

Real Estate Focus

Chief Investment Office WM

2015



Editorial

Liebe Leserin
Lieber Leser

In rund 300 Schweizer Gemeinden haben sich die Preise für Wohnimmobilien in den letzten zehn Jahren mehr als verdoppelt. Mit der niedrigen Inflation und den kaum gestiegenen Haushaltseinkommen in diesem Zeitraum lässt sich dies nicht erklären. Zudem wuchs die Hypothekarverschuldung privater Haushalte in den letzten fünf Jahren doppelt so schnell wie die Schweizer Wirtschaft. Eine besorgniserregende Dynamik.

Doch *This Time is Different*, dieses Mal ist alles anders. Das gleichnamige Buch der US-Ökonomen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff über die Finanzkrisen der vergangenen 800 Jahre beschreibt, weshalb sich Finanzkrisen wiederholen und keine Lehren aus der Vergangenheit gezogen werden. Der Grund liegt im Buchtitel selbst, den vermeintliche Marktkenner in Zeiten stark steigender Vermögenspreise regelmässig ins Feld führen. Sie vertreten die Ansicht, dass *dieses Mal* die Hausse keine Vorbotin eines Crashes sei, sondern – eben *anders* – eine wirtschaftlich absolut gesunde Entwicklung. Ideal zur Vermögensvernichtung.

Auch der Schweizer Immobilienmarkt wurde in den letzten Jahren von *This-Time-is-Different*-Vertretern heimgesucht. Gebetsmühlenartig wiesen sie darauf hin, dass die Preisanstiege gesund seien, weil – anders als in den 1990er Jahren – der Anteil an spekulativen Immobilienkäufen gering oder die Fundamentaldaten aufgrund der starken Bevölkerungszunahme intakt seien. Ein reiner Zweckoptimismus?

In unserem diesjährigen *UBS Real Estate Focus* gehen wir der Spekulation und dem Fundament bei der Preisbildung auf den Grund und zeigen, wie stark sich das Korrekturpotenzial mittlerweile aufgebaut hat.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.



Claudio Saputelli
Leiter Global Real Estate
Chief Investment Office WM



Daniel Kalt
Chefökonom Schweiz
Chief Investment Office WM

Inhalt

UBS Real Estate Focus 2015

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,
Chief Investment Office WM
Postfach, CH-8098 Zürich

Chefredaktion

Claudio Saputelli

Redaktion und Produktmanagement

Viviane Vajda

Redaktionsschluss

8. Januar 2015

Korrektorat

24translate GmbH, St. Gallen

Desktop

CIO Digital & Print Publishing

Fotos

Mauro Mellone, Fotograf, Bern

Titelbild

Bauernhof Riedbach Bern
Umbau Architekt Peter Kämpfer

Druck

galledia ag, Flawil, Schweiz

Sprachen

Deutsch, Englisch, Französisch und
Italienisch

Kontakt

ubs-research@ubs.com

Bestellungen oder Abonnemente

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

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

SAP-Nr. 83518D-1501

6 Treiber



- 6 Marktumfeld
Kurzfristig robust,
langfristig anfällig
- 9 Überblick
Markttreiber Immobilien

10 Wohnen



- 10 Eigenheime
Erzwungene Stagnation
 - 14 Mietwohnungen
Zinswette bei
Mehrfamilienhäusern
 - 17 Überblick
Wohnimmobilien
- Im Fokus*
- 18 Eigenheime
Spekulative Preissteigerungen
 - 23 Zweitwohnungsinitiative
Bestehende Erstwohnungen
 - 27 Baurecht
Zweitbeste Lösung

30

Geschäft



44

Börse



52

Global



30 Büroflächen
Auf der Durststrecke

34 Verkaufsflächen
Marktumfeld bleibt
anspruchsvoll

37 Überblick
Geschäftsimmobilien

Im Fokus

38 Seniorenheime
Wachstumsstory mit
Grenzen

41 Hotelinvestitionen
Erfolg steht nicht
in den Sternen

44 Immobilienaktien
Dividende gewinnt an
Bedeutung

48 Immobilienfonds
Bewährung steht
noch bevor

51 Überblick
Börsennotierte Immobilien

52 Globale Märkte
Eigenheimpreise auf
dünnem Eis

Kurzfristig robust, langfristig anfällig

Elias Hafner und Veronica Weisser
Chief Investment Office WM

Treiber

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Ein solides Wirtschaftswachstum, tiefe Zinsen und eine robuste Zuwanderung stützen auch dieses Jahr den Schweizer Immobilienmarkt. Zunehmend wirtschaftskritische Initiativen und Reformen dämpfen jedoch die längerfristigen Aussichten. Die hohe Wohnbautätigkeit lässt vor allem in der Deutschschweiz die Leerstände ansteigen.

Die Preisentwicklungen auf dem Immobilienmarkt sind der Dynamik verschiedener Treiber geschuldet. Allen voran beeinflussen die Konjunktur, das Zinsniveau und das Bevölkerungswachstum die Nachfrage nach Immobilien. Das Angebot wird primär durch die Bautätigkeit, sprich die Erwartungen der Bauherren über die künftige Nachfrage, bestimmt.

