war und ist deshalb dank des verkehrs- und bautechnischen Fortschritts stark vermehrt.

Dies spiegelt sich auch in den historischen Preisdaten für Zentren wider. So zeigt der Stadtzürcher Index für Konsumentenpreise, dass die Wohnungspreise in Zürich seit dem Ausbruch des Zweiten Weltkriegs nicht stärker zulegen als in der Gesamtschweiz. In Manhattan (New York) lag der reale Quadratmeterpreis 1999 sogar 30 Prozent unter dem Wert von 1899. Eine Langfriststudie über gute Lagen bietet auch der Herengracht-Index. Er zeigt, dass Realpreise über die Zeit zwar stark schwanken, die heutigen Preise im Zentrum Amsterdams aber etwa dem durchschnittlichen Niveau des 18. Jahrhunderts entsprechen. Folglich scheinen auch die Preise an Toplagen in der langen Frist nicht übermässig vom Bevölkerungs- und Einkommenswachstum zu profitieren.

Selbstverständlich gibt es Lagen mit einmaliger Aussicht oder direktem Seeanstoss, die auch bei Verbesserung der Erreichbarkeit nicht replizierbar sind. Diese dürften am ehesten von steigenden Einkommen profitieren, werden aber bereits heute mit einer Prämie gehandelt. Das Preisniveau steht jedoch in Beziehung zur Entwicklung der nahegelegenen Wirtschaftszentren (siehe Kasten zu Standortattraktivität, Seite 20).

Künstliche Verknappung als Preistreiber

Weder ein deutlicher Bevölkerungsanstieg noch eine starke Kaufkraftsteigerung dürfte einen langfristigen Einfluss auf das allgemeine Immobilienpreisniveau in der Schweiz haben. Kurz- bis mittelfristig ist das Angebot aber nur beschränkt erweiterbar. Einerseits unterliegt der Immobilienmarkt einer natürlichen Trägheit des Erstellungsmarkts: Das Wohnungsangebot kann aufgrund des Zeitbedarfs für Planung und Bau nur mit Verzögerung auf eine steigende Nachfrage reagieren. Andererseits kann die Trägheit des Erstellungsmarkts künstlich verschärft werden, so dass die wirtschaftlichen Anreize, neuen Wohnraum zu erstellen, abhanden kommen. Je stärker das Bauen durch

regulatorische Vorschriften erschwert wird und die Einzonung oder Verdichtung verhindert werden, desto stärker reagieren die Preise auf das Bevölkerungswachstum.

In den Städten ist aufgrund der hohen Bevölkerungsdichte die Ausweitung der Wohnfläche bereits schwierig. Doch gerade dort sind die Regulierungen am strengsten und blockieren die Bauvorhaben. So war die Bautätigkeit in Zürich, Genf und Lausanne in den letzten Jahren sehr tief, die Nachfrage nach diesen Zentrumsanlagen aber äusserst hoch. Die übermässigen Preisanstiege der letzten Jahre in den Städten dürften zu einem entscheidenden Teil in dieser künstlichen Knappheit gründen. Wird die 10-Millionen-Schweiz Realität, ohne dass die regulatorischen Hürden gesenkt werden, so könnten auch die teilweise bereits hohen Preisniveaus in den Zentren länger Bestand haben. Die historischen Beispiele aus Amsterdam, Manhattan oder Zürich zeigen aber, dass auch Preise an guten Lagen in der langen Frist nicht überdurchschnittlich zulegen und damit früher oder später korrigieren.

INTERNATIONAL TIEFE WOHNKOSTEN IN SCHWEIZER STÄDTEN

Steigender Wohlstand führt nicht zu proportional steigenden Wohnungspreisen, sondern macht Wohnen erschwinglicher. Dies zeigt die UBS Publikation *Preise und Löhne*, die die Kaufkraft in 72 Städten rund um den Globus vergleicht. Je tiefer das Entwicklungsniveau einer Volkswirtschaft, desto länger muss für dieselbe Wohnfläche gearbeitet werden. So müsste ein Durchschnittsverdiener in den meisten Metropolen Asiens und Lateinamerikas einen Grossteil seines Einkommens aufwenden, um eine 3-Zimmer-Wohnung im Stadtzentrum zu mieten; entsprechend ist der Flächenkonsum pro Kopf in diesen Städten wesentlich tiefer als in Ländern mit höheren Durchschnittseinkommen. In Europa hingegen fallen die Wohnkosten relativ zum Einkommen deutlich moderater aus. Die in Zürich und Genf für eine Wohnung aufzuwendende Arbeitszeit ist vergleichbar mit dem Arbeitsaufwand in den meisten Städten Westeuropas wie Berlin, Wien und Frankfurt sowie auch in Barcelona oder Madrid. Im Vergleich mit internationalen Finanzzentren ist das Wohnen in Schweizer Städten sogar günstig. In London, New York oder Singapur ist das Verhältnis der Wohnungspreise zu den Einkommen mindestens doppelt so hoch und liegt damit auf dem Niveau eines Entwicklungslands.

Wohneigentumsförderung *kann* Immobilienpreise anheizen

«Ein Wohnhaus trägt als solches zum Einkommen seines Bewohners nichts bei», schrieb bereits Adam Smith, Urvater der Ökonomie, vor über 200 Jahren. Viele Regierungen zielen dennoch immer wieder auf eine Anhebung der nationalen Wohneigentumsquote ab. Doch die ökonomischen Risiken rechtfertigen dieses Vorgehen nicht.

«Der Bund fördert den Wohnungsbau, den Erwerb von Wohnungs- und Hauseigentum, das dem Eigenbedarf Privater dient...», so will es die Schweizerische Bundesverfassung in Artikel 108 seit 1972. Kaum ein anderer Artikel in der Bundesverfassung sorgte seit seiner Aufnahme für mehr politischen Zündstoff. Während die einen kaum Gründe sehen, die staatliche Wohnbau- und Wohneigentumsförderung mit Millionen von Steuergeldern als Staatsaufgabe aufrechtzuerhalten, vertreten andere die Sichtweise, der Bund setze zu wenig Mittel ein, um die im internationalen Vergleich relativ tiefe Wohneigentumsquote von knapp 40 Prozent zu erhöhen.

Doch ist Letzteres die Aufgabe der Politik? Unbedingt, so die Clinton-Administration in den 1990er Jahren, als sie sich eine Erhöhung der Wohneigentumsquote von rund 65 auf 67,5 Prozent bis Ende 2001 auf die Fahne schrieb. Auch andere Regierungen bliesen ins gleiche Horn. Die dafür in unzähligen Studien angeführten Begründungen sind meist dieselben.

Vorteile auf wackligen Beinen

Das Streben nach Wohneigentum animiert die Haushalte zum Sparen, was der Wirtschaft vor allem in Krisenzeiten eine höhere Stabilität verleiht. Nach dem Erwerb von Wohneigentum können die Haushalte bei steigenden Immobilienpreisen Vermögen anhäufen. Erhebungen zeigen, dass sich Eigenheimbesitzer politisch und sozial stärker engagieren als Mieter, wovon schliesslich alle Einwohnerinnen und Einwohner profitieren. Dies wiederum wirkt sich positiv auf die generelle Wohnzufriedenheit aus. Kurzum: Eine höhere Wohneigentumsquote steigert nicht nur die Wohlfahrt der Eigentümer, sondern kommt über verschiedene Kanäle der ganzen Bevölkerung zugute.

Die Schlussfolgerung liegt nahe: je höher die Wohneigentumsquote, desto besser. Doch die genannten Argumente für eine hohe Wohneigentumsquote beruhen auf zwei wichtigen Annahmen: Es gibt keinen Immobiliencrash,

und die finanzielle Tragbarkeit der Eigenheiminvestition ist stets gewährleistet. Doch dies ist eine Fehleinschätzung, wie die einstürzenden Kartenhäuser in vielen Immobilienmärkten mit schmerzhaften finanziellen und sozialen Folgen gezeigt haben.

In den Vereinigten Staaten beispielsweise waren die Immobilienpreise zwischen 2006 und 2011 im nationalen Durchschnitt um über 30 Prozent eingebrochen – bis zu 60 Prozent alleine in Las Vegas. Bei 25 Prozent aller Eigenheimbesitzer überstiegen die Schulden auf dem Höhepunkt der Immobilienkrise den Marktwert ihres Hauses. Insgesamt verloren rund fünf Millionen Amerikaner ihr Eigenheim aufgrund von Zwangsvollstreckungen auf dem Hypothekemarkt, und noch mehr sahen sich gezwungen ihr Objekt zu verkaufen, meist wegen ihrer erdrückenden Hypothekenschuld. Mit identischen Problemen kämpfen Südeuropa, Grossbritannien, Irland und die Niederlande.

Differenzierter Ansatz bringt weitere Nachteile zutage

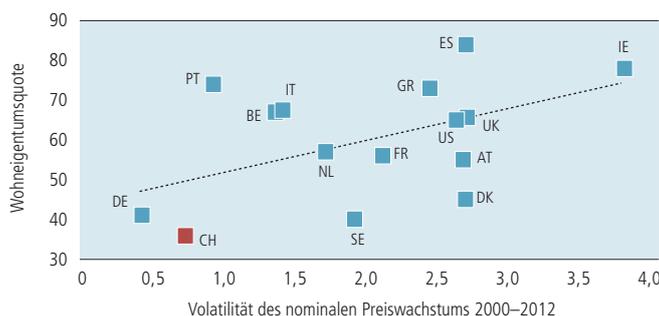
Die Rückschläge auf den Wohnimmobilienmärkten liessen immer mehr Stimmen laut werden, die die Vorteile einer hohen Wohneigentumsquote beziehungsweise deren staatlicher Förderung hinterfragen. Die eingangs erwähnten Vorzüge werden in neuen Studien einer kritischen Nachprüfung unterzogen und die ökonomischen Kosten stärker gewichtet. Die Ergebnisse zeigen fast unisono ein anderes Bild als noch vor der Finanzkrise.

Das Argument, Wohneigentum sei die wichtigste Form der Vermögensanhäufung privater Haushalte, hat sich in Ländern mit Immobilien-

Claudio Saputelli
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

In Ländern mit hohen Wohneigentumsquoten sind die Immobilienpreise volatiler

Zusammenhang von Wohneigentumsquote und Volatilität der Preisveränderungen, in Prozent



Quellen: BIS, Federal Reserve Bank of Dallas, CECODHAS, US Census Bureau, BFS, UBS

blasen so brüchig gezeigt wie die Immobilienpreise selber. Immobilien entwickeln sich in Rezessionszeiten zwar weit stabiler als Aktien, werden jedoch meist auf Kredit erworben. Brechen Aktien um 20 Prozent ein, so geht der Investor «nur» dieser Wertverminderung verlustig. Tauchen hingegen die Immobilienpreise um 20 Prozent, so zerrinnt bei einem mit 80 Prozent belehnten Haus das gesamte Eigenkapital, was zum Verlust des Wohneigentums führen kann. Auch verschlingen Investitionen in Immobilien eine verhältnismässig grosse Menge Geld, was in der Regel die Portfoliodiversifikation begrenzt. In vielen Industrieländern, so auch in der Schweiz, ist knapp die Hälfte der privaten Vermögen in Immobilien gebunden – ein grosses Klumpenrisiko. Weiter sind Immobilien hoch illiquid; ein Verkauf kann sich über Monate oder Jahre hinziehen. Hat ein Immobilieneigentümer einen Liquiditätsengpass, so kann er nicht einfach ein oder zwei Zimmer seines Hauses verkaufen. Bei Investitionen in Aktien und Anleihen lassen sich hingegen Vermögensanteile innert Tagesfrist veräussern.

Der aus makroökonomischer Perspektive oft zitierte Nachteil einer hohen Wohneigentumsquote liegt in der geringeren Mobilität von Arbeitnehmenden mit selbstgenutztem Wohneigentum gegenüber Mietern. Internationale Forschungsergebnisse zeigen, dass eine höhere Wohneigentumsquote mit einer höheren Arbeitslosenquote einhergeht. Mehr noch: «Negative equity» (der Marktwert der Immobilie ist tiefer als die Hypothekenschulden) verschlimmert die relative Immobilität markant, weil Eigentümer ihre Objekte ungern mit Verlust verkaufen. Und schliesslich erhöht die staatliche Wohneigentumsförderung die Attraktivität für Wohneigentum relativ zu Mietwohnungen, was die Nachfrage nach Immobilien anheizt. Folglich steigen die Preise und mit ihnen auch die Gefahr einer Immobilienblase.

Moderate Wohneigentumsförderung – ein Glücksfall für die Schweiz

Viele Regierungen, die Wohneigentum stark fördern, argumentieren, dass dadurch das Wirtschaftswachstum über den Bauwirtschaftskanal angekurbelt wird. Wie aber eine Studie des Eidgenössischen Finanzdepartements zum Thema Wohnungspolitik in der Schweiz zeigt, geht dabei oft vergessen, dass

die in den Eigenheimmarkt investierten Vermögensteile produktivitätserhöhende und damit wachstumswirksame Investitionen bei den Unternehmen vermindern.

Obwohl in der Schweiz der Bund den Erwerb von selbstgenutztem Wohneigentum fördert, tut er dies im Vergleich zu andern Ländern moderat. Die Förderung erfolgt vorwiegend über die steuerlich begünstigten Vorbezugsmöglichkeiten aus den Säulen 2 und 3a. Diese Zurückhaltung zahlt sich aus, wie die schlechten Erfahrungen im Ausland belegen. Weitblickend zeigte sich auch das Schweizervolk an der Urne, das eine Ausweitung der Förderung trotz tiefer Wohneigentumsquote immer wieder ablehnte. Es erkannte, dass Immobilienpreise viel eher einem gesunden Wachstumspfad folgen, wenn sich Regierungen möglichst wenig einmischen.

EIGENTUMSQUOTEN – LÄNDERVERGLEICHE HINKEN

Im internationalen Vergleich der Wohneigentumsquoten liegt die Schweiz mit knapp 40 Prozent abgeschlagen am Ende der Rangliste. Manche Länder weisen mehr als das Doppelte auf. So zum Beispiel Spanien mit 86 Prozent, wo das Franco-Regime die Wohneigentumsquote stark in die Höhe trieb, um die Bevölkerung durch eine Bindung an langfristige Kredite besser zu kontrollieren. Ausserdem darbt in Spanien der Mietwohnungsmarkt vor sich hin, denn Mieterhöhungen waren lange Zeit nicht möglich, so dass sich Investoren zurückzogen. In den Niederlanden beträgt die Wohneigentumsquote 54 Prozent. Der Staat bürgt dort teilweise für Zinszahlungen bei Hypotheken, weshalb Banken bis zu 100 Prozent belehnen. In den USA, wo in den 1990er Jahren den Banken durch verschiedene Subprime-marktgesetze die Bonitätsprüfung bei der Kreditvergabe untersagt wurde, sind es 67 Prozent. Alle drei Länder leiden noch heute an den Folgen ihrer geplatzten Immobilienblasen. Statt der Wohneigentumsquote wäre es wohl adäquater, in verschiedenen Ländern die Zufriedenheit der Bevölkerung mit der Wohnsituation zu vergleichen. Die Rangliste sähe ganz anders aus. Eine Umfrage von gfs.bern (2005) zeigt für die Schweiz: 95 Prozent der Befragten antworteten «eher zufrieden» bis «sehr zufrieden» – ein im internationalen Vergleich wohl einmaliges Resultat.

30-Jahres-Festhypotheken mit geringem Mehrwert

Das aktuell tiefe Zinsniveau bis ins Jahr 2044 mit einer langfristigen Hypothek zu fixieren, wäre für Hypothekendarnehmer verlockend. Hierzu müssten die Banken die Hypotheken an Investoren verkaufen. Die Kosten eines Systemwechsels würden den Nutzen jedoch übersteigen.

Obwohl wir in den nächsten zwei Jahren nicht mit einer starken Zinserhöhung rechnen, kann diese Gefahr mittelfristig nicht ausgeschlossen werden. Würden Haus- und Wohnungseigentümer ihre Hypothekarverpflichtungen auf dem aktuell tiefen Niveau fixieren, könnten sie einem möglichen Kostenschok vorbeugen. Was für den einzelnen Haushalt gilt, lässt sich auch auf den Gesamtmarkt übertragen: Je länger die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden Hypotheken, desto geringer der negative Effekt einer Zinserhöhung auf das Konsumverhalten und die Zahlungsfähigkeit der Haushalte.

In den USA gehören 30-Jahres-Festhypotheken seit langem zur Realität, ihr Marktanteil beträgt fast 90 Prozent. Solche Finanzierungen sind zu einer Prämie von 2 Prozentpunkten auf die zehnjährige US-Staatsanleihe erhältlich. Auf die Schweiz übertragen würde die 30-Jahres-Festhypothek demnach zu 3 Prozent verzinst. Warum werden hierzulande keine derart langfristigen Hypotheken angeboten?

Langfristige Hypotheken bedürften eines Systemwechsels

In Dänemark zum Beispiel fiel der Anteil langfristiger fixer Hypotheken von fast 100 Prozent im Jahr 2000 auf aktuell unter 30 Prozent. Das Beispiel zeigt, dass die meisten Wohneigentümerinnen und -eigentümer tiefere Zinskosten und dafür kürzere Laufzeiten der langfristigen Absicherung vorziehen. Das fehlende Angebot an langfristigen Hypotheken in der Schweiz lässt sich somit teilweise mit der mangelnden Nachfrage erklären. Doch der Hauptgrund liegt im System. Der Verkauf langfristiger Hypotheken ist riskant, wenn die Finanzierung – wie in der Schweiz – grösstenteils durch Spargelder erfolgt. Es besteht dabei das Risiko, dass eine Bank in die Situation gerät, ihre Sparguthaben höher verzinsen zu müssen, als die vergebenen Hypotheken verzinst werden (Zinsrisiko). Auch kann eine Bank Hypotheken nicht einfach kündigen, falls Sparguthaben abgezogen werden (Liquiditätsrisiko). Eine weitere Gefahr liegt in der hohen Wahrscheinlichkeit, dass sich die

Lebensumstände eines Kreditnehmers über eine Periode von 15 bis 30 Jahren substantiell ändern und er den Kredit vorzeitig zurückzahlen muss.

Um langfristige Hypotheken anzubieten, braucht es Alternativen zur Finanzierung über Spargelder. In den USA wird der grösste Teil der Hypotheken an Investoren weiterverkauft. Die Bank arbeitet dabei hauptsächlich als Vermittlerin zwischen den Marktteilnehmern. Da sie keine Hypotheken in den Büchern hält, fällt weder ein Zins- noch Liquiditätsrisiko an. Um einer möglichen Änderung der Lebensumstände der Hypothekendarnehmer Rechnung zu tragen, wird ihnen die kostenlose Rückzahlungsmöglichkeit der Hypothek garantiert. Ob dieses System mit dem Verkauf der Hypotheken in der Schweiz funktionieren könnte und sich 30-Jahres-Festhypotheken zu wettbewerbsfähigen Konditionen anbieten liessen, hängt ab von den Kosten der Rückzahlungsoption, des Zahlungsausfallsrisikos und der Verbriefung.

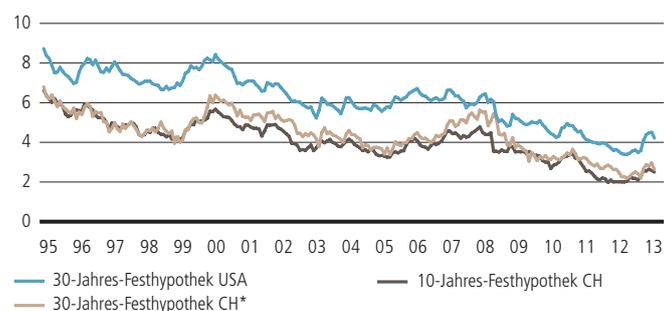
Kosten der Rückzahlung

Die Option, eine Hypothek ohne Mehrkosten zurückzahlen zu können, ist fast eine Notwendigkeit von 30-Jahres-Festhypotheken. Doch die Gegenpartei – der Käufer der Hypothekendarleihe – will für das eingegangene Risiko entschädigt sein. Denn die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass eine 30-jährige Hypothekendarleihe schon vor Ende ihrer tatsächlichen Laufzeit zurückgezahlt wird. Sinken die Zinsen, so kann der Hypothekendarnehmer die alte Hypothek zurückzahlen und eine neue Hypothek zu tieferen Zinsen aufnehmen. Der Investor muss mit der

Matthias Holzhey
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

Günstige 30-Jahres-Festhypothek in den USA

Hypothekenzinsen in Prozent



* 30-Jahres-Festhypothek CH wurde auf Basis der Zinsdifferenz zwischen einer 10-Jahres-US-Staatsanleihe und den Zinsen einer 30-Jahres-Festhypothek in den USA berechnet. Diese Zinsdifferenz plus die Rendite von 10-Jahres-Bundesobligationen ergibt den hypothetischen Zins einer 30-Jahres-Festhypothek CH.

Quellen: Bloomberg, Economagic, UBS

Rückzahlung also immer zum für ihn ungünstigsten Zeitpunkt rechnen – entsprechend hoch ist der geforderte Aufpreis. In den USA wird aktuell für das Rückzahlungsrisiko schätzungsweise ein Aufpreis auf die zehnjährige Staatsanleihe von 1 Prozentpunkt gefordert. Für die Schweiz wäre dies eher eine obere Grenze, da zurzeit das Rückzahlungsrisiko angesichts der bereits extrem tiefen Zinsen relativ gering ist.

Kosten des Zahlungsausfalls

Die Risiken eines Zahlungsausfalls sind nicht davon abhängig, wie die Hypothek finanziert wird. In der Schweiz trägt die Bank dieses Risiko und fordert dementsprechend eine Kompensation. Bei Verbriefung und Verkauf der Hypotheken an Investoren tragen diese im Normalfall das Zahlungsausfallsrisiko. Für einen Pool hochwertiger Hypotheken dürfte die Prämie bei maximal 0,5 Prozentpunkten liegen. Um die Zinskosten für Käufer von Wohneigentum tiefzuhalten, übernimmt in den USA der Steuerzahler das Zahlungsausfallsrisiko für den Investor.

Kosten der Verbriefung

Der Markt für verbrieft Hypotheken beläuft sich in den USA auf 8,5 Billionen US-Dollar; pro Monat werden aktuell rund 150 Milliarden US-Dollar an Verbriefungen emittiert. Bei diesen riesigen Volumen ist es klar, dass der Verbriefungsprozess höchst standardisiert ist und damit zu relativ geringen Kosten durchgeführt werden kann. In der Schweiz müssten erstens diese Strukturen aufgebaut werden, was mit hohen Kosten verbunden wäre; immerhin erlaubt die bestehende Gesetzgebung grundsätzlich eine Verbriefung nach amerikanischem Vorbild. Doch zweitens würden aufgrund der beschränkten Marktgrösse und damit geringen Volumina die Kosten der Emittenten deutlich höher liegen als in den USA.

In der Schweiz nicht wettbewerbsfähig

Unter dem Strich wäre eine 30-Jahres-Festhypothek in der Schweiz kaum konkurrenzfähig. Das Rückzahlungsrisiko schlägt mit 1 Prozentpunkt zu Buche und das Zahlungsausfallsrisiko mit 0,5 Prozentpunkten. Hinzu kommt noch eine Entschädigung an die Bank für die Vergabe der Hypothek von mindestens 0,5 Prozentpunkten plus Kosten für die Verbriefung in unbekannter Höhe. Der Zins einer 30-Jahres-Festhypothek dürfte also hierzulande bei gut 4 Prozent liegen. Damit wäre das

Produkt im Vergleich zu einer traditionellen Zehn-Jahres-Festhypothek zu 2,5 Prozent nicht mehr attraktiv. Solange genügend Spargelder vorhanden sind, um Hypotheken zu refinanzieren, können sich in der Schweiz 30-Jahres-Festhypotheken wohl kaum etablieren.

Grundsätzlich besteht für Hypothekenehmer zwar die Möglichkeit, eine Libor-Hypothek am Kapitalmarkt gegen Zinserhöhungen für die nächsten 30 Jahre abzusichern. Doch diese Art von Versicherung birgt komplexe Risiken (wie Gegenpartierisiko, Zinsrisiko) und ist daher nur für grosse oder institutionelle Immobilieninvestoren eine Option. Private Käufer von Wohneigentum werden sich also weiterhin kaum langfristig absichern können. In den letzten Jahren führte die relativ kurze Laufzeitstruktur bei Hypotheken in der Schweiz dazu, dass die Zinsbelastung schnell auf Änderungen der Leitzinsen reagierte. So fiel der durchschnittlich gezahlte Hypothekenzins von fast 3,5 Prozent im Jahr 2008 auf aktuell rund 2,1 Prozent und half, den Schock der Finanzkrise abzufedern – ein Nebeneffekt der kürzeren Dauer von Hypothekarkrediten, der für die Schweizer Volkswirtschaft im Nachgang der Finanzkrise sehr vorteilhaft war.

UNTERSCHÄTZTES FRISTENRISIKO

Vor Filialen von Northern Rock, der fünftgrössten Hypothekbank Grossbritanniens, bildeten sich am 14. September 2007 lange Schlangen. Innerhalb von drei Tagen hoben verängstigte Kunden rund 2 Milliarden Pfund ab. Northern Rock hatte sich nicht mit zweitklassigen Hypotheken verspekuliert, sondern wurde Opfer einer missglückten Fristentransformation. Das Unternehmen finanzierte die Hypothekengabe nicht nur über Kundengelder, sondern über die Aufnahme von kurzfristigen Krediten am Kapitalmarkt. Die kleine Regionalbank Northern Rock konnte so innert zehn Jahren zur fünftgrössten Hypothekbank Grossbritanniens aufsteigen.

Als die Geldmarktzinsen im Sommer 2007 sprunghaft anstiegen, geriet das Geschäftsmodell plötzlich ins Trudeln. Kurzfristige Kredite kosteten mehr, als langfristige Hypotheken einbrachten. Zusätzlich musste Northern Rock innert dreier Monate 25 Milliarden Pfund refinanzieren, was sich auf dem damals ausgetrockneten Geldmarkt als unmöglich erwies. In der Folge ging das Unternehmen Pleite und wurde verstaatlicht. Das Beispiel lehrt, dass es sich über Jahre hinweg als lukrativ erweisen kann, das Fristenrisiko auszureizen. Doch wer es unterschätzt, wird in der langen Frist fast immer bestraft.

Wohneigentum *nicht immer* *die optimale Altersvorsorge*

Ob Kauf oder Miete einer Wohnimmobilie ist für die Vorsorgeplanung entscheidend. Trotz der aktuell tiefen Hypothekarzinsen darf das Risiko des Immobilienkaufs nicht unterschätzt werden. Die Vorsorge-Investition in ein Eigenheim empfehlen wir nur, wenn genügend sonstige Finanzmittel vorhanden sind.

Ein eigenes Heim suggeriert finanzielle Sicherheit im Alter. Doch der Erwerb von Wohneigentum als Vorsorgeobjekt muss gut überlegt sein, damit die Rechnung auch im Rentenalter aufgeht. Denn die laufenden Zahlungen des Eigentümers werden im Vergleich zur Miete häufig unterschätzt und die langfristige Wertänderung des Objekts überschätzt.

Kostenrechnung bei Kauf und Miete vergleichen

Die Kostenrechnung einer Mietwohnung wird durch die Höhe des Mietzinses bestimmt. Beim Erwerb von Wohneigentum hingegen beschränken sich die laufenden Kosten nicht bloss auf die Hypothekarzinsen. Obwohl das Zinsniveau zurzeit verlockend tief ist, muss langfristig mit Zinserhöhungen gerechnet werden. Doch damit ist es noch nicht getan.

Erstens muss der Eigenheimbesitzer die Hypothek gemäss Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung spätestens nach 20 Jahren auf maximal zwei Drittel des Belehnungswerts der Liegenschaft amortisieren. Da die Fremdfinanzierung der Wohnimmobilie höchstens 80 Prozent des Kaufpreises betragen darf, ist zweitens ein relativ grosser Eigenmitteleinsatz notwendig. Das gebundene Kapital kann nicht mehr produktiv arbeiten, und es fallen Opportunitätskosten (entgangene Gewinne alternativer Anlagen) an. Ein Vorbezug von Pensionskassengeldern zur teilweisen Finanzierung des Eigenkapitalanteils ist zwar möglich, doch es reduziert das Alterskapital und somit die späteren Rentenzahlungen. Falls das dadurch verringerte Einkommen im Pensionsalter nicht ausreicht, um den gewohnten Lebensstandard zu gewährleisten, sollte nach dem Immobilienkauf ein zusätzliches Rentenkapital angespart werden. Und drittens müssen beim Erwerb von Wohneigentum die Unterhalts- und Nebenkosten der Immobilie und anfallende Steuern (Eigenmietwert, Liegenschaftsteuer) sowie die oft unterschätzten Sanierungskosten eingerechnet werden.

Beispiel Kostenvergleich

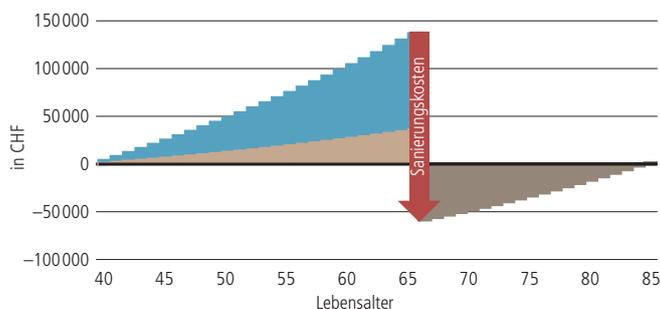
Wir vergleichen die laufenden Kosten beim Eigenheimkauf zum Preis von 750 000 Franken mit 80 Prozent Belehnung zu einer Verzinsung von 2,5 Prozent mit den Mietkosten eines vergleichbaren Objekts zu monatlich 2500 Franken. Aufgrund der aktuellen Marktsituation ergibt sich gemäss unserer Berechnung beim Kauf im Gegensatz zur Miete – unter Berücksichtigung von Zinsaufwendungen, Neben- und Unterhaltskosten sowie Opportunitätskosten des investierten Eigenkapitals – eine jährliche Kostenersparnis von lediglich 1000 Franken. Bei Zinssteigerungen kann die Ersparnis jedoch schnell ins Negative drehen. Auch variiert dieser Betrag stark je nach Region und Objekt. So resultiert für einige Agglomerationen und Touristenorte aufgrund stark angestiegener Wohnimmobilienpreise bereits heute ein relativer Nachteil aus dem Eigenheimkauf.

Betrachtung über den gesamten Investitionshorizont

Wir gehen trotz grosser regionaler und objektspezifischer Unterschiede von einer jährlichen Kostenersparnis von 1000 Franken aus und erstellen eine Kostenrechnung über den gesamten Lebenszyklus des Käufers (siehe Abbildung). Der Eigenheimbesitzer tätigt den Kauf im Alter von 40 Jahren. Er investiert die Ersparnisse gegenüber der Miete laufend und erwirtschaftet damit eine Rendite von 2,5 Prozent (blau). Zusätzlich häuft er einen Erneuerungsfond (beige) an, den er jährlich mit 3000 Franken (0,4 Prozent des Kaufpreises) speist;

Sanierungskosten reduzieren die Attraktivität des Immobilienkaufs

Der Erneuerungsfond deckt die Sanierungskosten nicht



■ Kumulierte Ersparnisse relativ zur Miete ■ Der Restbetrag wird im Rentenalter durch Kostenersparnisse relativ zur Miete ausgeglichen
■ Kumulierter Erneuerungsfond
■ Sanierungskosten von CHF 200 000 übersteigen das angesparte Erneuerungskapital, der Restbetrag muss finanziert werden

Quelle: UBS

Maciej Skoczek
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

Veronica Weisser
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

dieser wird ebenfalls verzinst. Nach 25 Jahren nimmt er eine umfassende Sanierung in der Höhe von 200 000 Franken vor, die nicht durch die angesparten Mittel (beige und blau) gedeckt ist. Die Sanierungskosten, welche die Ersparnisse und den Erneuerungsfonds übersteigen, werden durch zwei Komponenten finanziert: den laufenden Kostenvorteil der darauffolgenden Jahre sowie die künftigen Zahlungen in den Erneuerungsfonds. Über den gesamten Investitionshorizont betrachtet ergibt sich beim Kauf erst langfristig, im Beispiel 45 Jahre nach dem Erwerb des Eigenheims, ein finanzieller Vorteil gegenüber der Miete. Dieser fällt desto höher aus, je geringer der Sanierungsaufwand ausfällt und je länger die Immobilie ohne Sanierungen genutzt wird.

Wertentwicklung der Investition

Bei der Frage Kauf oder Miete ist neben den Kostenüberlegungen auch die Wertschwankung der Eigenheiminvestition zu beachten. Falls der Wert des Eigenheims durch konjunkturbedingte Preisbewegungen, Altersentwertung oder unvorhersehbare externe Faktoren wie eine Änderung der Standortattraktivität (siehe Kasten) sinkt, verpufft auch das investierte Kapital. Ist beim Verkauf der Liegenschaft die Hypothek nicht amortisiert oder ist der erzielte Verkaufspreis niedriger als die Hypothekarschuld, bleibt der Eigentümer gar auf Schulden sitzen. Zudem haben die meisten Eigenheimbesitzer den Grossteil ihres Vermögens in einer einzigen Immobilie gebunden. Aus Portfoliosicht sind sie dadurch einem nicht zu unterschätzenden Klumpenrisiko ausgesetzt. Dieses wiegt umso schwerer, je geringer das Restvermögen des Eigenheimbesitzers ist.

Der finanzielle Erfolg der Investition ist eher gesichert, wenn die Wohnimmobilienpreise zum Zeitpunkt des Kaufs relativ zu den Einkommen niedrig sind, wie dies nach der deutlichen Preiskorrektur Mitte der 1990er Jahre der Fall war. Schreitet anschliessend das Wirtschaftswachstum und entsprechend auch das Immobilienpreiswachstum über viele Jahre solide voran, können Eigenheimbesitzer ansehnliche Gewinne verbuchen. Dies ist auch der Fall, wenn die Preise für Wohnimmobilien mit der Inflation Schritt halten. In diesem Fall

können Eigenheimbesitzer insbesondere bei Fixhypotheken mit langer Laufzeit profitieren; sie bleiben vom inflationsbedingten Zinsanstieg verschont, und ihre reale Schuldenlast sinkt. Dieser Vorteil gilt aber nur bedingt. Sind die Eigenheime bei anziehender Inflation schon überbewertet, kann der Zinsanstieg die Immobilienpreise einbrechen lassen.