Schrittweise Krisenbewältigung in Europa

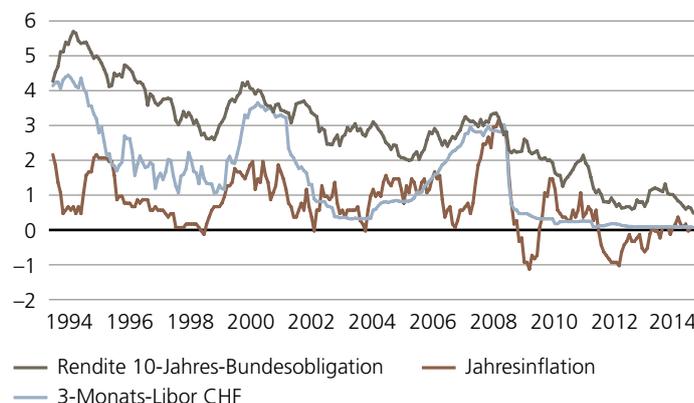
Die konjunkturelle Entwicklung der Schweiz ist in den Kontext der Weltwirtschaft gebettet. Die US-amerikanische Wirtschaft hat die Krise bereits überwunden und dürfte dieses Jahr rund 3 Prozent wachsen. Die Eurozone hingegen hinkt im Erholungszyklus mindestens zwei Jahre hinterher; wir erwarten für das laufende Jahr einen moderaten Aufschwung mit 1,2 Prozent Wirtschaftswachstum. Doch die Entwicklung in den verschiedenen Ländern divergiert. Spanien und Griechenland scheinen das Krisentief überwunden zu haben und Deutschland, der bedeutendste Handelspartner der Schweiz, floriert wieder. Doch Frankreich und Italien, ebenfalls wichtige Schweizer Handelspartner, entkommen nur langsam der Stagnation. Aufgrund der schleppenden Erholung in Europa können die Exporte kaum als Haupttreiber des Schweizer Wirtschaftswachstums wirken. Der stützende Pfeiler bleibt vielmehr die Binnenkonjunktur mit hohen Wachstumsbeiträgen des Privatkonsums und der Bauwirtschaft. Insgesamt dürfte die

Schweizer Wirtschaftsleistung dieses Jahr um 1,8 Prozent zulegen.

Die Konsumentenpreise dürften hierzulande trotz robuster Konjunktur und erwartetem Reallohnwachstum von 0,7 Prozent auch im laufenden Jahr nicht erheblich ansteigen. Die Tendenz fallender Preise bei den Importgütern, die in den vergangenen Jahren vor allem durch den starken Franken verursacht wurde, wird durch den deutlichen Rückgang des Ölpreises noch verlängert.

Rendite nahe dem Nullpunkt

Rendite, Zinsen und Inflation, in Prozent



Quellen: SNB, BFS, UBS



Baustelle Schönberg Ost Bern

« Die Renditen für zehnjährige Schweizer Staatsobligationen dürften bis Ende 2016 unterhalb der 1-Prozent-Marke verharren.»

Mit 0,2 Prozent dürfte die Teuerungsrate 2015 aber insgesamt leicht positiv ausfallen.

Regulatorische Eingriffe wirken den tiefen Zinsen entgegen

Die kurz- und langfristigen Zinsen sind historisch tief, was nicht nur die Wirtschaft stützt, sondern über die günstige Hypothekendarfinanzierung auch als wichtiger Treiber des Immobilienmarkts dient. Über die Kursuntergrenze von 1.20 Franken pro Euro bleibt die Schweizer Geldpolitik eng mit jener der Eurozone verknüpft. Und angesichts des verhaltenen Aufschwungs in Europa wird die Europäische Zentralbank den Leitzins höchstwahrscheinlich bis mindestens 2017 nahe null belassen. Diese Faktoren sowie die Einführung von Negativzinsen auch in der Schweiz dürften hierzulande in den kommenden zwölf Monaten für niedrige kurzfristige Zinsen sorgen.

Die ebenfalls tiefen Langfristzinsen deuten auf weiterhin gedämpfte Inflationserwartungen hin. Ausserdem spiegeln sie den Glauben wider, dass weder die US-amerikanische Zentralbank Federal Reserve noch die Europäische Zentralbank einen allzu schnellen Anstieg der langfristigen Zinsen tolerieren würden. Wie in der Vergangenheit könnten über gezielte Anleihenkäufe und andere unkonventionelle Instrumente die Langfristzinsen tief gehalten werden. Als Folge dürften die Renditen für zehnjährige Schweizer Staatsobligationen – eine wichtige Richtgrösse für Sätze bei Langfristhypotheken – bis Ende 2016 unterhalb der 1-Prozent-Marke verharren.

Gerade weil das Zinsniveau für den boomenden Immobilienmarkt zu tief ist, wurden im vergangenen Jahr nochmals regulatorische Eingriffe vorgenommen: Höhere Eigenkapitalanforderungen bei Banken und strengere Kriterien bei der

Hypothekarvergabe wirken nun den tiefen Zinsen entgegen.