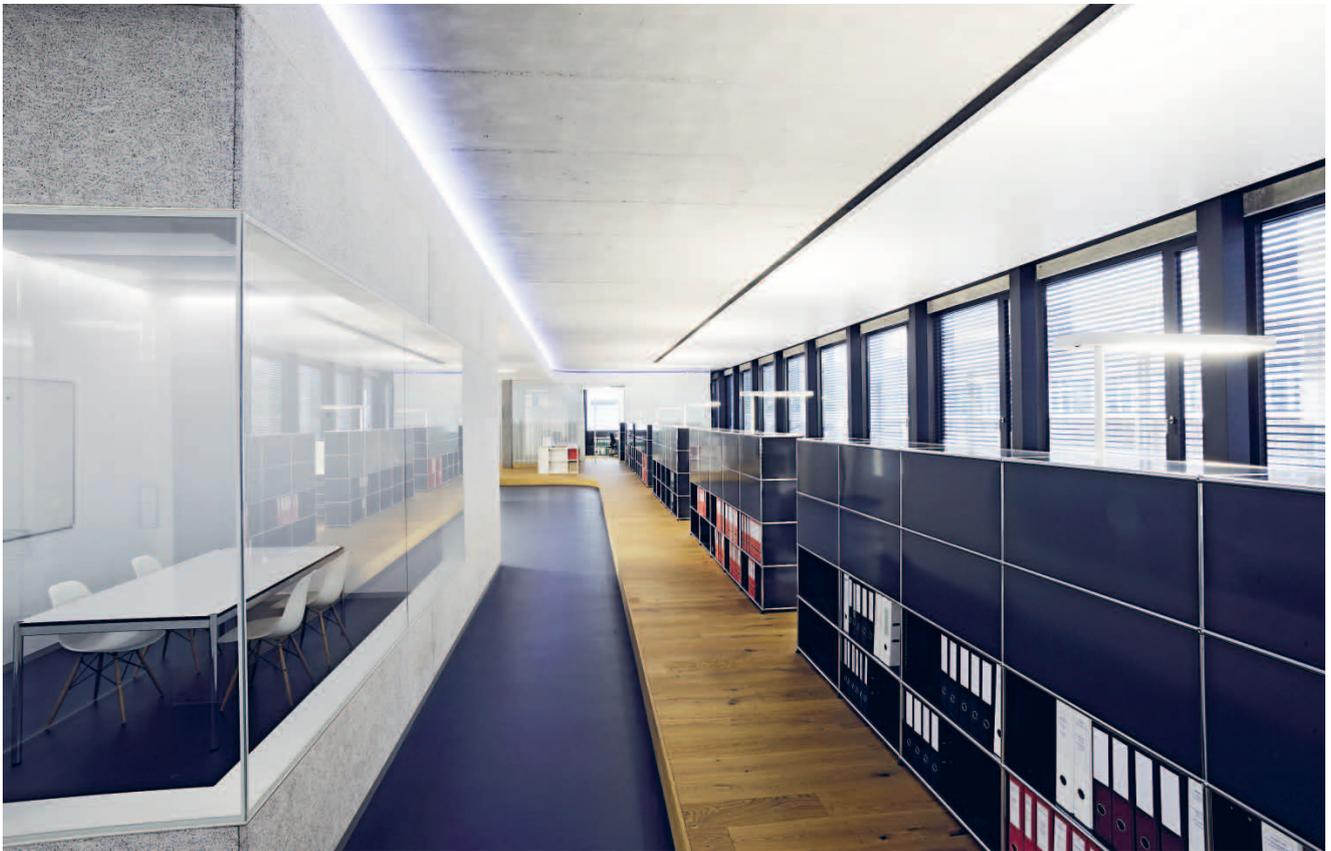
Zusatzvermögen als Puffer erforderlich

Die Eigenheiminvestition birgt wie jede andere Kapitalanlage Chancen und Risiken. Mit zunehmendem Alter des Eigentümers fallen die Risiken stärker ins Gewicht, denn er kann unvorhersehbare finanzielle Verluste nur begrenzt wieder wettmachen. Diese Sorge hat der Mieter nicht. Im Hinblick auf die Altersvorsorge empfehlen wir daher nur bei ausreichendem Zusatzvermögen eine Investition in Wohneigentum.

WERTERHALTUNG UNSICHER

Der Uhrmacherskanton Neuenburg war Anfang des 20. Jahrhunderts der drittreichste Kanton der Schweiz. Das damals stark landwirtschaftlich geprägte Zug hingegen gehörte zu den ärmeren Kantonen. In Neuenburg waren auch die Immobilienpreise höher als in Zug, in der Stadt Neuenburg beispielsweise lagen sie 1920 rund 15 Prozent über den Preisen der Stadt Zug. Doch in den letzten 100 Jahren hat sich das Blatt gewendet. Durch immer schnellere Verkehrswege rückte Zug «näher» zu Zürich und konnte von dessen wirtschaftlichen Entwicklung profitieren. Vor allem die ab 1921 eingeleiteten Steuerreformen erhöhten die Standortattraktivität von Zug massiv – er wurde selber zu einem Wirtschaftszentrum. Hingegen warfen die Krisen in der Uhrenindustrie den Kanton Neuenburg wirtschaftlich deutlich zurück.

Durch die unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklung der Standorte verschoben sich die Preisverhältnisse, da der Wert einer Immobilie stark von der Standortattraktivität abhängt. So ist heute Wohnraum im Kanton Zug doppelt so teuer wie in Neuenburg, was im Jahr 1900 wohl kaum vorauszu sehen war. Gleichermassen ist die Wertentwicklung einer Immobilie über die nächsten 20 bis 30 Jahre kaum abschätzbar. Wer sich bei einer Investition in ein Eigenheim zur finanziellen Absicherung für das Alter auf die aktuelle Standortattraktivität verlässt, handelt kurzsichtig. Langfristig ist auch diese nicht stabil.



Geschäftsimmobilien

Büroflächen – *hohe Prämie für stabiles Einkommen*

Büroflächen sind im Moment keine Kaufgelegenheit. Investitionen über indirekte Immobilienanlagen weisen das bessere Chance-Risiko-Verhältnis auf. Wir erwarten im Laufe des Jahres eine leichte Entspannung bei den Bewertungen von Büroflächen.

Direkt gehaltene Büroflächen haben seit dem Jahr 2008 gemäss Investment Property Datenbank (IPD) eine durchschnittliche Netto-Einkommensrendite von 4,8 Prozent generiert, was angesichts tiefer Zinsen und der vorherrschenden Unsicherheit an den Finanzmärkten durchaus attraktiv ist. Auch das Leerstandsrisiko war dank dem hohen jährlichen Beschäftigungswachstum von über 1,5 Prozent gering. Insgesamt waren die Rahmenbedingungen in den vergangenen Jahren auf dem Geschäftsflächenmarkt sehr gut, so dass die Bürobewer-

tungen luftige Höhen erklommen. Für Investoren, die jetzt in Büroflächen investieren möchten, stellt sich aber folgende Frage: Reicht die aktuelle Nettoanfangsrendite von rund 3 Prozent für Spitzenlagen noch aus, um für die Illiquidität, die hohe Kapitalintensität und mögliche Leerstände zu entschädigen sowie unerwartete Unterhaltskosten zu decken?

Indirekte und ausländische Investitionen attraktiver

Ob Anfangsrenditen zu hoch oder zu tief sind, hängt von der künftigen Wirtschaftsentwicklung ab und kann deshalb nicht abschliessend beantwortet werden. Doch um das Bewertungsniveau einzuschätzen, bietet sich ein Vergleich mit verschiedenen Alternativen an. Wichtiger als die absolute Renditedifferenz der Anlageklassen ist dabei deren Entwicklung in den letzten zehn Jahren.

Matthias Holzhey
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

Büroflächen bieten zurzeit fast 2 Prozentpunkte mehr Rendite als zehnjährige Eidgenossen, was sehr verlockend ist. Auch im historischen Vergleich liegt diese Renditedifferenz klar über dem Durchschnitt. Büroinvestitionen haben gegenüber Staatsanleihen weiterhin die Nase vorn.

Der Immobilienmarkt bietet jedoch auch andere Partizipationsmöglichkeiten als Direktanlagen. Erstens kann ein Investor börsennotierte Immobilienfonds oder -aktien erwerben. Die Volatilität solcher Anlagen (vor allem der Aktien) ist auf dem Papier natürlich höher als bei Direktinvestitionen. Doch der prozentuale Dividendenertrag war in den letzten zehn Jahren verhältnismässig konstant. Aktuell liegt die durchschnittliche Dividendenrendite aller Schweizer Immobilienaktien und -fonds bei 3,5 Prozent, was die Anfangsrendite von Büroflächen an Toplagen übersteigt. Da Direktinvestitionen alleine aufgrund ihrer geringen Liquidität mehr Rendite bieten müssten, lässt dies auf eine Überbewertung der Preise für Büroflächen schliessen.

Zweitens können auch Büroinvestitionen an Toplagen in europäischen Grossstädten als Alternativen zu Direktanlagen dienen. Bei ähnlich geringem Leerstandrisiko lagen deren Renditen im historischen Durchschnitt rund 1,2 Prozentpunkte höher als in Genf oder Zürich. Doch aktuell rentieren Toplagen in Europa sogar knapp 2 Prozentpunkte höher als ihre Schweizer Pendanten. Auch im internationalen Vergleich scheinen Schweizer Büroflächen damit relativ teuer zu sein.

Kein Mietpreiswachstum zu erwarten

Eine tiefe Anfangsrendite respektive eine hohe Bewertung kann durch starkes Mietwachstum kompensiert beziehungsweise gerechtfertigt werden. Doch in den nächsten Jahren kann nicht mit höheren Mieterträgen bei Büroflächen gerechnet werden, denn hohe Bauvorhaben deuten auf eine Verschlechterung der Belegungsquote hin. Wir erwarten eine Zunahme der Leerflächenquote um 1,2 Prozentpunkte bis 2015; zunehmende Leerstände wirken sich in der Regel nachteilig auf die Mieten aus. Die Perspektiven sind dabei in den vier grössten Schweizer Städten ähnlich schlecht. Es wird mehr gebaut, als voraussichtlich nachgefragt werden wird, wobei die Nachfrage-lücke in Zürich und Genf noch moderater sein

dürfte als in Bern und Basel. Zürich ist wohl dank seiner noch relativ tiefen Leerstandsquote – trotz des absolut grössten Flächenwachstums von rund 240 000 Quadratmetern bis 2015 – noch am besten gewappnet, um die Mieterträge stabil zu halten oder zumindest den Angebotsüberhang relativ schnell abzutragen.

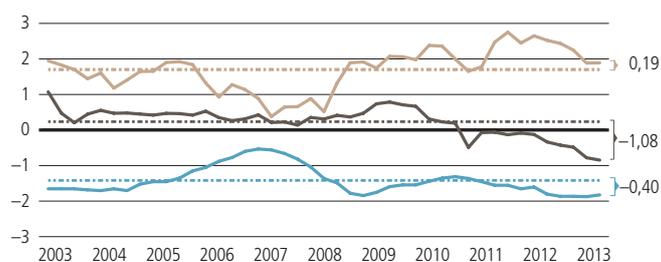
Dennoch werden stolze Preise für Büroflächen entrichtet. Worauf gründet diese hohe Zahlungsbereitschaft? Wer in Büroflächen investiert, erwirbt einen stabilen Einkommensstrom, zahlt für diese Sicherheit aber eine hohe Prämie. Angesichts der anhaltenden grossen Risiken in der Eurozone ist dies keine irrationale Strategie. Bei einer Rückkehr zu einer Normalität mit höheren Zinsen und tieferen Sicherheitsprämien wird der Investor jedoch mit Abschreibungen konfrontiert sein.

Entspannung erwartet

Wir erwarten im Laufe des Jahres eine leichte Entspannung bei den Bewertungen. Ausschlaggebend dürfte der sich fortsetzende graduelle Anstieg der langfristigen Zinsen sein. Damit wird sich die Renditedifferenz zu Büroinvestitionen verkleinern, was Druck hin zu höheren Anfangsrenditen ausübt. Fällt also die Zahlungsbereitschaft für stabile Mieteinnahmen, so sind im laufenden Jahr bei direkt gehaltenen Büroliegenschaften leicht negative Wertänderungsrenditen zu erwarten. Die Netto-Einkommensrenditen dürften hingegen trotz einer Zunahme der Leerflächenquote unverändert bei 4,5 Prozent verharren. Insgesamt dürfte die Einstiegsattraktivität von Büroflächen damit wieder etwas ansteigen.

Rendite direkter Schweizer Büroinvestitionen unattraktiv

Renditedifferenz zu Alternativenanlagen, in Prozent



— Relativ zu Spitzenrenditen von europäischen Bürodirektinvestitionen
 — Relativ zu Renditen von 10-Jahres-Bundesobligationen
 — Relativ zu Dividendenrenditen von indirekten Immobilienanlagen Schweiz

Gestrichelte Linien sind langfristige Mittelwerte; aktuelle Abweichungen zum Mittelwert in Prozentpunkten

Quellen: Wüest & Partner, JLL, SNB, Bloomberg, UBS

Verkaufsflächen – rückläufiges Mietsteigerungspotenzial

Aufgrund der starken Preisnachlässe für Konsumgüter vermag der Schweizer Detailhandel seine nominalen Umsätze kaum zu steigern. Dies führt zu einer geringeren Zahlungsbereitschaft für Verkaufsflächen und mindert das Wertsteigerungspotenzial von Detailhandelsimmobilien.

Die Konstanz, mit der Detailhandelsimmobilien andere Nutzungssegmente übertreffen, ist eindrücklich. Seit der Lancierung der IPD-Index-Reihen im Jahr 2002 war die Gesamtrendite direkt gehaltener Detailhandelsliegenschaften stets die höchste aller Segmente. Das Spitzenergebnis ist den hohen Wertsteigerungskomponenten zuzuschreiben. In den letzten elf Jahren werteten Detailhandelsimmobilien um 25 Prozent auf. Demgegenüber betrug die Wertsteigerung bei Wohnrenditeliegenschaften bescheidene 11 Prozent und bei Büroimmobilien 10 Prozent. Was steckt hinter dieser Erfolgsgeschichte?

Mietertragsentwicklung als Renditetreiber

Zweifellos haben die in den letzten Jahren stark gesunkenen Kapitalmarktzinsen zur Aufwertung von Schweizer Detailhandelsliegenschaften beigetragen. Gemäss Wüest & Partner senkten die Bewertungshäuser die Diskontierungssätze bei Detailhandelsobjekten seit 2002 um 10 Prozent. Die Anpassung erfolgte allerdings im Gleichklang mit anderen Segmenten; die Diskontsatzreduktion betrug bei Wohnrenditeliegenschaften 10 Prozent und bei Büroimmobilien 12 Prozent. Daher sind die Ursachen für die Überrendite von Detailhandelsimmobilien auf der Ertragsseite zu suchen.

Die in den Liegenschaftsbewertungen verwendeten Marktmieten (Mieten für Wiedervermietung) stiegen bei Detailhandelsimmobilien in den letzten elf Jahren mit geschätzten 15 Prozent deutlich stärker als in den anderen Segmenten. Im Rahmen der Mieterfluktuation konnten die Eigentümer von Detailhandelsimmobilien diese grösstenteils materialisieren. Davon profitierten insbesondere Objekte an zentralen Lagen, wo globalisierte Handelsketten dank hoher Umsätze und tiefer Betriebskosten die Mietpreisspirale ankurbelten. So verteuerten sich seit 2002

die Angebotsmieten im Spitzensegment um 53 Prozent. Im genannten Zeitraum verzeichneten die Detailhandelsimmobilien mit einem Plus von 7 Prozent als einziges Segment auch ein Wachstum bei den Mieten fortbestehender Mietverhältnisse. Die Stärke der Detailhandelsliegenschaften ist der relativen Schwäche der anderen Segmente zuzuschreiben. Ein sinkender Referenzzinssatz bei den Wohnungsmieten sowie der zunehmende Mietermarkt bei Büroflächen (Angebotsüberhang) liess die Mieteinnahmen in bestehenden Liegenschaftsportfolios nahezu auf unverändertem Niveau verharren. Demgegenüber profitierten Eigentümer von Detailhandelsflächen von einem nachfragestarken und im Vergleich zum Mietwohnungssektor relativ schwach reglementierten Umfeld.

Abnehmende Zahlungsbereitschaft

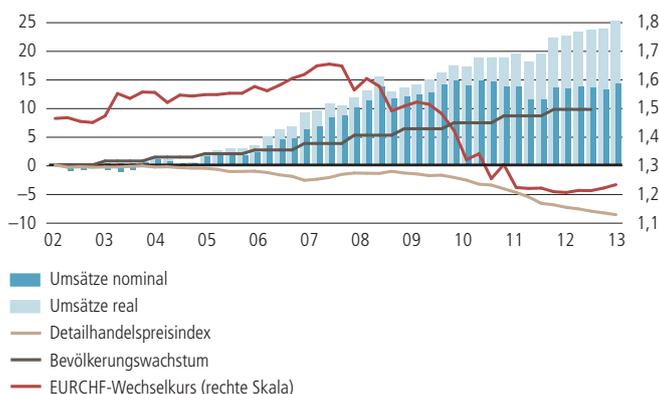
Bei Detailhandelsimmobilien ist demnach die Entwicklung der Mieterträge ausschlaggebend für die Wertentwicklung. Zwar konnte die Detailhandelsbranche seit 2005 dank guter Kauflaune und Bevölkerungswachstum den Absatz um real 25 Prozent steigern. Aufgrund der Preisabschläge ging die nominale Umsatzentwicklung seit 2010 jedoch in eine Seitwärtsbewegung über, was sich entsprechend auf die Zahlungsbereitschaft für Verkaufsflächen auswirkt.

Da die Preisabschläge im Non-Food-Bereich deutlich stärker ausfielen als im Lebensmittel-detailhandel, war im Non-Food-Bereich nomi-

Marcin Paszkowski
Global Asset Management
UBS AG

Nominale Umsatzentwicklung beeinträchtigt Mietsteigerungspotenzial

Detailhandelsumsätze (ohne Treibstoffe) seit 2002, kumuliert, in Prozent



Quellen: BFS, Bloomberg, UBS

nal gar eine negative Entwicklung zu beobachten. Der Hauptgrund dafür ist die Frankenstärke. Die Detaillisten sahen sich aufgrund des Einkaufstourismus und des verstärkten Wettbewerbs gezwungen, ihre Währungsvorteile im Wareneinkauf an die Kunden weiterzugeben, was eine Abwärtsspirale bei den hiesigen Detailhandelspreisen in Gang setzte.

Diese Abwärtsbewegung der Detailhandelspreise trifft letztlich die Eigentümer von Detailhandelsliegenschaften. Auch wenn die Talsohle bei den Preisrückgängen erreicht sein dürfte, wirken die negativen Umsatzeffekte der vergangenen Jahre weiterhin nach. Hinzu kommt, dass trotz anhaltendem Bevölkerungswachstum die Kaufkraft pro Kopf nicht ansteigen dürfte, da die neuen Migrantinnen und Migranten tendenziell tiefer qualifizierte Tätigkeiten, die entsprechend tiefer entlohnt werden, ausüben. In der Summe dämpfen die genannten Entwicklungen das reale Umsatzwachstum des Schweizer Detailhandels und führen zu einem rückläufigen Mietsteigerungspotenzial.

Standort und Mieterschaft entscheidend

In den kommenden Jahren sind deshalb tiefere Wertsteigerungen und Gesamtrenditen vorprogrammiert. Die verhaltenen Aussichten im Gesamtmarkt verlangen vom Immobilieninvestor eine konsequente Positionierung (wie bauliche Eingriffe oder Anpassungen im Mietermix) – insbesondere wenn man berücksichtigt, dass das Flächenangebot in den letzten Jahren stark angestiegen ist. So betrug die Flächenzunahme alleine bei den Einkaufszentren seit der Jahrtausendwende über 88 Prozent.

Bei Entscheidungen über Investitionen in Detailhandelsobjekte ist daher auf einen ausgewogenen Mietermix zu achten. Dank der Bevölkerungszunahme dürften das Food-Segment und diejenigen Non-Food-Segmente, die nicht unter dem wachsenden Online-Handel leiden (siehe Beitrag Seite 25), ihre Absätze steigern können. Standorte mit einem grossen Einzugsgebiet oder in der Nähe wachstumsstarker Ballungsräume haben ebenfalls gute Karten. Neueröffnungen in den erweiterten Agglomerationsgürteln dürften hingegen einen schwierigen Stand haben.

Überblick Geschäftsimmobilien

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

	2014 ¹	2013 ²	2012	2011	10 Jahre ³
Beschäftigung, Umsätze und Stimmung					
Beschäftigung Büro, in Vollzeitäquivalenten	3,0	2,7	3,1	1,9	2,2
Beschäftigung Handel, in Vollzeitäquivalenten	0,2	0,5	0,7	0,5	0,5
Detailhandelsumsätze, real	2,0	1,6	3,6	1,1	2,3
Index Konsumentenstimmung, Mittelwert	–	–4,0	–13,0	–3,0	–7,0
Büroflächen					
Angebotsmieten Büroflächen	–1,0	4,8	4,9	–1,4	1,4
Leerstandsquote Büroflächen	5,5	5,0	4,7	4,2	4,6
Netto-Cashflow-Rendite	4,5	4,5	4,4	4,9	4,8
Wertänderungsrendite	–0,5	1,0	1,8	2,7	1,0
Gesamtrendite Direktanlage Büro	4,0	5,5	6,3	7,7	5,9
Verkaufsflächen					
Angebotsmieten Verkaufsflächen	0,5	1,8	6,3	0,8	1,7
Netto-Cashflow-Rendite	4,0	4,0	4,3	4,5	4,7
Wertänderungsrendite	1,5	2,0	2,7	3,8	2,2
Gesamtrendite Direktanlage Handel	5,5	6,0	7,1	8,5	7,0

¹ Prognose UBS

² Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 3. Januar 2014)

³ Mittelwert: 2004 bis 2013

Quellen: Wüest & Partner, Colliers, IPD, BFS, Seco, UBS

Online-Handel birgt Chancen und Risiken für Detailhandelsimmobilien

Der Boom im Online-Handel senkt den Bedarf an stationären Ladenlokalen und verändert die Nachfrage nach Mietflächen. Eigentümer von Detailhandelsliegenschaften können Einkommensrisiken minimieren, indem sie die Branche sowie das Geschäftsmodell ihrer Mieter analysieren und deren Bedürfnisse frühzeitig antizipieren.

Nach jahrelanger Flächenexpansion, sinkenden Flächenumsätzen, gestiegener Wettbewerbsintensität und währungsbedingtem Einkaufstourismus sieht sich der stationäre Detailhandel mit einer weiteren Herausforderung konfrontiert. Während der Detailhandelsmarkt Schweiz zwischen 2008 und 2012 mit einem Umsatzwachstum von 1,3 Prozent nahezu stagnierte, legte das Volumen im Online- und Versandhandel gemäss GfK von 4,65 auf 5,9 Milliarden Franken um 23 Prozent zu. Gemäss dem E-Commerce-Report Schweiz 2013 könnte in den kommenden Jahren rund 20 Prozent des hiesigen Detailhandelsumsatzes in den Online-Kanal abwandern und damit einen Teil der Bestandesflächen obsolet machen.

Anforderungen an Flächenprofile im Wandel

Unter der Annahme, dass der Sättigungsgrad des Online-Handels rund 20 Prozent des Gesamtmarkts beträgt, ist angesichts eines heutigen Anteils von 6 Prozent weiterhin ein robustes Wachstum zu erwarten. Die wesentlichen Treiber sind ein zunehmender Kostendruck sowie der Siegeszug mobiler Endgeräte. Bequemlichkeit, preisliche Wettbewerbsvorteile sowie uneingeschränkte Ladenöffnungszeiten sprechen viele Menschen an. Gemäss dem Forschungszentrum für Handelsmanagement der Universität St. Gallen stellen die über 55-Jährigen heute die käuferkräftigste Gruppe im Netz. Weitere Wachstumsimpulse für das Online-Geschäft liefert die Digital-Natives-Generation.

Doch ein wachsender Online-Handel führt nicht zwingend zum Flächenabbau im gleichen Ausmass, vielmehr verändert sich das Anforderungsprofil an die Nutzungsflächen. Online-Händler eröffnen Showrooms und Abhol-Stationen oder erzielen Zusatzverkäufe im Ladengeschäft. Verkaufsflächen für eine Click-&-Collect-Strategie bedürfen grösserer Nebenflächen und besserer Anlieferbarkeit.

Im Bereich Heimelektronik (28 Prozent des Schweizer Online- und Versandhandels) werden zurzeit 18 Prozent der Käufe online getätigt. Interessanterweise erzielen Elektronikhändler zwischen 30 und 50 Prozent ihres Online-Umsatzes mit Abholkunden. Der Anteil der Selbstabholer ist seit Jahren stabil und gründet im Bedürfnis, die Ware so rasch wie möglich in Empfang zu nehmen. Was für den Vertrieb von Heimelektronik gilt, ist im Grundsatz auch auf Lebensmittel sowie weitere Warenkategorien übertragbar.

Multikanal-Anbieter und Luxusbranche als attraktives Mietersegment

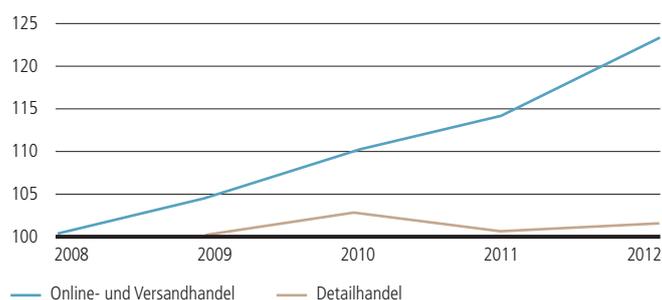
Rein stationäre Mieter, die ihrer Kundschaft weder Preisvorteile noch ein besonderes Einkaufserlebnis oder erhöhten Komfort gegenüber dem Online-Handel bieten, stellen ein erhöhtes Risiko für Investoren dar. Dasselbe gilt für Detaillisten, deren Angebot durch den zunehmenden Direktverkauf der Hersteller konkurrenziert wird. Auch dürfte der Handel mit digitalisierbaren Waren künftig vollständig ins Internet abwandern, wie an den stark schrumpfenden Filialnetzen der hiesigen Ton- und Bildträgerhändler abzulesen ist; Musik und Filme können losgelöst vom Trägermedium bequem und kostengünstig direkt auf das Abspielgerät geladen werden. Diese Entwicklung erfasst mit der wachsenden Beliebtheit von E-Books auch den Buchhandel.

Ein ausgesprochen hohes Potenzial, die Vertriebsprozesse in der Detailhandelsbranche vollends auf den Kopf zu stellen, wird der Technik des 3-D-Drucks zugeschrieben. Dabei könnten Produkte aus zahlreichen Segmenten wie Spielzeuge, Geschirr oder Ersatzteile für

Marcin Paszkowski
Global Asset Management
UBS AG

Der Online- und Versandhandel wächst schneller als der übrige Detailhandel

Umsatzentwicklung (Index 2008 = 100)



Quelle: GfK Detailhandel Schweiz 2013

Haushaltsgeräte übers Internet bestellt und auf der Basis von Computerdaten zu Hause ausgedruckt werden. Auch in der Lebensmittelherstellung spielt Zukunftsmusik, wenn eines Tages dank der Bioprinting-Technologie sogar die künstliche Erzeugung organischen Materials möglich werden soll.

Umgekehrt entstehen für Flächenanbieter Einkommenspotenziale, wenn sie etablierte Detailhändler mit erfolgreicher Multikanal-Strategie anwerben. Um gegenüber der reinen Online-Konkurrenz wettbewerbsfähig zu bleiben, dürften diese ihren Flächenverbrauch zwar weiter optimieren. Doch der Markterfolg über den digitalen Verkaufskanal sichert indirekt aber auch deren Grundbedarf an stationärer Fläche. Ein weiteres attraktives Mietersegment ist die Luxusbranche. Denn bei hochpreisigen Produkten spielen das Einkaufserlebnis sowie die persönliche Beratung eine wichtige Rolle. Hierfür sind die Kunden bereit, eine Prämie zu zahlen.

Der wachsende Online-Handel dürfte auch Auswirkungen auf die Mietvertragsstrukturen haben. Wenn die stationäre Präsenz zunehmend als Showroom verstanden wird, dürfte die Umsatzmiete an Bedeutung verlieren. Kürzere Laufzeiten und eine flexiblere Ausgestaltung der Mietverträge werden zunehmen, wenn der Bedarf an temporären und experimentellen Ladenformaten wächst.

Polarisierung der Flächennachfrage

Die Überprüfung des Immobilienportfolios hinsichtlich Standortqualität und Flächencharakteristika gewinnt zunehmend an Bedeutung. Denn Detailhändler werden ihr stationäres Ladennetz noch konsequenter auf rentable Formate und Standorte ausrichten. Vom wachsenden Anteil an Online-Verkäufen profitieren damit in erster Linie grössere Verkaufsflächen an frequenzstarken und gut erreichbaren Standorten, weil erstklassige Einkaufsmeilen und Shoppingcenter in der Regel eine hohe Erlebnisqualität bieten und hohes Umsatzpotenzial mit gezielter Markenpflege vereinen. Des Weiteren führt der Online-Handel zu einem wachsenden Bedarf an Abhol- und Rückgabestationen, was auch Standorten entlang der wichtigsten Pendlerströme zugutekommt.

Bei kleineren, wenig zentralen Verkaufsflächen sowie zweitklassigen Shoppingcentern und Einkaufsmeilen dürfte der Boom des Online-

Handels hingegen weitgehende Spuren hinterlassen. Ist eine Neupositionierung der Liegenschaft (als Revitalisierungsmassnahme) wenig erfolgversprechend, so ist nach Nutzungsalternativen zu suchen. So könnten umsatzschwache Filialen zu E-Commerce-Logistikpunkten für die Feinverteilung umgewandelt werden. Dies ist besonders für Multikanal-Anbieter interessant, da bestehende Prozesse im Rahmen der Filialbelieferung beibehalten werden können: Die Anlieferung erfolgt weiterhin aus den Zentrallagern, neu werden die Regale aber nicht für Kunden, sondern für die Kommissionierung der Online-Bestellungen gefüllt. In England macht dieses Modell bereits Schule. Beim Detailhändler Tesco gehören die zu Logistikpunkten umgewandelten Ladenlokale bereits zu den umsatzstärksten «Filialen».¹

¹ Quelle: Carpathia Consulting GmbH

STRATEGIEN GEGEN SHOWROOMING

Ein Produkt im Laden begutachten und anschliessend günstiger im Internet kaufen. Das als Showrooming bezeichnete Kundenverhalten degradiert einzelne Segmente des stationären Handels zu verlustbringenden Ausstellungsräumen. Die betroffenen Detaillisten entwickeln verschiedene Ansätze, um dieser Entwicklung entgegenzutreten. So werden für Kunden, die beim Besuch im Laden nichts kaufen, im angelsächsischen Raum bereits Ladeneintrittspreise oder Umkleidegebühren eingeführt. Bei beratungsintensiven Produkten, wie beispielsweise Laufschuhen, versucht man über eine Beratungsgebühr, die im Falle eines Kaufs entfällt, die Kunden vom Online-Einkauf abzuhalten. Eine weitere, wenn auch aufgrund der Personal- und Mietkosten nicht ganz risikolose Strategie ist die Mindestpreisgarantie; findet der Käufer den Artikel innert einer bestimmten Frist anderswo zu einem tieferen Preis, wird die Differenz rückerstattet.

Solche Lösungsansätze dürften jedoch wenig nachhaltig sein. Erfolgsversprechender als die Bekämpfung neuer Technologien ist deren gezielte Nutzung. Detailhändler, für welche die Infrastrukturkosten einer Multikanal-Strategie zu hoch sind, können beispielsweise durch den Einsatz von Apps das Einkaufserlebnis vor Ort erweitern. Anwendungen, wie etwa die SAP Precision Retailing App, mit deren Hilfe Unternehmen ihren Kunden im Moment der Kaufentscheidung personalisierte Angebote und Vorschläge unterbreiten, haben ihr Umsatzsteigerungspotenzial in der Praxis bereits bewiesen.

Umwandlung von Büro- in Wohnraum *steckt in den Kinderschuhen*

In der Schweiz stehen immer mehr Büroflächen leer. Die Umnutzung in stark nachgefragte Wohnräume kann für die Eigentümer finanziell interessant sein. Das Ausland macht es vor.

In den kommenden Jahren sehen sich die wichtigsten Schweizer Städte mit zwei Problemfeldern konfrontiert: Ein knappes Wohnungsangebot und zunehmende Leerstände bei Büroflächen prägen das Bild, falls der aktuelle Trend anhält. Zurzeit liegt in den Städten die Leerstandsquote bei Wohnungen oft unter 0,5 Prozent (Zürich sogar 0,12 Prozent), verglichen mit durchschnittlich 5 Prozent bei Büroflächen. Die hohe Bautätigkeit im Büromarkt bei stagnierender Flächennachfrage dürfte zudem die Mietpreisentwicklung dämpfen, während der Markt für Mehrfamilienhäuser aufgrund des starken Nachfrageüberhangs als ausgetrocknet gilt. Für Eigentümer leer stehender Büroflächen könnte eine Umnutzung in Wohnräume einen Weg aus der Sackgasse darstellen.

Bürobrachen kommen in Frage

Infolge hoher Umwandlungskosten ist die Umnutzung leer stehender Büroflächen nicht immer sinnvoll. Geeignet sind insbesondere Büroflächen, die praktisch nicht mehr oder nur mit sehr hohen Umbaukosten (wieder) vermietbar sind – sogenannte Bürobrachen. Diese genügen meist nicht mehr den heutigen Anforderungen wie offene Raumgestaltung, moderne Infrastruktur, Flexibilität für die Arbeitsplatzanordnung, Repräsentativität und Erschliessung. Zur Entwicklung und Nachnutzung von Bürobrachen sind mutige Investoren mit innovativen Konzepten gefragt. Auch die jeweiligen Stadtplaner sind gefordert, kreative Lösungen, basierend auf der Bau- und Zonenordnung und den veränderten Marktbedingungen, mitzuentwickeln.

Bei einer Umnutzung muss erstens die jeweilige Bau- und Zonenordnung beachtet werden (siehe Kasten). Liegt beispielsweise die Bürofläche in einer Gewerbezone, ist eine Umwandlung schwierig, da eine Wohnnutzung dort in der Regel ausgeschlossen ist. Zweitens gelten bei Wohnflächen andere Anforderungen an Gebäude und Räume als bei Büroflächen. Dazu gehören Ausrüstung (wie Lärmschutz), Besonnung, Belichtung, Belüftung oder Mindesthöhe von Räumen. Zudem müssen sämtliche Wohn-

einheiten mit Küche, Badezimmer, einer adäquaten Zimmereinteilung sowie direktem Zugang zum Treppenhaus ausgestattet werden. Die Umbaukosten bei einer Umwandlung von Büro- in Wohnimmobilien belaufen sich insgesamt auf mindestens 2000 Franken pro Quadratmeter. Zum Vergleich: Der Neubau einer Mietwohnung kostet durchschnittlich rund 3000, derjenige einer Eigentumswohnung rund 4000 Franken pro Quadratmeter. Drittens liegen die Mieten pro Quadratmeter für Wohnungen in der Regel unter jenen für Büros im entsprechenden Preissegment (beispielsweise mittleres Preissegment Büro verglichen mit mittlerem Preissegment Wohnung). In den Städten Zürich und Basel beträgt die Differenz bei Objekten im mittleren Preissegment rund 25 Franken, in Genf sogar 150 Franken.

Luxus- und Businesswohnungen an Toplagen

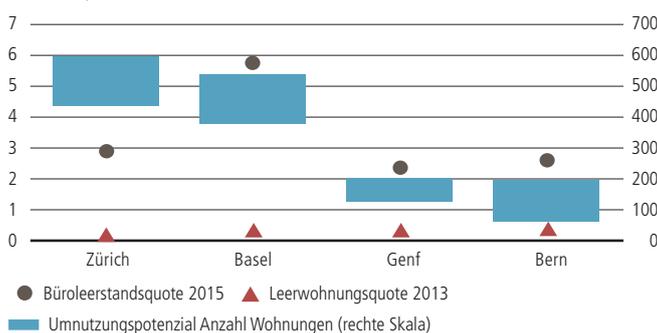
Da bei einer Umnutzung hohe Umbaukosten anfallen, ist diese Einkommenseinbusse gegenüber den Mieteinnahmen bei vermieteten Büroliegenschaften natürlich unbefriedigend. Dem Dilemma «umnutzen mit Einbussen oder Flaute aussitzen» kann begegnet werden, indem ein preislich höheres Marktsegment angepeilt wird. An Toplagen bietet sich die Erstellung von Luxuswohnungen in den oberen Stockwerken in Verbindung mit renditesteiigernden Verkaufsflächen im unteren Teil des Gebäudes an. Die relativ höhere Qualität der neu angebotenen Wohnungen gegenüber der ursprünglichen Bürofläche kann dabei die Differenz der tieferen Mieteinnahmen von Wohn- gegenüber Büroflächen wettmachen. An ausgewählten Standorten lassen sich durch diese Strategie gar Mehreinnahmen erzielen.