Verunsicherung durch Wandel

Das makroökonomische Umfeld präsentiert sich kurz- bis mittelfristig freundlich, aber die längerfristigen Aussichten sind ungewiss. Wirtschaftskritische Initiativen und Reformen haben die Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Rahmenbedingungen erhöht. Bei den Unternehmen besteht angesichts der Masseneinwanderungsinitiative eine erhöhte Verunsicherung, was die Verfügbarkeit von Fachkräften und den Zugang

« Mit geschätzten 48 000 neu erstellten Wohnungen in diesem Jahr dürfte die Bautätigkeit keinen Einbruch erleiden. »

zum ausländischen Absatzmarkt angeht. Mit der Unternehmenssteuerreform III befindet sich das steuerliche Umfeld ebenfalls im Wandel. Diese Verunsicherung bremste bereits im vergangenen Jahr die Neuansiedlung von Unternehmen in der Schweiz. Ausserdem trug sie dazu bei, dass das Investitionswachstum der Unternehmen im Jahr 2014 deutlich auf 0,7 Prozent zurückfiel, verglichen mit durchschnittlich über 2 Prozent in den vorangehenden Jahren. Auch für die kommenden Jahre erwarten wir ein strukturell tieferes Investitionswachstum von rund 1 Prozent. Gerade eine restriktive Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative würde das Potenzialwachstum der Schweizer Wirtschaft deutlich senken.

Bevölkerung wächst weiter

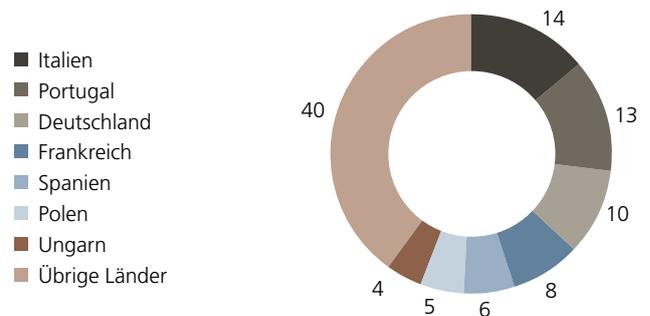
Vorerst wird die Höhe der Zuwanderung aber kaum von der gestiegenen politischen Unsicherheit und der möglichen künftigen Kontingentierung der Einwanderung beeinflusst. In den ersten zehn Monaten 2014 sind rund 71 000 Ausländerinnen und Ausländer mehr ein- als ausgewandert. Diese Zahl liegt zwar unter dem Vorjahreswert, aber deutlich über den Werten aus früheren Jahren. Drei Viertel der Nettoeinwanderung stammen ungebrochen aus den EU-Staaten, denn gerade in Südeuropa ist der Arbeitsmarkt noch nicht wieder in Schwung gekommen und gut bezahlte Jobs in der Schweiz bleiben attraktiv.

Die Bevölkerung dürfte im Gesamtjahr 2014 um 1,2 Prozent oder rund 100 000 Personen angestiegen sein. Gemäss den Zahlen des Bundesamts für Statistik wuchsen vor allem Grenzregionen schneller als in den Jahren zuvor. So wies bis Mitte Jahr der Kanton Genf mit annualisiert 2,0 Prozent das höchste Wachstum aller Kantone auf. Aber auch Basel-Stadt, Tessin und Jura vermochten deutlich über dem Durchschnitt der letzten Jahre zuzulegen. Einzig in der Zentralschweiz schwächte sich das Bevölkerungswachstum merklich ab.

Das Beschäftigungswachstum kühlte sich hingegen deutlich ab. Stiegen die vollzeitäquivalenten

Viele Arbeitskräfte aus Südeuropa

Anteil des Einwanderungsüberschusses nach Ländern (1. bis 3. Quartal 2014), in Prozent



Quellen: BfM, UBS

Stellen 2013 noch um 1,3 Prozent, schrumpfte das Wachstum 2014 auf 0,8 Prozent. Eine deutliche Verlangsamung spürte vor allem der Dienstleistungssektor, der sich in den vorangehenden Jahren noch als verlässlicher Stellenschaffer erwiesen hatte. Regional betrachtet verzeichneten die Nordwestschweiz und Zürich mit einem Plus von 1,1 Prozent das höchste Wachstum, in der Zentralschweiz hingegen sank die Beschäftigung. Angesichts des verhaltenen Investitionsappetits dürfte das Stellenwachstum auch dieses Jahr kaum aufflammen und wir gehen von einem Anstieg der vollzeitäquivalenten Stellen von 0,7 Prozent aus. Mit einem erwarteten Wachstum von 1,0 Prozent dürfte hingegen die Bevölkerung zumindest vorerst robuster bleiben.

Kein Einbruch der Bautätigkeit

Auf der Angebotsseite erreichte der Wohnungsbau mit rund 50 000 neu erstellten Einheiten im Jahr 2014 den Höhepunkt. Aufgrund der deutlichen Rückgänge bei Baubewilligungen und Baugesuchen dürfte diese Marke 2015 nicht mehr erreicht werden. Mit geschätzten 48 000 neu erstellten Wohnungen in diesem Jahr dürfte die Bautätigkeit keinen Einbruch erleiden. Wie im Vorjahr könnten daher die Leerstände weiter ansteigen. Vor allem im Deutschschweizer Mittelland, in der Urschweiz und im Appenzellerland droht ohne lokale Beschleunigung des Bevölkerungswachstums eine Überkapazität. Im Grossteil der französisch- und italienischsprachigen Schweiz übersteigt die erwartete Zusatznachfrage hingegen das Neuangebot an Wohnungen.