Claudio Saputelli
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

Maciej Skoczek
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

Umnutzung schafft nur wenig zusätzlichen Wohnraum

Leerstandsquoten in Prozent



Quellen: BFS, Colliers, Documedia, statistische Ämter der jeweiligen Städte, UBS

An Standorten internationaler Unternehmen ist auch die Umwandlung leerstehender Büroflächen in Business-Apartments eine Option. Dies sind kleine Wohneinheiten, die üblicherweise mit hohem Standard, möbliert und mit kurzen Kündigungsfristen vermietet werden. Die entsprechende Businesskundschaft weist eine hohe Zahlungsbereitschaft auf; die Mieten für solche Objekte betragen gut das Doppelte bis Dreifache einer vergleichbaren «normalen» Wohnung. Doch auch die anfallenden administrativen und operativen Kosten schlagen aufgrund häufiger Mieterwechsel höher zu Buche als bei klassischen Wohnimmobilien. Dennoch kann mit einer Umnutzung von Bürobrachen in Business-Apartments eine sehr attraktive Rendite erzielt werden. Voraussetzung sind allerdings Standorte an Toplagen (Finanzzentrum) sowie eine gute Erschliessung (Flughafen).

Weltstädte machen es vor

In der Londoner City führte die Finanzkrise insbesondere in älteren und weniger noblen Gebäuden zu hohen Büroleerständen. Zwischen 2007 und 2011 wurden deshalb 14 Objekte in meist luxuriöse Eigentumswohnungen umgebaut und verkauft. Auf der anderen Seite des Atlantiks, in Lower Manhattan, New York, wurden in den letzten 20 Jahren 1,5 Millionen Quadratmeter in die Jahre gekommene Bürofläche in Wohnungen umgewandelt, was zu einer starken Bevölkerungszunahme in diesem Stadtteil führte. Deutsche Städte warten ebenfalls mit neuen Projekten auf. So wurden beispielsweise in Frankfurt mit «Sky Apartments» alte, nicht mehr benötigte Büroflächen auf 14 Stockwerken in 98 teilmöblierte Ein- bis Vierzimmerwohnungen erfolgreich umgenutzt. Dieses Angebot spricht hauptsächlich die Mitarbeitenden der umliegenden Büros und des nahe gelegenen Flughafens an.

International werden fast ganze Ortsteile in Wohnflächen umgewandelt, während die Strategie hierzulande noch in den Kinderschuhen steckt. Doch auch in der Schweiz können Umnutzungen Erfolg haben. So wandelte AXA Winterthur unlängst ein altes Bürogebäude im Basler Stadtzentrum in 28 Wohnungen mit Gewerberäumen um und vermietet diese erfolgreich. Am Zürcher Bellevue entstanden nach einer Revitalisierung aus alten Büros neue luxuriöse Mietwohnungen, wobei in unteren Stock-

werken Verkaufsflächen vermietet werden. Aktuell kann sich in der Schweiz aufgrund der hohen Wohnimmobilienpreise auch die Umwandlung in Eigentumswohnungen lohnen. Diese Variante setzt aber voraus, dass sich der Eigentümer von seiner Büroimmobilie trennt.

Problemfelder bleiben

Für Eigentümer leerer Büroflächen mit schlechten Wiedervermietungs Aussichten könnte die Umnutzung in Wohnräume eine interessante Option sein, um brachliegendes Kapital wieder arbeiten zu lassen. Bei den aktuell tiefen Zinsen sind aber Leerstände nur bedingt schmerzhaft. Höhere Zinsen dürften den Druck zur Umwandlung jedoch erhöhen. Dass bei grösserer Dynamik die Problemfelder der Schweizer Städte – Wohnungsknappheit und zunehmende Büroleerstände – entschärft werden können, ist aber aufgrund der geringen Zahl möglicher Umnutzungen illusorisch.

DIE GESETZLICHEN VORGABEN DER BAU- UND ZONENORDNUNGEN

Die Umnutzung von Bürofläche in Wohnfläche bedarf einer baurechtlichen Bewilligung. Geprüft wird dabei Erstes, ob die Zonenkonformität gegeben ist, das heisst, ob in der entsprechenden Zone der jeweiligen Bau- und Zonenordnung überhaupt Wohnungen zulässig sind. Grössere Bürogebäude, die sich für Umnutzungen eignen, sind vorwiegend in Gewerbe- oder Industriezonen zu finden. Dort sind Wohnnutzungen nicht zulässig; ein Gestaltungsplan kann jedoch eine Umnutzung ermöglichen. Dieser erlaubt es, von der Bau- und Zonenordnung abzuweichen, schafft also eine Art eigene Zone, muss aber dafür von der Gemeindelegislative bewilligt werden, was meistens eine sehr grosse Hürde darstellt.

Befindet sich das entsprechende Gebäude in einer Wohnzone oder in einer gemischten Wohn- und Gewerbezone, sollte eine Umnutzung keine Probleme bereiten. Denn eine zusätzliche Wohnnutzung ist grundsätzlich immer möglich, ausser der maximale Wohnanteil wird zugunsten von Gewerbenutzungen begrenzt, was jedoch eher selten der Fall ist. In grösseren Städten befinden sich Bürobrachen oft an sehr vorteilhafter Zentrums Lage. Diese Zentrumszonen (gemischte Wohn- und Gewerbezone) begrenzen in der Regel den Wohnanteil nicht, womit einer Umnutzung nichts im Wege steht und sehr attraktiver Wohnraum geschaffen werden kann.

Immobilieninvestitionen im Ausland können Portfolio stabilisieren

In Immobilien ausserhalb des Heimatmarkts zu investieren, ist nicht nur wegen des grösseren Anlageuniversums sinnvoll. Insbesondere können die Portfoliostabilität erhöht und attraktivere Renditen erzielt werden. Es empfiehlt sich, die Gelder mit anderen Investoren zusammenzulegen.

Im Vergleich zu anderen Anlageklassen zeigen Immobilieninvestitionen einen deutlichen Fokus auf den inländischen Markt. Der Hauptgrund hierfür ist vor allem der «Anfassfaktor» von Immobilien, der bei Investoren nicht selten Emotionen hervorruft. Doch auch rationale Gründe erklären dieses Verhalten. So ist das Immobiliengeschäft trotz Professionalisierung der Immobilienwirtschaft lokal ausgerichtet und untersteht damit länderspezifischen Marktpraktiken.

Der Schweizer Immobilienmarkt hat sich von der globalen Wirtschaftskrise nahezu unbeteiligt gezeigt und insbesondere die europäischen Länder deutlich übertraffen. In Südeuropa und in Grossbritannien korrigierten die Immobilienpreise deutlich infolge der Finanzmarktkrise. Am drastischsten traf es jedoch den irischen Markt: Er brach seit seinem Höchststand 2007 um mehr als 67 Prozent ein, während die Immobilienwerte in der Schweiz gemäss Investment Property Databank (IPD) im gleichen Zeitraum um rund 57 Prozent zulegen. Damit stellt sich zu Recht die Frage, weshalb Schweizer Investoren überhaupt Immobilieninvestitionen im Ausland in Betracht ziehen sollten.

Marktgrösse und Diversifikation sprechen für einen internationalen Ansatz

Die Grösse des weltweit investierbaren Immobilienmarkts wird auf rund 13 Billionen US-Dollar geschätzt, wobei Amerika und Europa je rund 35 Prozent ausmachen, während die Region Asien/Pazifik auf gut 30 Prozent kommt. Der Grossteil stammt dabei aus dem kommerziellen Bereich (Büros, Einzelhandel, Logistik/Industrie). Der Schweizer Immobilienmarkt hat mit seiner geschätzten Grösse von rund 140 Milliarden US-Dollar einen globalen Anteil von etwas mehr als 1 Prozent. Mit einem internationalen Ansatz eröffnet sich dem Schweizer Investor damit ein grosses Anlageuniversum.

Zudem bringt eine globale Strategie Diversifikationsvorteile. Dies gilt insbesondere für Schweizer Immobilieninvestoren, da der Schweizer Immobilienmarkt zu den meisten grossen Immobilienmärkten niedrige bis negative Korrelationen aufweist (Korrelation von +1 bedeutet parallele Wertentwicklung, Korrelation von 0 bedeutet kein Verhältnis zueinander, Korrelation von -1 bedeutet entgegengesetzte Wertentwicklung). Gegenüber dem deutschen weist der hiesige Immobilienmarkt jedoch eine relativ hohe Korrelation auf. Der Hauptgrund hierfür ist neben der kulturellen und wirtschaftlichen Nähe der beiden Volkswirtschaften auch die Ähnlichkeit der Immobilienbewertungsmethoden, die einem eher langfristigen und einkommensorientierten Ansatz folgen. Allerdings ist zu beachten, dass Diversifikation alleine kurzfristig nicht automatisch zu höheren Renditen als im Heimatmarkt führt. Ziel der Diversifikation ist vielmehr, die Volatilität im Portfolio einzudämmen und damit insgesamt für eine grössere Stabilität zu sorgen.

Die Vorteile indirekter Immobilieninvestitionen

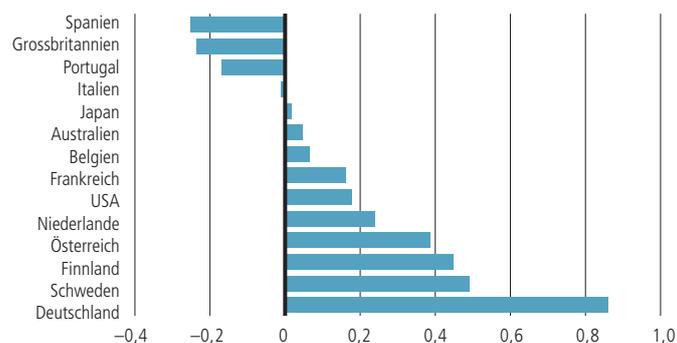
Die grosse Hürde der Diversifikation ist die Kapitalintensität von Immobilieninvestitionen im Gegensatz zu anderen Anlagekategorien – eine Liegenschaft kann rasch einen Marktwert von 20 bis 40 Millionen Franken oder auch mehr aufweisen. Zwar wird ein Grossteil der Immobilienanlagen direkt gehalten; dies ermöglicht ein hohes Mass an Kontrolle, führt aber auch zu Klumpenrisiken. Indirekte Investi-

Gunnar Herm
Global Asset Management
UBS AG

Dominic von Felten
Global Asset Management
UBS AG

Länder mit niedriger Korrelation zur Schweiz bergen hohes Diversifikationspotenzial

Korrelation Gesamttrendite kommerzielle Immobilien Ausland gegenüber Schweiz, 1999–2012



Quelle: UBS Berechnungen auf Basis IPD Multi National Index 2012

tionsformen über Anlagevehikel hingegen erlauben eine deutlich stärkere Diversifikation.

Investitionen in börsennotierte Vehikel wie REITs (Real-Estate-Investment-Trusts, Immobilien-Aktiengesellschaften) bringen zwar ein hohes Mass an (täglich) Liquidität, dies aber zum Preis der Korrelation. Sie steigt nicht nur innerhalb des Immobilienengagements, sondern auch zu anderen Anlagekategorien, worunter die Stabilität des Gesamtportfolios leidet. So beträgt die Korrelation von globalen Aktien zu börsennotierten Immobilienanlagen rund 0,8, während die Korrelation zu nicht börsennotierten Immobilienanlagen 0,2 entspricht. Vor dem Hintergrund solcher Überlegungen gewinnen nicht börsennotierte Vehikel wie Multi-Manager-/Fund-of-Funds-Lösungen¹ an Beliebtheit, da sie von Beginn weg den Zugang zu einem breit abgestützten Immobilienportfolio ermöglichen.

Für Investoren kann es auch entscheidend sein, wer sonst noch in das gleiche Vehikel investiert. Haben unterschiedliche Investorengruppen Zugang – seien es Private, Pensionskassen oder Unternehmen –, so bedeutet dies ein grösseres potenzielles Wachstum, da die Zielanlegergruppe grösser ist. Der Nachteil ist hier aber, dass sich heterogene Investorengruppen in verschiedenen Marktphasen oft unterschiedlich verhalten, was insgesamt zu mehr Instabilität führen kann.

Währungsabsicherung und steuerliche Überlegungen

Ein international gestreutes Portfolio vereint Anlagen in unterschiedlichen Währungen. Die damit verbundenen Fremdwährungsrisiken sollten abgesichert werden, denn sonst können Verwerfungen am Devisenmarkt die lokal erzielten Renditen ausradieren. Dabei können Anleger ihre Investitionen in Fremdwährungen entweder selbst absichern oder in Produkte investieren, bei welchen die Absicherung zu ihrer Heimwährung bereits integriert ist.

Bei einem internationalen Anlageansatz kommen auch steuerliche Überlegungen zum Zuge. Da Immobilien an ihrem Standort besteuert werden, sind die Strukturierung der Investitionen und die Wahl geeigneter Anlagevehikel ein wichtiger Faktor. So können allfällige Doppel-

besteuerungsabkommen zum Einsatz kommen, was bei einkommensorientierten Portfolios von Beginn weg zentral für einen Erfolg oder Misserfolg sein kann.

Anlagestiftungen als Option für Vorsorgeeinrichtungen

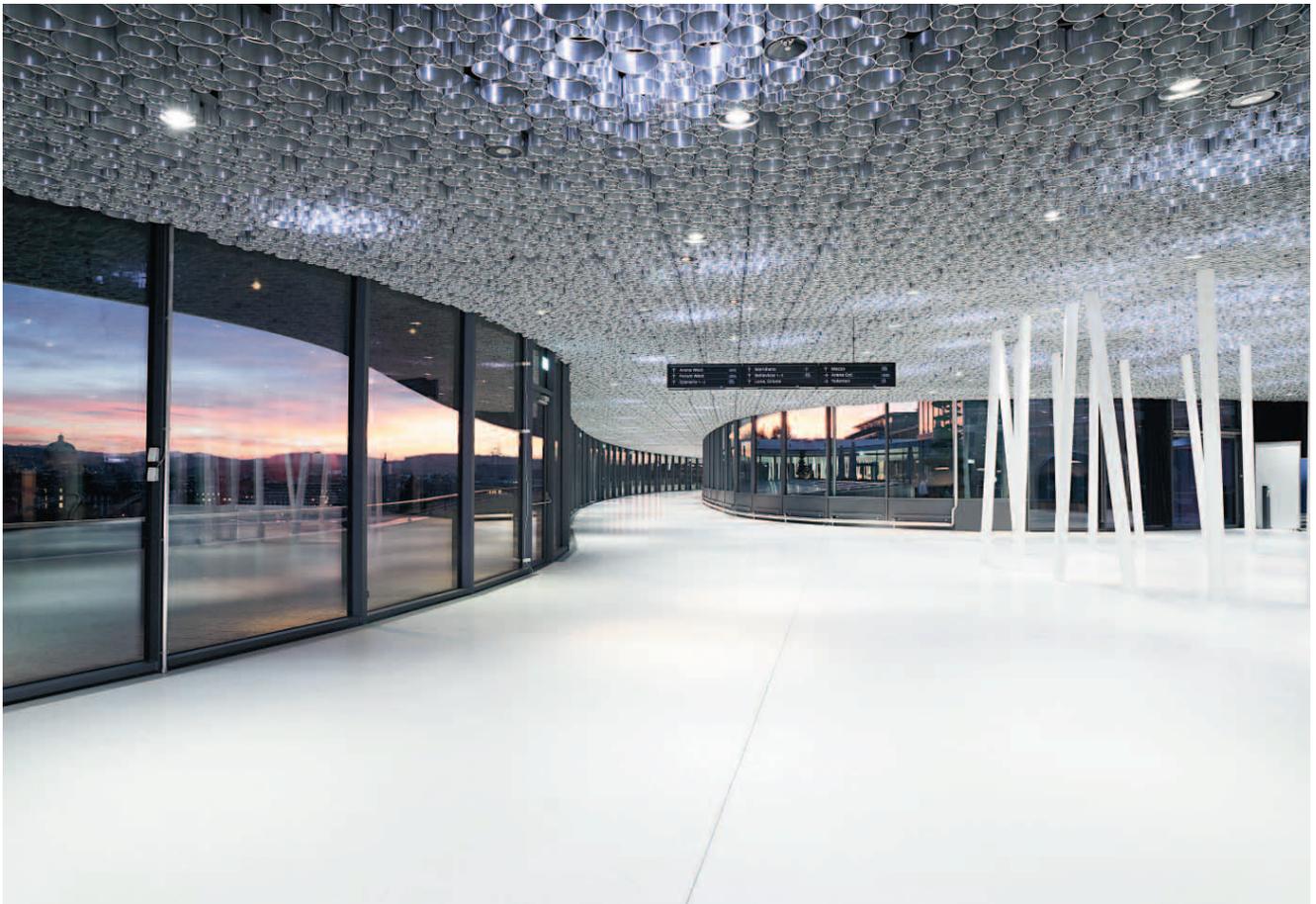
In der Schweiz verwalten Anlagestiftungen Vorsorgegelder von Schweizer Pensionskassen. Im Zusammenhang mit internationalen Immobilieninvestitionen ist nebst der breiten Diversifikation der Vorteil hervorzuheben, dass Schweizer Anlagestiftungen von vielen Staaten als Vehikel der beruflichen Vorsorge anerkannt sind. Dadurch können sie, falls entsprechende Vereinbarungen vorhanden sind, von Doppelbesteuerungsabkommen respektive Steuerbefreiung profitieren. Dies ist insbesondere dann wichtig, wenn eine Core-Strategie² verfolgt wird, bei der die Gesamrendite von der Einkommensrendite dominiert wird. Als anerkanntes Vehikel kann eine Anlagestiftung allenfalls auch die Pflicht übernehmen, eine Steuererklärung einzureichen, was einer zusätzlichen administrativen Entlastung der Vorsorgeeinrichtung gleichkommt.

¹ Fonds, die in mehrere Fonds verschiedener Manager investieren; so können unterschiedliche Regionen, Sektoren und Managementstile abgedeckt werden.

² Anlagen in Immobilien guter Qualität an guter Lage, weitgehend vermietet. Der Fokus der Strategie liegt auf der Erzielung von Mieterträgen – also Einkommen –, die vorwiegend an die Anleger ausgeschüttet werden sollen.

IMMOBILIENMÄRKTE WELTWEIT

Während der letzten Jahre hat der Schweizer Immobilienmarkt im internationalen Vergleich eine ausserordentliche Performance an den Tag gelegt. Nach der Periode der grossen Preiskorrekturen sehen wir derzeit attraktive antizyklische Einstiegspunkte, um ein diversifiziertes internationales Immobilienportfolio aufzubauen. Für ein globales Portfolio erwarten wir für die kommenden drei Jahre eine jährliche Gesamrendite von 6,8 Prozent (in lokaler Währung). Für die USA wird in diesem Zeitraum eine Gesamrendite von 6,5 Prozent pro Jahr erwartet, für Japan (Büros) 8,6 Prozent pro Jahr. Für die Eurozone prognostizieren wir beim aktuellem Preisniveau für die kommenden drei Jahre eine Gesamtpformance von 7,5 Prozent jährlich. Die grössten antizyklischen Gewinne lassen sich nach unserer Meinung in Spanien, Frankreich und Grossbritannien erzielen, während die sicherheitsorientierten Immobilienmärkte wie Deutschland und die nordischen Länder eine niedrigere Gesamrendite als in den vergangenen Jahren aufweisen dürften.



Börsennotierte Immobilien

Immobilienaktien – *Bilanzpassiven* *treten ins Rampenlicht*

Schweizer Immobilienaktien erlebten 2013 die schlechteste Kursentwicklung relativ zum Gesamtaktienmarkt seit der Jahrtausendwende. 2014 dürfte für Immobilienfirmen anspruchsvoll bleiben: Gefragt sind konservativere Bilanzpassiven und risikoarme Optimierungs- und Wachstumsprojekte.

Dem jahrelang andauernden Rückenwind der Immobilienaktien geht die Puste aus: Die Zinssenkungen sind ausgereizt. Diese haben zu immer tieferen Fremdkapitalkosten und steigenden Immobilienpreisen geführt. Letztere stiegen einerseits aufgrund fallender Renditen auf Alternativenanlagen. Andererseits führten erwartete künftige Mieteinnahmen wegen immer tieferer Diskontierungssätze (Zinssatz, mit dem Beträge auf den heutigen Barwert abgezinst werden) zu immer höheren Immobilienwerten. Dieser Zinsverkettenungstrend dreht sich nun langsam in die andere Richtung. Wie sind Schweizer

Immobilienaktiengesellschaften auf diese Zinstrendänderung vorbereitet?

Signifikante Zinssensitivität

In der Bilanz eines Immobilienunternehmens stehen grundsätzlich langfristige Aktiven kurzfristigen Passiven gegenüber, was zu Refinanzierungs- und Zinsänderungsrisiken führt. Die Duration (Kennzahl für die Kapitalbindungsdauer in Jahren) der Portfolioliegenschaften liegt im Durchschnitt bei rund 20 Jahren. Dies bedeutet, dass eine Erhöhung beziehungsweise Senkung des Diskontsatzes (zum Beispiel aufgrund einer Zinsänderung) von 1 Prozent den Wert der Liegenschaft um 20 Prozent reduzieren beziehungsweise erhöhen würde, unter der Annahme, dass alle anderen Faktoren (wie Mieteinnahmen) konstant bleiben. Eine tiefere Bewertung der Liegenschaften würde sich in einem entsprechend tieferen Eigenkapital niederschlagen. Dieser auf den ersten Blick massive Einfluss auf das Eigenkapital kann aber durch Anpassungen

Stefan R. Meyer
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

André Rudolf von Rohr
Investment Bank, UBS AG

der Mieten und eine langfristige Fremdfinanzierung stark reduziert werden.

Zumeist solide Finanzierung

Die in der Tabelle aufgeführten Immobilienunternehmen weisen zurzeit Eigenkapitalquoten von 23 bis 64 Prozent aus und Verschuldungsgrade auf dem Immobilienportfolio (loan-to-value) von 30 bis 66 Prozent. Während die meisten Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote und einem Verschuldungsgrad von 40 bis 50 Prozent nahe beieinander liegen, stechen PSP Swiss Property und Zug Estates mit tiefem Verschuldungsgrad und hoher Eigenkapitalquote hervor.

Börsennotierte Immobilienunternehmen greifen auf unterschiedliche Finanzierungsinstrumente zurück, mehrheitlich auf die klassische Finanzierung mittels Hypotheken (64 bis 100 Prozent). Doch es gibt Ausnahmen: So verzichtet PSP auf Hypotheken und finanziert sich mit ungesicherten Krediten. Bei den meisten Firmen kommen zudem Anleihen, Wandelanleihen und Zinsswaps zur Anwendung. Gängig ist auch die kurzfristige Finanzierung kombiniert mit einer langfristigen Absicherung mittels Swaps. Aber auch hier gibt es unterschiedliche Ansätze: SPS setzt auf Festhypotheken und verzichtet auf Swaps. Die in der Tabelle aufgeführten Unternehmen (ausser Züblin, wegen ihrer Anlagen im Ausland) finanzieren sich zurzeit mit durchschnittlichen Zinsen von 1,9 bis 2,9 Prozent. Die durchschnittliche Zinsbindungsdauer variiert von 3,3 bis zu 10 Jahren; Zug Estates und Mobimo weisen speziell lange durchschnittliche Restlaufzeiten aus. Im vergangenen Jahr waren die Refinanzierungsbedingungen nach wie vor günstig, was sich in einer weiteren Reduktion der Zinskosten bemerkbar machte.

«Automatischer» Schutz gegen Inflation und Zinsanstiege

Die Mehrheit der Unternehmen fokussiert sich auf Geschäftsliegenschaften. Mietverträge von Geschäftsliegenschaften sind grösstenteils an die Entwicklung der Konsumentenpreise gebunden und bieten daher einen gewissen Schutz gegen Inflation und Zinserhöhungen. Aus Bewertungssicht funktioniert der Schutz bei einem Zinsanstieg unter der Annahme, dass die Inflation entsprechend der Zinsänderung ansteigt und somit höhere Mieten den Effekt des höheren Diskontsatzes kompensieren. Im

Szenario einer realen Zinserhöhung wäre dies nicht der Fall. Aus Cashflow-Sicht ändert sich bei einer Zinsänderung kurzfristig wenig aufgrund des geringen Anteils an variablen Zinsen.

Auch Wohnliegenschaftsmieten verfügen durch die Anbindung an den Referenzzinssatz über einen Schutz gegen nominale Zinsänderungen. Im Vergleich zu den Konsumentenpreisen reagiert der Referenzzinssatz aufgrund seiner Verzögerung zwar etwas träge, was seine Schutzwirkung vermindert. Doch bei Mieterwechsel können Mieten unabhängig von einer realen oder nominalen Zinsänderung an die Marktsituation angepasst werden, was den Schutz wiederum steigert.

Die proaktivsten Immobilienaktiengesellschaften bevorzugen

Wir erachten Immobilienfirmen als signifikant zinsensitiv. Die meisten börsennotierten Immobiliengesellschaften können aber eine robuste Finanzierung ausweisen und dürften daher eine mittelfristige Zinswende gut meistern. Wir empfehlen Immobilienaktien, die solide Bilanzen vorweisen können, signifikante Portfoliooptimierungen vornehmen und risikoarme Wachstumsprojekte besitzen. Die konservativsten Bilanzpassiven bieten Zug Estates und PSP; klar am anderen Ende des Spektrums liegt Züblin. Attraktive Portfoliooptimierungen sehen wir bei PSP und Flughafen Zürich. Wertsteigernde, risikominimierte Wachstumsprojekte beobachteten wir im vergangenen Jahr vor allem bei SPS, Allreal, Mobimo und Zug Estates.

Wichtigste Kennzahlen börsennotierter Schweizer Immobilienaktiengesellschaften

	SPS	PSP	Flughafen Zürich	Allreal	Mobimo	Immerstop	Zug Estates	Wareck	Züblin
Marktkapitalisierung (CHF Mio.)	4460	3842	3215	2142	1252	751	380	254	126
Anlageportfolio (CHF Mio.)	8876	6181	n.v.	3159	2442	1242	826	516	1065
Fremdkapital (CHF Mio.)	4277	1948	1323	1563	1129	547	250	272	700
Eigenkapitalquote (%)	42	57	51	46	46	43	64	39	23
Loan-to-value (%)	48	30	n.v.	41	41	44	30	53	66
Durchschnittlicher Zinssatz (%)	2,4	1,9	n.v.	2,0	2,8	2,7	2,6	2,9	4,4
Restlaufzeit (Jahre)	4,2	3,3	n.v.	3,6	9,1	6,6	10,0	8,4	3,6
Anleihen (%)	15	32	89	20	0	15	0	8	0
Bankschulden/Hypotheken (%)	85	68*	11	80	100	85	100	92	100
Nettorendite (%)	4,3	3,9	n.v.	4,9	4,7	6,0	3,9	4,7	5,2
Spread zu Zinskosten (%)	1,9	2,1	n.v.	2,9	1,9	3,3	1,3	1,8	0,9

Loan-to-value = Fremdkapital im Verhältnis zum Verkehrswert des Immobilienportfolios
n.v. = nicht verfügbar; * nur ungesicherte Bankschulden

Quellen: Firmenangaben zum ersten Halbjahr 2013, UBS

Immobilienfonds – *unter dem Druck steigender Zinserwartungen*

Immobilienfonds bieten in zweierlei Hinsicht Schutz für Investoren. Sie kompensieren für Inflation und mildern durch regelmässige Ausschüttungen das Risiko einer Zinssteigerung. Trotz fairer Bewertung liegen sie aber 2014 nicht im Fokus der Investoren.

Mit einer Gesamtrendite von –2,8 Prozent erzielten Schweizer Immobilienfonds im vergangenen Jahr das drittschlechteste Ergebnis seit 14 Jahren. Dabei fanden die über lange Zeit überhöhten Agios (positive Differenz zwischen Börsenkurs und Nettoinventarwert in Prozent des Nettoinventarwerts) zurück zum langfristigen Durchschnitt, und die Bewertung normalisierte sich ab August 2012 innerhalb von zehn Monaten. Ist die Zeit nun reif für einen Einstieg in Immobilienfonds? Der langfristige Trend der Fondspreise lässt sich grösstenteils aus der Inflations- und der Zinsentwicklung ableiten.

Inflationsschutz (nur) langfristig gegeben
Immobilienfondspreise konnten in der langen Frist die Teuerung gerade kompensieren; beide stiegen seit 1989 durchschnittlich um rund 1,4 Prozent pro Jahr. Die Immobilienfondspreise wurden dabei als Mittelwert der täglichen Börsennotierungen von vier namhaften Immobilienfonds (Swiss Residential Anfos, Real Estate Fund Interwiss, Real Estate Fund Siat und Swiss Mixed Sima) berechnet. Besonders seit 2009 stiegen die Fondspreise jedoch stärker als die Inflation, weshalb sich eine Preiskorrektur immer mehr abzeichnete.

Unter der Annahme, dass Anlegerinnen und Anleger bei einem Engagement in Immobilienfonds zumindest mit einer Absicherung gegen die Inflation rechnen, sind Immobilienfonds nach den jüngsten Preiskorrekturen im Durchschnitt wieder fair bewertet. Allerdings ist der erwartete Inflationsschutz in der kurzen Frist nicht permanent gegeben. So vermögen Immobilienfondspreise immer wieder über gewisse Zeitperioden hinweg die Teuerung nicht auszugleichen. Der Hauptgrund liegt in der sich ändernden relativen Präferenz der Investoren für Immobilien gegenüber Alternativenanlagen wie Aktien oder Anleihen. Nach stärkeren Preiskorrekturen sinkt oft über eine gewisse Zeit die Nachfrage nach Immobilienfonds, was deren Preise drückt. Die Folge davon ist in der

Regel eine (klare) Unterbewertung der Immobilienfonds über eine bestimmte Zeitspanne. Dies bietet einen idealen Einstiegspunkt für langfristig orientierte Investoren.

Deutliche Preiskorrekturen nach Zinsschocks

Bei Anlagen in Immobilienfonds gewähren die regelmässigen Ausschüttungen zwar einen gewissen Schutz vor schnellen Zinserhöhungen, doch die Fondspreise sind nicht immun gegen Zinsschocks. Unerwartete Zinssprünge lösen immer wieder derart starke Preiskorrekturen bei Immobilienfonds aus, dass die Gesamtrendite (Summe aus Preis- und Ausschüttungsrendite) dabei häufig in den negativen Bereich dreht. Aus vergangenen Zinsschocks (siehe Abbildung) lassen sich die nachfolgenden Schlüsse für den künftigen Kursverlauf der Immobilienfonds ziehen.

Die Phasen stark steigender Zinsen haben sich in den letzten 20 Jahren tendenziell ausgedehnt. Zudem dauern die Preiskorrekturphasen durchschnittlich bis zu einem Drittel länger als die Zinssteigerungsphasen. Dies hat damit zu tun, dass Investoren nur mit Verzögerung auf Zinssteigerungen reagieren und ihre Anlagen häufig erst bei einem bereits erfolgten Vermögensverlust abtosseln. Auch brauchen Immobilienfonds aufgrund mietrechtlicher Bestimmungen Zeit, die erhöhten Zinsen in höheres Mieteinkommen umzusetzen. Gleichzeitig hat auch die Stärke der durch Zinssteigerungen ausgelösten Preiskorrektur deutlich abgenommen, was auf eine verbesserte Transparenz im Immobilienfondsmarkt hinweist. So lassen sich künftige Preisbewegungen besser antizipieren.

Thomas Veraguth
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

Preiskorrekturen nach steigenden Zinsen (Zinsschocks)

Indizes 23.10.1989 = 100; Rendite in Prozent



Quellen: SNB, Bloomberg, UBS

(Wieder-)Einstieg nicht überstürzen

Immobilienfonds bewegen sich langfristig mit der Inflation. In den nächsten Monaten besteht allerdings trotz aktuell fairer Bewertung die Gefahr, dass die Fondspreise nicht mit den aktuell tiefen Inflationsraten Schritt halten können. In der ersten Hälfte des laufenden Jahres erwarten wir, dass Investoren weiterhin auf zyklischere Anlagen wie Aktien setzen und die Immobilienfonds deshalb durch die fehlende Nachfrage in eine Phase der Unterbewertung eintreten.

Weiter hält die Unsicherheit bezüglich der Entwicklung langfristiger Zinsen an. Der Zinsanstieg Mitte 2013 betrug rund 0,6 Prozentpunkte, was im Vergleich zu den früheren Zinssteigerungsphasen (Werte zwischen 1,5 und 1,9 Prozentpunkte) moderat war. Doch aufgrund des immer noch sehr tiefen Zinsniveaus dürfte der jüngste Zinsanstieg noch lange nicht abgeschlossen sein – die Geldpolitik der Zentralbanken wird bei der künftigen Zinsentwicklung eine Schlüsselrolle spielen.

Staaten, Unternehmen, Finanzinstitute und private Haushalte müssen ihre Verschuldung weiter abbauen, bevor die Zentralbanken – trotz konjunktureller Aufhellung weltweit – stärkere Zinssteigerungen zulassen.

Da Aktien bei steigenden Zinsen mehr Rendite versprechen als Immobilienfonds, dürften Investoren weitere Zinsaufschläge abwarten, bevor sie einen Wiedereinstieg erwägen. Für ein besseres Abschneiden von Immobilienfondspreisen müsste auch das Mietzinswachstum vielversprechender sein, was aber durch den tiefen hypothekarischen Referenzzinssatz (aktuell 2,0 Prozent) sowie den sich abzeichnenden Angebotsüberhang bei Geschäftsimmobilien sehr begrenzt ist. Zudem gehen wir davon aus, dass die Schuldenkrise in der Eurozone nicht wieder aufflammt, so dass Immobilienfonds als sicherer Hafen an Attraktivität weiter verlieren dürften. Aufgrund dieser Faktoren stufen wir Immobilienfonds insgesamt als neutral ein.

Überblick börsennotierte Immobilien

Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent

	2013	2012	2011	2010	5 Jahre ¹
Immobilienaktien					
Gesamtrendite	-6,9	12,3	6,1	24,7	10,6
Korrelation zum Swiss Performance Index ²	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5
Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	21,9	24,4	22,5	20,0	20,8
Geschätzte Prämien ³	4,7	12,5	10,9	6,0	5,9
Volatilität	10,1	8,9	10,2	10,0	10,9
Immobilienfonds					
Gesamtrendite	-2,8	6,3	6,8	5,7	7,1
Korrelation zum Swiss Performance Index ²	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	20,0	19,2	17,3	18,4	18,1
Geschätzte Agios ³	14,9	24,6	23,9	20,0	18,9
Volatilität	8,4	6,6	7,2	6,2	6,6
Benchmark					
Gesamtrendite Immobilien-Anlagestiftungen	4,8	6,5	6,9	4,9	5,6
Gesamtrendite Swiss Performance Index	24,6	17,7	-7,7	2,9	12,1
Volatilität Swiss Performance Index	12,7	11,5	18,4	13,9	18,6
Gesamtrendite Swiss Bond Index («AAA»)	-3,3	2,2	7,6	3,6	2,9

¹ Mittelwert: 2009 bis 2013

² Wert zwischen -1 (= vollständiger Diversifikationseffekt) und 1 (= kein Diversifikationseffekt)

³ Aufpreise zu Nettoinventarwerten von Immobilienaktien (Prämien) und Immobilienfonds (Agios)

Quellen: Bloomberg, UBS

Schweizer Immobilienfonds

putzen sich immer mehr heraus

Lange Zeit fristeten Immobilienfonds als Anlageform ein Nischendasein. Doch durch die fortschreitende Professionalisierung vermochten sie den Anlegerkreis deutlich zu erweitern. Entsprechend wurden auch die werttreibenden Faktoren komplexer.