Quantitative Lockerung im Euroraum

Um eine Deflation, das heisst einen anhaltenden Rückgang der Konsumentenpreise, zu verhindern, hat die Europäische Zentralbank (EZB) 2014 verschiedene geldpolitische Massnahmen eingeleitet. Im Sommer senkte sie den Einlagensatz für Banken in den negativen Bereich. Im September folgten erste Schritte in Richtung eines quantitativen Lockerungsprogramms. Wir erwarten, dass die EZB im Laufe des ersten Quartals 2015 neue Anleihenkäufe ankündigt, die auch den Ankauf von Staats-

anleihen einschliessen. Es ist davon auszugehen, dass die Zinsen in Europa noch lange Zeit auf einem tiefen Niveau verharren werden. Da die von der Schweizerischen Nationalbank eingeführte Kursuntergrenze des Schweizer Frankens zum Euro für den Schweizer Aussenhandel nach wie vor notwendig ist, kann sich die hiesige Geldpolitik nicht von derjenigen der EZB abnabeln. Folglich bleibt auch die Schweiz auf absehbare Zeit im Tiefzinskorsett gefangen.

Überblick Markttreiber Immobilien

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

	2015 ¹	2014 ²	2013	2012	10 Jahre ³
Konjunktur und Einkommen					
Bruttoinlandprodukt, real	1,8	1,9	1,9	1,1	2,1
Bauinvestitionen, real	1,2	1,6	1,2	2,9	1,4
Löhne, real	0,7	0,9	1,0	1,5	1,2
Inflation und Zinsen					
Durchschnittliche Jahresteuern	0,2	0,0	-0,2	-0,7	0,5
3-Monats-Libor CHF ⁴	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,7
Rendite 10-Jahres-Bundesobligationen ⁴	0,5	0,3	1,3	0,6	1,6
Bevölkerung und Beschäftigung					
Bevölkerungsbestand	1,0	1,2	1,3	1,1	1,1
Beschäftigung, in Vollzeitäquivalenten	0,7	0,8	1,3	1,7	1,4
Arbeitslosenquote	3,1	3,2	3,2	2,9	3,2

¹ Prognose UBS

² Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 5. Januar 2015)

³ Mittelwert: 2005 bis 2014

⁴ Ende Jahr

Quellen: Seco, BFS, SNB, UBS

Erzwungene Stagnation

Elias Hafner und Maciej Skoczek
Chief Investment Office WM

Treiber

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

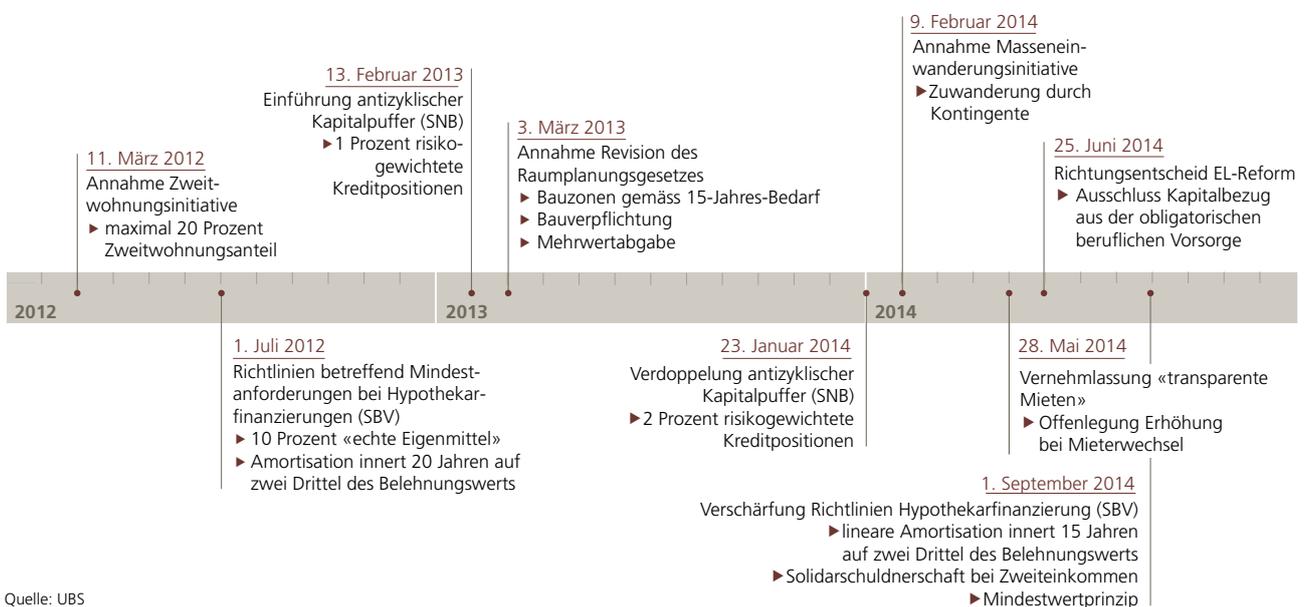
Das erreichte Preisniveau, die höhere Bautätigkeit und die strengere Regulierung haben 2014 den Schweizer Eigenheimmarkt weiter abkühlen lassen. Das ungebrochene Regulierungsbestreben dürfte ein erneutes Aufflammen des Preiswachstums bis auf weiteres verhindern. Einzig in den Agglomerationen besteht punktuell noch Preissteigerungspotenzial.