Wirtschaftswachstum, Inflation und Zinsen sind wichtige externe Faktoren, die über einen längeren Zeithorizont die Immobilienfondspreise bewegen und somit die Höhe der Agios¹ beeinflussen. Bis vor rund zehn Jahren genügten diese Parameter, um die Preisrichtung der Immobilienfonds in etwa vorauszusagen, da es sich bei der Anlegerschaft oft um langfristig orientierte institutionelle Schweizer Investoren handelte. Insgesamt waren es ökonomische Grundlagen der Anlageklasse, welche die Wertentwicklung bestimmten, zum Beispiel die negative Wechselbeziehung zwischen Zinsen und Agios, denn höhere Zinsen üben diverse negative Einflüsse auf Immobilienentitel aus (zum Beispiel höhere Fremdfinanzierungskosten oder Diskontierungszinssätze² bei Immobilienbewertungen). Konkret: Bei sinkenden Zinsen wurde ein höheres Agio erwartet und umgekehrt.

Professionalisierung im vollen Gange

Doch vor rund zehn Jahren begann sich der Anlegerkreis langsam auszudehnen, so dass Immobilienfonds lernen mussten, sich zu präsentieren. Im erhöhten Konkurrenzkampf begannen Immobilienfonds generell um Anleger zu buhlen; viele Investoren hatten sich mittlerweile professionalisiert und stellten höhere Anforderungen. So wurden einheitliche Kennzahlen eingeführt, was die Transparenz und Vergleichbarkeit im Sektor erhöhte, und es wurden vermehrt Management Meetings, Immobilienbesichtigungen oder Investorenanlässe durchgeführt. Immobilienfonds sahen sich immer stärker dazu gezwungen, mit einer wettbewerbsfähigen Anfangsrendite zu investieren. Investoren unterscheiden heute viel differenzierter bezüglich Rendite-Risiko-Eigenschaften, beispielsweise ob in kommerzielle oder Wohnimmobilien investiert wird und an welcher Lage sich diese befinden.

Der zunehmende Professionalisierungsprozess der letzten Jahre im Immobilienfondsmarkt ist bei weitem noch nicht abgeschlossen. Immobilienfonds müssen sich heute auch gegenüber anderen Anlageklassen deutlich stärker

behaupten als früher. Dies lässt sich an der Qualität der heutigen Geschäftsberichte ablesen: Sie weisen einen höheren Detaillierungsgrad auf und sind gezielter auf die Investorenbedürfnisse ausgerichtet. Auch sind in den letzten Jahren neue Produktformen entstanden, wie ETFs³. Neue Investorentypen, teilweise auch aus dem Ausland, bekunden vermehrt Interesse an Immobilienfonds. All dies führt dazu, dass die Anlageklasse neuen Kräften ausgesetzt ist.

Werttreibende Faktoren komplexer

Durch die im Laufe der Zeit veränderten Bedingungen entfalten viele werttreibende Faktoren heute eine zusätzliche Dynamik. So erkennt man oft kaum erklärbare Preisbewegungen bei Kapitalerhöhungen und Neunotierungen. Da sich heute viele Investoren im Immobilienfondsmarkt engagieren, können professionelle Anleger aus derartigen Ereignissen im wahrsten Sinne des Wortes Kapital schlagen: So müssen beispielsweise institutionelle Investoren aufgrund von Anlagerichtlinien in neue Immobilienfonds investieren, was die Nachfrage und damit den Preis erhöht. Dafür sind sie meistens gezwungen, andere Titel abzustossen, die dann tendenziell schwächer werden. Selbstverständlich können diese Faktoren vom aktuellen Börsenumfeld sowie von geld- und zinspolitischen Äusserungen überlagert werden.

Weiter gibt es heute deutlich mehr professionelle Investoren und Händler, die die Kurse bewegen, indem sie sich beispielsweise vor einer Ausschüttung positionieren und nachher zu einem höheren Kurs wieder verkaufen. Auch

Dalibor Maksimovic
Global Asset Management
UBS AG

Neue Werttreiber beeinflussen Immobilienfondspreise

Ausgewählte Einflussfaktoren des Immobilienfondsmarkts in den letzten Monaten



— SXI Real Estate Funds TR
 ■ Neukotierung CS Real Estate Fund Hospitality
 ■ Regulatorische Änderungen (antizyklischer Kapitalpuffer, revidierte KAG/KKV)
 ■ Äusserung US-Notenbank (Ben Bernanke)
 ■ Neukotierung CS Real Estate Fund Green Property

Quellen: Bloomberg, UBS

nutzen professionelle Investoren heute neue, moderne, teils automatisierte Handelspraktiken. Beim «hidden size order» (Auftrag mit versteckter Menge) wird nur ein Bruchteil der gewünschten Anzahl Titel gezeigt, so dass andere Marktteilnehmer nicht das genaue Ausmass des Auftrags kennen. Sobald ein Teilauftrag ausgeführt wird, rückt der nächste Teil nach usw. Bei «block trades» (Verkauf eines grösseren Aktienpakets) werden ausserbörslich grosse Mengen zwischen zwei Parteien gehandelt. Auch hier verspricht man sich dadurch einen besseren Preis, denn das Platzen grösserer Stückzahlen auf dem Parkett würde vor allem an schwachen Handelstagen die Nachfrage deutlich übersteigen und so den Kurs unter Druck setzen.

Ein weiterer wichtiger neuer Werttreiber von Immobilienfonds sind Bestrebungen um regulatorische Änderungen, die in der Bankbranche zuletzt stark zugenommen haben. Im ersten Quartal 2013 zeigte sich der Effekt, als der Bundesrat entschieden hatte, den antizyklischen Kapitalpuffer zu aktivieren. Dieser verpflichtet die Banken, zusätzliche Eigenmittel in der Höhe von 1 Prozent ihrer risikogewichteten Positionen, bei denen Wohnliegenschaften im Inland als Grundpfand dienen, zu halten. Obwohl der Kapitalpuffer für Immobilienfonds kaum von Bedeutung ist, löste seine Aktivierung eine gewisse Zurückhaltung bei den Investoren aus. Anfang 2013 trat auch die Revision des Kollektivanlagengesetzes (KAG) sowie der Kollektivanlagenverordnung (KKV) in Kraft. Dabei wurde die maximale Belehnungsgrenze von der Hälfte auf einen Drittel des Verkehrswerts gesenkt; dies wird tendenziell zu mehr Kapitalerhöhungen bei Immobilienfonds führen.

Augenmerk nicht auf Zinserwartungen beschränken

Die einfache Regel «Agio hoch, Zins tief» und umgekehrt reicht insbesondere bei kurzfristiger Betrachtung nicht mehr aus, um die Wertentwicklung von Immobilienfonds zu erklären. Auch andere Anlagevehikel wie Anlagestiftun-

gen, die direkt in Schweizer Immobilien investieren, könnten künftig eine ähnliche Entwicklung wie Immobilienfonds durchmachen. Der Modernisierungsprozess der Immobilienbranche generell ist und bleibt in vollem Gang. Für den Immobilieninvestor empfiehlt es sich, am Ball zu bleiben und den Einstiegszeitpunkt in Immobilienfonds nicht nur auf die erwartete Zinsentwicklung abzustützen.

LANGFRISTIGES ENGAGEMENT ERFORDERT LAUFENDE ÜBERPRÜFUNG

In den Agiobewegungen stecken viele verborgene Werttreiber, die der Durchschnittsinvestor nicht oder zu spät erkennt, so dass er nicht oder zumindest nicht rechtzeitig reagieren kann. Teilweise liegt es auch daran, dass es bei Immobilienfonds auf Titelebene noch zu wenige oder gar keine professionalisierten, unabhängigen und öffentlich zugänglichen Analystenberichte und -meinungen gibt. Der Investor ist somit auf die Beratung von Fachpersonen angewiesen.

Obwohl Immobilienfonds meist langfristige Anlagen sind, sollten die Positionen regelmässig überprüft werden. Primär ist zu klären, ob die Investition noch dem persönlichen Anlageziel entspricht. Zudem muss der Investor entscheiden, wie er bei Kapitalmassnahmen handelt. Hier als Beispiel zu erwähnen sind Kapitalerhöhungen. Teilweise werden die dem Investor zustehenden Anrechte nicht an der Börse gehandelt, und man sollte sich deshalb genauer mit dem Anrecht auseinandersetzen, um über das weitere Vorgehen zu entscheiden. Eine mögliche Lösung sind Anlageprodukte, die in notierte Immobilienfonds investieren, denn hier werden die Überwachungsaufgaben an den Portfoliomanager delegiert.

Globale Immobilienaktien

finden zurück zur Normalität

Der wichtigste Impuls für Immobilienaktien ist vom Einkommenswachstum zu erwarten. Allerdings dürften Immobiliertitel im ersten Halbjahr 2014 erneut schlechter abschneiden als der Gesamtaktienmarkt, gegenüber Anleihen jedoch eine attraktive Überrendite erzielen.

Für globale Immobilienaktien war 2013 mit einer Gesamtpformance von rund 9 Prozent ein nahezu normales Börsenjahr. Gemäss dem globalen UBS Immobilienindex lag die Durchschnittsrendite der letzten zehn Jahre in derselben Grössenordnung. Globale Aktien hingegen (gemessen am MSCI World Index) rentierten mit rund 31 Prozent deutlich besser.

Immobilienaktien blieben letztmals bei Ausbruch der Finanzkrise 2007 mit einer Renditedifferenz von rund 20 Prozentpunkten hinter dem Gesamtaktienmarkt zurück. Die damals relativ gute Performance globaler Aktien gründete in den äusserst schlecht abschneidenden Immobilieninvestitionen, die unter den schnell ansteigenden kurzfristigen Zinsen litten. Die letztjährige relativ schlechte Performance der Immobilienaktien hingegen rührt von der sehr guten Rendite globaler Aktien her.

Überbewertung abgebaut

Immobilienaktien vermochten den Gesamtaktienmarkt von 2009 bis 2012 zu schlagen (siehe Abbildung). Wer erst nach der Finanzkrise in Immobiliertitel investierte, strich im Durchschnitt 14 Prozent Rendite pro Jahr ein. Ihre überdurchschnittliche Performance, insbesondere in den letzten zwei Jahren, war grösstenteils durch eine höhere Bewertung getrieben und weniger die Folge höherer Gewinne. Dies machte die Immobilienaktien zunehmend anfällig auf Korrekturen. Entsprechend blieb der Einbruch nicht aus, als im Frühsommer 2013 die Zinskurve steiler wurde. In der zweiten Jahreshälfte kehrte die Performance börsennotierter Immobilien wieder in den positiven Bereich, blieb aber klar unterhalb jener des Gesamtaktienmarkts.

Aktuell werden Immobilienaktien mit einem Abschlag zu Nettoinventarwerten von 9,3 Prozent gehandelt; der zehnjährige Durchschnitt beträgt rund 3,5 Prozent. Unserer Ansicht nach reflektiert das derzeitige Kurs-Gewinn-Verhältnis, das sehr nahe am zehnjährigen Durchschnitt liegt, die Erwartungen einer Wirt-

schaftserholung und eines soliden Wachstums der Mieteinkommen. Wir schätzen die Bewertung der Immobilienaktien daher als fair bis attraktiv ein. Verglichen mit dem Gesamtaktienmarkt haben Immobiliertitel ihre relative Überbewertung, auch dank der gestiegenen Bewertung von Aktien, jedoch nur normalisiert. Allerdings waren Immobilienaktien gegen Ende 2007 trotz stark negativer Performance stärker überbewertet als heute, was uns für das laufende Jahr zuversichtlich stimmt.

Einkommenswachstum als neuer Treiber

Immobilienaktien waren in den letzten Jahren grösstenteils von sinkenden Finanzierungskosten, niedrigeren Kapitalisierungssätzen und steigenden Bewertungen getrieben. Nun rückt das Einkommenswachstum als nachhaltiger Renditetreiber wieder stärker in den Vordergrund. Als Faustregel gilt, dass eine Steigerung des Kapitalisierungszinssatzes¹ um 0,25 Prozentpunkte mit einem Mieteinkommenswachstum von 4 bis 5 Prozent kompensiert werden kann. Da wir mit einer weiteren Verbesserung der fundamentalen Faktoren im direkten Immobilienmarkt rechnen, sind die Chancen steigender Mieteinkommen intakt. Wir erwarten für 2014 eine bessere Flächenabsorption und weiter sinkende Leerstandsquoten. Immobiliengesellschaften, die davon profitieren, verstärken ihre Einkommensgrundlage und steigern den Schätzwert ihrer Immobilienportfolios. In diesem Jahr rechnen wir mit einem Wachstum der Immobilienwerte von insgesamt 5 bis 6 Prozent.

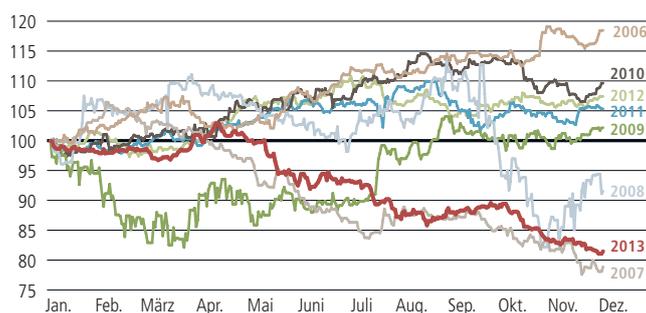
Das externe Wachstum dürfte 2014 durch strategische Akquisitionen, Portfoliotransaktionen und sogar Übernahmen zu einem entschei-

Thomas Veraguth
CIO Wealth Management
Research, UBS AG

¹ Der Kapitalisierungszinssatz ist der Zinssatz, der bei der Bewertung von Immobilienportfolios für die Diskontierung von künftigen Mieteinkommen herangezogen wird.

2013 war kein gutes Jahr für globale Immobilienaktien

Relative Performance von globalen Immobilienaktien gegenüber globalen Aktien;
Index 1. Januar des jeweiligen Jahres = 100



Quellen: Bloomberg, UBS

denden Element werden, denn die Anfangsrenditen sind nach wie vor deutlich höher als die aktuell vorteilhaften Finanzierungskosten. Akquisitionen oder Immobilienentwicklungen lohnen sich insbesondere für Unternehmen, die zu einem Aufschlag zu Nettoinventarwerten gehandelt werden. Werden diese Immobilien zu einem fairen Marktwert erworben oder entwickelt, sind sie aus Anlegersicht im Kontext des Unternehmensportfolios wertvoller. Findet dieses externe Wachstum auch wirklich statt, dürften Immobilienaktien zusätzliche positive Impulse erhalten.

Ende der lockeren Geldpolitik birgt Risiko

Die US-Notenbank Federal Reserve dürfte dieses Jahr mit dem graduellen Ausstieg aus der quantitativen Lockerung fortfahren. Dann dürften die langfristigen Zinsen stärker steigen als die kurzfristigen. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Aktien bei steiler werdender Zinskurve höher rentieren als börsennotierte Immobilien, da Erstere vom Aufschwung unmittelbar profitieren. Während sich die Erwartungen der Investoren bezüglich Finanzierungskosten und Kapitalisierungssätzen sofort nach oben anpassen, sind Mieteinnahmen mittel- bis langfristig gebunden, was das Gewinnwachstum von Immobilititeln vorerst bremst. Sollte es entgegen unserer Erwartung erneut zu einem Zinsschock kommen, dürfte die Marktreaktion nicht mehr so heftig ausfallen wie im Mai/Juni 2013. Denn erstens ist das Immobilien-Anlageuniversum aktuell tiefer bewertet als noch vor einem Jahr. Zweitens antizipiert der Markt bereits eine graduelle Trendumkehr in der Geldpolitik. Fest steht jedoch: Ein Umfeld steigender Zinsen bedeutet für Immobiliengesellschaften widrigere Umstände am Kapitalmarkt.

Immobilienaktien rentieren weiterhin besser als Anleihen

Wir gehen für 2014 von einer weiteren Konjunkturerholung aus. Das Wirtschaftswachstum überträgt sich in der Regel mit einer Verzögerung von sechs bis neun Monaten in Gewinnwachstum. Allerdings dürften die US-amerikanischen Zinsen bis Ende 2014 um rund 0,5 Prozentpunkte ansteigen, was die jährliche Gesamttrendite um bis zu 5 Prozentpunkte herunterdrücken könnte. Für 2014 erwarten wir daher bei globalen Immobilien-

aktien eine Verlangsamung des Gewinnwachstums hin zum langfristigen Durchschnitt von 6 bis 7 Prozent und eine attraktive Dividendenrendite von über 4 Prozent. Wir rechnen zudem damit, dass die relative Bewertung von Immobilititeln gegenüber dem Gesamtaktienmarkt weiter abnehmen wird, wodurch ihre relative Attraktivität langsam zulegen wird. Da sich ein solcher Prozess über mehrere Monate hinzieht, dürfte das laufende Jahr gute Einstiegszeitpunkte bieten. Börsennotierte Immobilien dürften im Jahr 2014 erneut besser rentieren als Anleihen. Deshalb raten wir Investoren, die übergewichtig in Anleihen investiert sind, zu einer graduellen Umschichtung in Immobilienaktien.