Die im Jahr 2013 begonnene Abkühlung auf dem Eigenheimmarkt setzte sich 2014 fort. Preise für Eigentumswohnungen standen letztes Jahr rund 2,5 Prozent über dem Vorjahresniveau und Einfamilienhauspreise nahmen um 1,5 Pro-

zent zu. Damit lagen die Preisanstiege in beiden Segmenten deutlich unter den durchschnittlichen Preiswachstumsraten der letzten 15 Jahre von 4 Prozent für Eigentumswohnungen und 3 Prozent für Einfamilienhäuser.

Zunehmende Regulierung

Umgesetzte und geplante Markteingriffe am Immobilienmarkt seit 2012



Quelle: UBS



Liebefeld Park Bern

« Die Realpreise liegen zurzeit fast auf dem Niveau zu Beginn der 1990er Jahre, als hierzulande die Immobilienblase platzte. »

Nulltoleranz für Markterhitzung

Nach erhöhten Regulierungstendenzen in den Jahren 2012/2013 wurden auch im vergangenen Jahr politische Massnahmen ergriffen, die den Eigenheimmarkt bremsen. Im Januar hob der Bundesrat auf Antrag der Schweizerischen Nationalbank (SNB) den antizyklischen Kapitalpuffer von 1 auf 2 Prozent an, damit die Banken für Notfälle besser gepolstert sind. Dies drosselt die Hypothekarvergabe und verteuert die Finanzierung von Wohnimmobilien. Zwar ist bei den aktuell rekordtiefen Zinsen Letzteres kaum spürbar, die Botschaft bleibt aber klar: Weder die SNB noch der Bundesrat sind gewillt, weitere Preisanstiege auf dem Wohnimmobilienmarkt zu dulden.

Am 9. Februar 2014 nahm das Schweizer Stimmvolk die Masseneinwanderungsinitiative an, was die Wohnnachfrage in der Schweiz – einen zentralen Treiber der Eigenheimpreise – künftig eindämmen dürfte. Zwar scheint der Volkstent-

scheid bis anhin noch keine grosse Auswirkung auf die ausländische Zusatznachfrage zu haben, doch hat er die Preiserwartungen negativ beeinflusst.

Auch von Seiten des Finanzmarkts wird die Schraube weiter angezogen. Die Schweizerische Bankiervereinigung verschärfte auf Druck der Finanzmarktaufsicht (Finma) die Mindeststandards für die Hypothekarvergabe. Neu müssen Hypothekarschulden linear innerhalb von 15 Jahren auf zwei Drittel des Belehnungswertes abbezahlt werden. Nach den 2012 eingeführten Richtlinien von 10 Prozent hartem Eigenkapital und einer Amortisationspflicht verkleinert dies den Kreis potenzieller Eigenheimkäufer weiter.

Verlangsamung durch sinkende Tragbarkeit

Ein durchschnittliches Eigenheim in der Schweiz kostet aktuell 850 000 Franken und somit 70 Prozent mehr als im Jahr 2000, als es noch

für 500 000 Franken zu kaufen war. Das Durchschnittseinkommen legte in diesen 15 Jahren weniger als 20 Prozent zu, so dass sich die Tragbarkeit eines Eigenheims deutlich verschlechterte. Die Realpreise liegen zurzeit fast auf dem Niveau zu Beginn der 1990er Jahre, als hierzulande die Immobilienblase platzte. In den verfügbaren statistischen Daten lassen sich zwar kaum deutlich unterschiedliche Entwicklungen bei den Preisklassen ausmachen, aber im gehobenen Segment sind die Preisvorstellungen seit geraumer Zeit vermehrt nicht mehr durchsetzbar. Hier hat sich die Verhandlungsmacht vom Verkäufer zum Käufer verschoben und ein Abschlag von bis zu 20 Prozent auf den ursprünglichen Listenpreis stellt keine Seltenheit dar.

Auch die Angebotsseite trug zur Abflachung des Preiswachstums bei. Mit der stark erhöhten Einwanderung nach der Einführung der vollen Personenfreizügigkeit 2007 entstand ein Nachfrageüberhang von bis zu 15 000 Wohnungen pro Jahr. Als Folge stieg die Wohnbautätigkeit stark an. Die Lücke wurde geschlossen und 2014 nahmen gar die Leerstände wieder zu. Im Eigenheimsegment konnte vor allem ein Anstieg der Leerstände bei Eigentumswohnungen festgestellt werden (von 0,5 auf 0,7 Prozent). Solange kein neuer Nachfrageüberhang entsteht, bleibt ein zusätzlicher nachfragebedingter Aufwärtsdruck auf die Preise aus, was eine Verlangsamung des Preiswachstums bei Eigenheimen begünstigt.

Preise verharren auf hohem Niveau

Was bringt das Jahr 2015 für den Immobilienmarkt? Im laufenden Jahr dürfte der fundamentale Ausblick freundlich bleiben. Für die hiesige Wirtschaft erwarten wir ein solides Wachstum. Steigende Reallöhne und ein anhaltender Zuzug von ausländischen Arbeitskräften, der nach Ablehnung der Ecopop-Initiative vorerst unlimitiert möglich bleibt, wird die Nachfrage nach Eigenheimen weiter stützen. Auch ist ein Zinsanstieg in der Schweiz dieses Jahr unwahrscheinlich, denn aufgrund deflationärer Tendenzen in Europa dürfte die SNB die aktuelle Tiefzinspolitik mindestens noch zwei Jahre lang verfolgen. Unter diesen Bedingungen wäre sogar eine erneute Beschleunigung der Wachstumsraten mit Preisanstiegen auf bisher nicht erreichte Niveaus möglich.

Doch die Regierung, die SNB und die Finma würden dies um jeden Preis zu verhindern versuchen. Mögliche Instrumente für künftige Eingriffe sind zusätzliche Beschränkungen des Pensionskassenvorbezugs, einheitliche Regeln bei der Tragbarkeitseinschätzung und der Immobilienbewertung sowie eine maximale Belehungsquote. Wir erwarten dieses Jahr Preiswachstumsraten von lediglich 0,5 Prozent bei Einfamilienhäusern und 1,5 Prozent bei Eigentumswohnungen, was beinahe einer Stagnation gleichkommt. Der Zyklus dürfte hiermit seinen Höhepunkt erreicht haben.

Kaufen oder noch zuwarten?

Die Langfristzinsen befinden sich mit 0,3 Prozent auf einem Allzeittief, weshalb die Eigenheimfinanzierung noch nie so günstig war. Eigenheimpreise scheinen hingegen den Höhepunkt erreicht zu haben. Ist dies ein guter Zeitpunkt für einen Kauf oder lohnt es sich zuzuwarten?

Die Bestimmung des optimalen Kaufzeitpunktes hängt unter anderem von der persönlichen Lebenssituation, den aktuellen Marktbedingungen und den Zukunftserwartungen ab. Wenn die persönliche Lebenssituation einen Aufschub zulässt, dann macht es Sinn, die Einsparung durch sinkende Immobilienpreise mit den höheren Kosten durch steigende Zinsen zu vergleichen. Unter Einbezug der eigenen Markterwartungen, der Mietkosten bis zum Zeitpunkt des Eigenheimkaufs sowie der Unterhaltskosten vom Wohneigentum ergibt sich folgende Abhängigkeit.

Wer von 10 Prozent tieferen Eigenheimpreisen in drei Jahren ausgeht, sollte sich für einen Aufschub des Kaufes entscheiden, solange er bis dahin nicht mit Langfristzinsen über 2 Prozent rechnet. Wer in den nächsten drei Jahren mit einem Preisrückgang um 15 Prozent rechnet und gleichzeitig nicht mit Langfristzinsen über 3 Prozent, sollte mit dem Erwerb eines Eigenheims ebenfalls warten. Bei einem Preisrückgang von 20 Prozent liegt die Grenze bei Langfristzinsen von 5 Prozent. Wer aber bis dahin von stagnierenden oder gar steigenden Preisen ausgeht, sollte jetzt kaufen.

Regionale Analyse

Wendepunkt regional erreicht

Vielorts stagnierten die Preise von Eigenheimen (als Durchschnitt der Preise von Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen) oder sanken teilweise sogar markant. In fast 60 Prozent aller Schweizer Gemeinden kosteten Einfamilienhäuser 2014 weniger als im Vorjahr; bei Eigentumswohnungen lag diese Quote bei über 40 Prozent. Deutliche Preisrückgänge liessen sich vor allem in den teuersten Schweizer Regionen beobachten. Insbesondere am Genfersee und im Grossraum Zürich wurde für viele Käufer die Schmerzgrenze preislich überschritten. Deutlich zeigt sich die Trendwende – mit Ausnahme von Basel – in den Grossstädten. Wies Zürich noch vor drei Jahren eine der schweizweit stärksten Preiswachstumsraten von über 10 Prozent auf, so fiel die Preisentwicklung im vergangenen Jahr mit –3 Prozent bei Einfamilienhäusern und stagnierenden Eigentumswohnungspreisen klar unterdurchschnittlich aus. Die stärkste Korrektur von über 8 Prozent bei Eigentumswohnungen musste die Stadt Genf hinnehmen.

Auch in den erweiterten Agglomerationen liess das starke Preiswachstum der früheren Jahre nach. So stiegen die Eigenheimpreise im letzten Jahr noch leicht an, da die Objekte für viele Käufer nach wie vor erschwinglich waren. Die Eigenheime verteuerten sich 2014 im Kanton Freiburg, als günstigere Alternative zur Region Genfersee, um bis zu 2 Prozent. In der erweiterten Agglomeration um Zürich gewannen die Eigenheime in den Regionen Aarau, Baden und Winterthur sowie fast flächendeckend in der Ostschweiz an Wert.