POSITIONIERUNG FÜR 2014

Im aktuellen Umfeld eines milden globalen Aufschwungs und leicht steigender Zinsen setzen wir auf Immobiliengesellschaften, die solide Bilanzen und eine optimale Schuldenquote aufweisen. Dabei ziehen wir langfristige Schulden mit fixen Zinsen vor, was in einer Phase steigender Zinsen stabile Zahlungen garantiert. Auf der Aktivseite der Bilanz bevorzugen wir kurz- bis mittelfristige Mietverträge, da diese relativ rasch an Inflations- und Mietpreisanstiege angepasst werden können. In dieser Hinsicht haben Hotel- und Wohnimmobilien überdurchschnittliche Wachstumschancen, da ihre mittlere Mietvertragsdauer (bei Hotelbetrieben kann diese einen Tag dauern) kürzer ist als bei Industrie- oder Spitalimmobilien oder solchen, die von der öffentlichen Hand langfristig gemietet werden. Auch Immobiliengesellschaften mit Projektentwicklungen versprechen ein besseres Gewinnwachstum als reine Vermieter. Weiter bevorzugen wir Immobiliengesellschaften mit Aussicht auf Wertsteigerung ihrer Portfolios. In dieser Hinsicht dürften Unternehmen aus Australien, China, Grossbritannien, Japan und auch den USA besonders gut abschneiden. Anfällig auf Zinssteigerungen sind hingegen Firmen in Hongkong und Singapur. In diesen beiden Märkten sind die aktuell (zu) tiefen Zinsen stärker eingepreist als etwa in Europa oder den USA.



Spezialthema

Immobilien *als Langfristanlagen*

Weder der Anlagebedarf institutioneller Investoren noch die Wohnbedürfnisse privater Anlegerinnen und Anleger richten sich nach den Preisen am Immobilienmarkt. Bei Immobilienengagements sprechen daher mehrere Faktoren für einen längeren Anlagehorizont. Verbleibende Risiken lassen sich mit der entsprechenden Investitionsstrategie eingrenzen.

Seit 2006 wird hierzulande über die Existenz einer Immobilienblase debattiert. Eine Korrektur ist bislang ausgeblieben, und in vielen Segmenten sind die Preise zwischenzeitlich nochmals kräftig angestiegen. Dies hat nicht zuletzt mit dem Superzyklus zu tun, den die Schweiz im Nachgang an die Finanzkrise verzeichnen konnte. Private wie institutionelle Investoren müssen entscheiden, ob sich eine Investition in Immobilien heute noch lohnt. Für die Beurteilung auf längere Sicht sind vorab drei Eigenschaften relevant: die Preiszyklizität

von Immobilienanlagen, deren mögliche Eignung zum Inflationsschutz sowie die Minimierung eines Vermögensverlustes im gemischten Portfolio.

Langer Preiszyklus von Immobilien

Das Immobilienangebot verhält sich sehr viel träger als die Nachfrage. Dies liegt mitunter an Verzerrungen bei der Preisbildung aufgrund fehlender Marktmieten (regulierte Mieten) sowie der zeitverzögerten Anpassung des Immobilienbestands auf Preissignale. Nachfrage-seitige Haupttreiber sind die Konjunktorentwicklung und die Standortattraktivität, wovon weitere Faktoren wie Unternehmensgewinne, Einkommen, Zinsen und die Migration abhängen. Die Folge sind Preisschwankungen, welche die Form längerfristiger Zyklen annehmen. Diese Zyklizitätsmuster lassen sich in vielen Ländern beobachten. Eines der ältesten Beispiele ist der Herengracht-Index aus den Niederlanden, der auf das Jahr 1628 zurückgeht.

Prof. Dr. Pascal Gantenbein
Universität Basel

Aus der Analyse von Immobilienzyklen werden zwei Aspekte deutlich: Zum einen können die Phasen im Zyklus viele Jahre dauern. Erinnert sei hier an die Schweizer Immobilienkrise der 1990er Jahre, wo der Preisboden erst rund ein Jahrzehnt nach Beginn des Wertzerfalls erreicht wurde. Zum Zweiten haben sich Immobilienmärkte auch nach schweren Krisen bei intakten wirtschaftlichen, politischen, rechtlichen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen immer wieder erholt. Dies spricht für eine langfristige Perspektive bei der Immobilieninvestition und einen Verzicht auf Panikverkäufe in der Baisse.

Nicht alle Institutionen mit einem ökonomisch langen Horizont haben indessen die Möglichkeit einer solch langfristigen Anlageperspektive. Diese paradoxe Situation wird etwa bei Pensionskassen deutlich: Sie halten Verpflichtungen, die erst in 30, 40 oder 50 Jahren zur Auszahlung gelangen, was eine sehr langfristig ausgelegte Anlagestrategie ermöglichen würde; keine anderen Institutionen ausser Versicherungen verfügen über einen derart langen Anlagehorizont. Dieser wird allerdings durch die regelmässige Prüfung faktisch auf eine kurze Frist reduziert. Vorsorgeeinrichtungen können dadurch ungeachtet des langfristigen Potenzials einer Anlage gezwungen sein, sich in einer Baisse von dieser zu trennen. Noch Mitte der 1990er Jahre wurden Pensionskassen, die aufgrund der Immobilienkrise in eine Unterdeckung gerieten, regulatorisch gezwungen, ihre Immobilien mit grossen Verlusten abzustossen. Dies war in zweierlei Hinsicht ungünstig: Erstens wirkten die Verkäufe just im ungünstigsten

Moment, als die Preise ohnehin am Boden waren, prozyklisch. Und zweitens hätten sich mit einer längeren Sicht die Probleme nahezu von alleine gelöst. Es ist zu hoffen, dass daraus die Lehren für die nächste Korrektur – die bestimmt kommen wird – gezogen wurden.

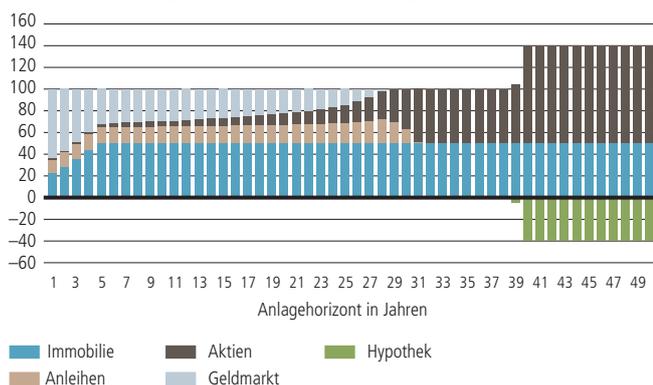
Kein absoluter Inflationsschutz

Die empirischen Befunde, die für einen Inflationsschutz von Immobilien sprechen, sind kontrovers und von den jeweiligen Rahmenbedingungen abhängig. Einerseits umfassen die Mieten eine graduelle Anpassung an die Inflation, was sich wiederum in der Immobilienbewertung niederschlägt. Doch je nach Mietrecht und Marktlage erfolgt diese Anpassung mehr oder weniger schnell. Andererseits zeigt die Erfahrung, dass Immobilien in Zeiten starker Inflation eine vergleichsweise hohe Wertbeständigkeit aufweisen.

Der daraus resultierende relative Schutz gegen starke Geldentwertung ist allerdings zeitabhängig und gilt nicht für jede Immobilie an jedem Ort, zumal es zu Nachfrageverschiebungen kommt und bei gewissen Liegenschaften mit der Zeit eine Wertverminderung aufgrund veralteter Standards einsetzt. Dies ist vor allem bei kommerziell genutzten Immobilien zu beobachten, die im Durchschnitt eine stärkere Entwertung aufweisen als Wohnimmobilien. Auch zeigt das Beispiel der Schweiz, dass es Phasen der Inflationsbekämpfung gibt, die durch starke Preiseinbussen charakterisiert sind. Ein gewisser Schutz scheint daher nur in der sehr langen Frist sowie in Zeiten aussergewöhnlich hoher Geldentwertung gegeben zu sein.

Optimale Portfolio-Allokation nach dem Kriterium des Vermögenserhalts

Selbstgenutztes Wohneigentum bei unterschiedlichem Anlagehorizont, in Prozent



Quelle: Prof. Dr. Pascal Gantenbein, Universität Basel

Die Abbildung zeigt die optimale Gewichtung verschiedener Anlageklassen im Portfolio zu Beginn der Investitionsphase in Abhängigkeit des Anlagehorizonts. Dem Berechnungsbeispiel zugrunde liegt ein risikoscheuer Privatinvestor, dessen Anlagekriterium der Vermögenserhalt ist. Er könnte die Immobilie aus eigenen Mitteln finanzieren; der Preis der Immobilie entspricht dabei der Hälfte seines Anfangsvermögens. Bei sehr langem Horizont (im vorliegenden Beispiel ab 38 Jahren) lohnt sich auch bei genügend Eigenmitteln die Aufnahme eines Hypothekarkredits zur Erhöhung der Aktienposition im Portfolio.

Absicherung durch Portfoliooptimierung

Investoren können das Risiko eines Vermögensverlusts reduzieren, wenn sie Anlagen über einen längeren Horizont halten. Aufgrund der langen Preiszyklen und des begrenzten Inflationsschutzes gilt dies auch für Immobilienanlagen. Hinzu kommt noch ein weiterer Punkt: Bei der Aufnahme eines Kredits erhöhen sich die Schwankungsrisiken des Nettovermögens, weil Preiskorrekturen über das Eigenkapital abgefangen werden müssen.

Der Erwerb einer Immobilie lohnt sich erst ab einem gewissen Anlagehorizont, da sich die Risiken über die Zeit etwas diversifizieren. Verfügt ein Käufer nicht über genügend Eigenmittel, so ergibt die Berechnung, dass sich ein Kauf je nach Risikotoleranz erst ab einem Horizont von etwa zehn bis 20 Jahren lohnt. Beim Käufer mit genügend Eigenmitteln ist das Risiko eines Vermögensverlusts zwar weniger kritisch. Jedoch dürfte er zur Portfoliooptimierung gleichwohl einen Hypothekarkredit aufnehmen und einen Teil davon zum

Beispiel in Aktien investieren. Die Abbildung zeigt die optimale Portfolio-Allokation eines Privatanlegers, der über genügend Eigenmittel für den Immobilienkauf verfügt, in Abhängigkeit des Anlagehorizonts.

Gesunde Finanzierung als Schlüssel zum Erfolg

Preiszyklizität, Inflationsgefahr und das Risiko eines Vermögensverlusts führen dazu, dass ein langer Anlagehorizont bei Immobilien in vielen Fällen zweckmässig ist. Doch es müssen noch weitere Voraussetzungen gegeben sein, damit Immobilien als Langfristanlagen genutzt und gehalten werden können.

Neben Massnahmen zum Werterhalt der Immobilie (Sanierungen) werden vorab eine gesunde Finanzierung und ein «langer Atem aufgrund der Zyklizität benötigt». Genügende Liquidität zur Bedienung von Zinsen, Ansprüchen und weiteren Zahlungen dient als Grundlage, um auch eine mehrjährige Baisse zu überstehen.

WIE LANGE DAUERN IMMOBILIENKRISEN?

Die langwierige Immobilienkrise der 1990er Jahre in der Schweiz dauerte rund zehn Jahre, mit einem Preisrückgang über acht Jahre (1990 bis 1998), gefolgt von zwei weiteren Jahren mit Preisen auf tiefem Niveau. Erst nach dem Jahr 2000 setzte die Wende ein. Die damalige Immobilienkrise in der Schweiz zählt damit im Quervergleich zu den überdurchschnittlich langen Korrekturphasen. Die reale Preiseinbusse von 1990 bis 1999 betrug im Mittel 38 Prozent. Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff, die Autoren des Buches «This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly» (2011), haben die Muster verschiedener Krisen

untersucht. In einem Kapitel ihres Buchs sowie im Aufsatz «The Aftermath of Financial Crises» (NBER Working Paper 14656, 2009) zeigen sie auf, dass die Dauer von Immobilienkrisen im Gefolge von Banken Krisen im internationalen und historischen Durchschnitt fünf bis sechs Jahre beträgt. Ausreisser nach oben ist die japanische Immobilienkrise nach 1992 mit einer Dauer von 17 Jahren. Die durchschnittliche Preiseinbusse vom Höhepunkt bis zum Preisboden beläuft sich nach ihrer Untersuchung auf 35,5 Prozent. Diese Dimensionen passen aus heutiger Sicht relativ gut auch auf die amerikanische Immobilienkrise nach 2007.

UBS Real Estate *Local Fact Sheets*

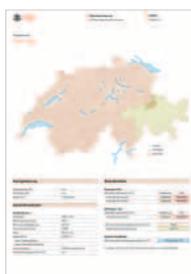


Nützlich bei Investitionsentscheiden

Die *UBS Real Estate Local Fact Sheets* enthalten für jede Schweizer Gemeinde die wichtigsten statistischen Informationen, die für den lokalen Immobilienmarkt relevant sind. Sie sind vielfältig einsetzbar, bei Investitionsentscheiden, Marktanalysen oder Vergleichen mit anderen Gemeinden.

Die *UBS Real Estate Local Fact Sheets* sind auf Deutsch, Französisch, Italienisch sowie Englisch verfügbar und können bei Ihrer Kundenberaterin oder Ihrem Kundenberater bezogen werden.

MARKTÜBERBLICK



IMMOBILIENPREISE



BAUTÄTIGKEIT



BEVÖLKERUNG



EINKOMMEN



STEUERN



CIO WM Research wird produziert durch Wealth Management und Retail & Corporate und Wealth Management Americas, Unternehmensbereiche von UBS AG (UBS) oder einer Tochtergesellschaft. In gewissen Ländern wird UBS AG als UBS SA bezeichnet. Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuftem Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS und ihre verbundenen Unternehmen beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Preise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren. UBS und deren Konzerngesellschaften (oder Mitarbeiter derselben) können jederzeit für die erwähnten Wertpapiere eine Kauf- bzw. Verkaufsposition einnehmen oder als Auftraggeber bzw. Mandatsträger auftreten oder dem Emittenten dieser Wertpapiere bzw. einer mit einem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Gesellschaft Beraterdienste oder andere Dienstleistungen zukommen lassen. 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 Informationsbarrieren 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 ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten 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. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuerrechtlicher – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von UBS oder deren Konzerngesellschaften nicht reproduziert werden. UBS untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Dokuments an Dritte. UBS ist nicht haftbar für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Dokuments resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Die Erstellung der Chief Investment Office-Konjunkturprognosen erfolgte in Zusammenarbeit von CIO-Ökonomen mit Ökonomen von UBS Investment Research. Die Prognosen und Einschätzungen sind lediglich zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

Externe Vermögensverwalter und Finanzberater: Für den Fall, dass dieser Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und/oder Dritte weiterzugeben bzw. zur Verfügung zu stellen. **Australien:** 1) **Kunden von UBS Wealth Management Australia Ltd:** Diese Mitteilung wird durch UBS Wealth Management Australia Ltd. an Kunden von UBS Wealth Management Australia Ltd 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. Diese Publikation enthält ausschliesslich allgemeine Informationen und/oder allgemeine Beratung und stellt keine persönliche Beratung zu Finanzprodukten dar. Somit wurde der Inhalt dieser Publikation ohne Berücksichtigung der Anlageziele, der finanziellen Situation und der finanziellen Bedürfnisse eines bestimmten Empfängers formuliert. Vor jedem Anlageentscheid sollte ein Empfänger persönliche Beratung zu Finanzprodukten von einem unabhängigen Berater einholen und relevante Angebotsunterlagen (einschliesslich der Produktinformationen) prüfen, wenn der Erwerb von Finanzprodukten in Betracht gezogen wird. 2) **Kunden von UBS AG:** Diese Mitteilung wird durch UBS AG ABN 47 088 129 613 (937 Inhaberin 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 AG 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. **Belgien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Kaufangebot oder eine vergleichbare Anwerbung nach belgischem Recht dar, kann jedoch zu Informationszwecken Kunden der UBS Belgium, einer Niederlassung von UBS (Luxembourg) SA, zur Verfügung gestellt werden. UBS Belgium ist eine bei der belgischen Nationalbank eingetragene Bank und wird durch die «Financial Services and Markets Authority» (L'Autorité des services et marchés financiers) beaufsichtigt, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Brasilien:** Erstellt durch UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, eine Einheit, die durch die Comissão de Valores Mobiliários («CVM») beaufsichtigt wird. **Deutschland:** Herausgeberin im Sinne des deutschen Rechts ist UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2–4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lizenziert und wird durch diese beaufsichtigt. **Dubai:** Der Vertrieb von Research erfolgt durch UBS AG Dubai Branch innerhalb DIFC ausschliesslich an professionelle Kunden und darf nicht innerhalb der Vereinigten Arabischen Emirate weitergegeben werden. **Frankreich:** Diese Publikation wird an Privatkunden und «Prospects» von 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 wie 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-Registrierungsnummern: 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. **Italien:** Dieses Dokument wird an Kunden der UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 4 – Mailand, eine ordnungsgemäss von der «Banca d'Italia» als Finanzdienstleister zugelassene und unter der Aufsicht von «Consob» und der «Banca d'Italia» stehende italienische Bank, verteilt. UBS Italia war weder an der Erstellung dieser Publikation noch an den hierin enthaltenen Anlagenuntersuchungen und Finanzanalysen beteiligt. **Jersey:** UBS AG, Niederlassung Jersey, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. **Kanada:** In Kanada wird diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. an Kunden von UBS Wealth Management Canada verteilt. **Luxemburg:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS (Luxembourg) S.A., einer lizenzierten Bank unter der Aufsicht der «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. **Mexiko:** Dieses Dokument wurde verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., einem Unternehmen, das nicht der Aufsicht der Comisión Nacional Bancaria y de Valores unterliegt und 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. **Österreich:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot oder eine vergleichbare Anwerbung gemäss österreichischem Recht dar und wird nur unter Umständen verwendet, die keinem öffentlichen Angebot von Wertpapieren in Österreich entsprechen. Das Dokument darf nur vom direkten Empfänger dieser Informationen verwendet und unter keinen Umständen an einen anderen Anleger weitergegeben werden. **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 durch die UBS Bank, S.A., eine bei der «Banca de España» registrierte Bank, an Kunden der UBS Bank, S.A. verteilt. **Taiwan:** Dieses Dokument wird an qualifizierte Kunden von UBS Securities Pte. Ltd., Niederlassung von Taipei, vertrieben. Dieses Dokument kann von Zeit zu Zeit von verbundenen Unternehmen von UBS Securities Pte. Ltd., Niederlassung von Taipei, editiert werden, die auch Beiträge leisten können. **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. **USA:** Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» 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. **VAE:** 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.

Stand Januar 2014.

© UBS 2014. Das Schlüsselssymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.