Das stärkste Preiswachstum verzeichneten jedoch periphere Regionen, wie das Glarner Unterland, Uri oder Val-de-Travers, mit Wachstumsraten von teilweise über 5 Prozent. Die Verschiebung der Preisdynamik von zentralen in periphere Gebiete ist ein Zeichen dafür, dass sich der aktuelle Preiszyklus seinem Ende zuneigt.

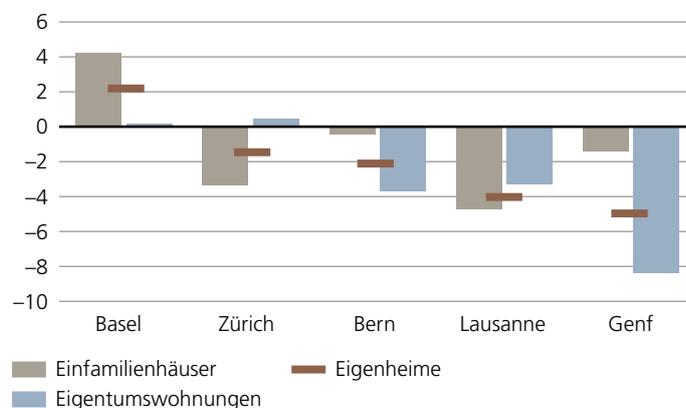
Preise in Zentren unter Druck

In den Grossstädten dürfte sich die Korrektur dieses Jahr fortsetzen, da die Preiserwartungen vergangener Jahre angesichts verschärfter Tragbarkeitsregeln nicht mehr realistisch sind. Wir erwarten jedoch, dass sich die Korrektur nicht weiter beschleunigt und begrenzt bleiben wird. Die konstante Nachfrage in den Städten und das relativ tiefe Bauvolumen werden den regulatorischen Dämpfungsmassnahmen entgegenwirken.

In der erweiterten Agglomeration wird sich in den nächsten Jahren zunehmend die Spreu vom Weizen trennen. Bessere Karten werden die Regionen haben, in denen die Angebotsausdehnung die Nachfrage nicht übersteigt, wie in der Region Freiburg. In Regionen, wo die Leerstände aufgrund übertriebener Bautätigkeit steigen, beispielsweise zwischen Solothurn und Aarau, dürften die Preise hingegen weiter sinken.

Fallende Preise in Grossstädten

Wachstumsrate der Angebotspreise für Eigenheime 2014, in Prozent



Quellen: Wüest & Partner, UBS

Zinswette bei Mehrfamilienhäusern

Elias Hafner und Matthias Holzhey
Chief Investment Office WM

Wohnrenditeliegenschaften sind relativ zu Staatsanleihen fair bewertet. Wer an eine lang andauernde Tiefzinsphase glaubt, ist mit Mehrfamilienhäusern gut beraten. Dabei bieten Regionen im Westschweizer Mittelland und dem unmittelbaren Agglomerationsgürtel der Stadt Zürich das attraktivste Chancen-Risiko-Verhältnis.

In Schweizer Städten zahlen Investoren heute für 1 Franken jährliche Nettomiete (Bruttomiete nach Abzug von Bewirtschaftungskosten und Rückstellungen) rund 35 Franken und erzielen dabei eine Rendite von rund 3 Prozent. Vor 15 Jahren hingegen lockte noch eine Rendite von 5 Prozent. Entsprechend sind die Marktpreise für städtische Mehrfamilienhäuser seither um knapp 75 Prozent gestiegen. Im historischen Vergleich scheinen die aktuellen Renditen von Mehrfamilienhäusern an Toplagen äusserst dürftig zu sein.

Auch ein Vergleich mit den durchschnittlichen Renditen von Schweizer Immobilienfonds in den letzten 50 Jahren ist ernüchternd. Die mehrheitlich in städtischen Lagen investierten Fonds boten seit 1964 im Durchschnitt eine reale, jährliche Gesamtrendite von 3,8 Prozent. Werden die Erträge der Vergangenheit als Vergleichsgrösse genommen, so sind Direktinvestitionen in Mehrfamilienhäuser beim aktuellen Preisniveau deutlich zu teuer. Gemäss diesem Kriterium waren 1998 bis 2004 und 2008 bis 2010 gute Einstiegszeitpunkte. Angesichts der tiefen Anfangsrenditen stellt sich die Frage, ob diese zurzeit genügend für die eingegangenen Risiken entschädigen.

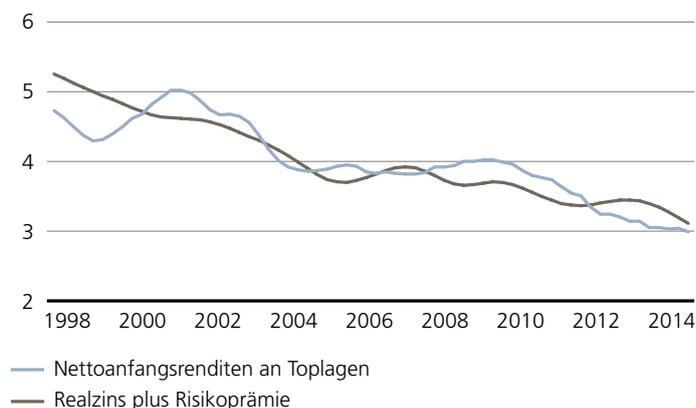
Fair bewertet gegenüber Eidgenossen

Der Ertrag eines Mehrfamilienhauses sollte zumindest dessen Opportunitätskosten (entgange-

ne Erträge alternativer Anlagen) entsprechen. Für die Ermittlung der Opportunitätskosten wird in der Regel die zehnjährige Schweizer Staatsanleihe herangezogen. Dabei sind zwei Punkte zu beachten: Erstens kann die nominale Zinsdifferenz der beiden Investitionen trügerisch sein. Da die Mieterträge längerfristig mit der Inflation Schritt halten, sind die Anfangsrenditen eher eine reale als eine nominale Grösse. Für einen Vergleich müssen demzufolge auch die Renditen der Eidgenossen real, also nach Abzug der

Faire Renditen im Tiefzinsumfeld

Spitzenanfangsrenditen für Mehrfamilienhäuser in Schweizer Grossstädten, in Prozent



Quellen: Wüest & Partner, BFS, SNB, UBS

Inflation, betrachtet werden. Zweitens ist bei Immobilien aufgrund des höheren Risikos und der geringeren Liquidität ein Risikoaufschlag gerechtfertigt. So rentierten Immobilienfonds in den letzten 50 Jahren durchschnittlich 1,7 Prozentpunkte höher als Staatsanleihen. Addiert man noch die zusätzliche durchschnittliche implizite Liquiditätsprämie für Direktanlagen gegenüber Immobilienfonds von geschätzten 0,6 Prozentpunkten, beträgt die Summe aus Realzins plus Gesamtrisikoprämie aktuell 3,1 Prozentpunkte.

Orientiert man sich zur Beurteilung der Nachhaltigkeit an den Opportunitätskosten, dann sind die aktuell historisch tiefen Anfangsrenditen von Mehrfamilienhäusern an Toplagen der grössten Schweizer Städte von rund 3 Prozent gerechtfertigt. Aus einer relativen Perspektive sind Mehrfamilienhäuser also nicht überbewertet. Bei anhaltend tiefen Realzinsen könnten die Spitzenrenditen dieses Jahr gar noch leicht sinken.

Mietsteigerungspotenzial fraglich

Für die langfristige Renditerechnung ist auch die Entwicklung der Mieteinnahmen und der Realzinsen entscheidend. Aktuell liegen die Angebotsmieten (Mieten für Wieder-, Erst- oder Neuvermietung) im Durchschnitt rund 25 Prozent über den stärker regulierten Bestandsmieten (Mieten für bestehende Mietverhältnisse). Auf den ersten Blick erscheinen damit die tiefen Anfangsrenditen mehr als gerechtfertigt.

In den 1980er Jahren baute sich eine Mietpreisdifferenz von Angebots- zu Bestandsmieten von bis zu 80 Prozent auf, die sich in den Folgejahren praktisch wieder in Luft auflöste. Die damalige Entwicklung löste keinen bedeutenden Anstieg bei den Bestandsmieten aus. Diese Tatsache relativiert das scheinbar grosse aktuelle Mietsteigerungspotenzial. Falls die Mieten keine grossen Sprünge machen, so steht und fällt die Rentabilität einer Mehrfamilienhausinvestition mit der Entwicklung der Realzinsen.

Bei Zinsanstieg drohen Wertebussen

Die Zinsen bewegen sich zurzeit unter ihrem nachhaltigen Wert. Verharren sie auf tiefem Niveau, so bieten Mehrfamilienhausinvestitionen faire Renditen. Da Realzinsen unter 1 Prozent angesichts des realen Wachstumspotenzials der Schweizer Volkswirtschaft von 1,5 bis 2 Prozent deutlich zu tief sind, ist das Szenario steigender Zinsen in die Renditeberechnung miteinzubeziehen. Denn bei einem Zinsanstieg bewegt sich der Wertverlust einer Renditeliegenschaft in einer ähnlichen Grössenordnung wie bei Staatsanleihen.

Falls die Zinsen der zehnjährigen Eidgenossen innerhalb vier Jahren von aktuell 0,3 auf 4 Prozent ansteigen und die Inflation bis zu 2 Prozent beträgt, dürften Mehrfamilienhäuser 10 bis 25 Prozent an Wert einbüßen. Die grosse Bandbreite des Bewertungsrückgangs ist der Unsicherheit bezüglich der Entwicklung der Mieteinnahmen

Sanierungsbedürftige Liegenschaften

Häufig bieten sanierungsbedürftige Liegenschaften überdurchschnittlich hohe Bruttorenditen. Man sollte sich aber von scheinbar hohen Renditen nicht blenden lassen. Denn zwischen den Bruttorenditen auf dem Papier und den effektiven Nettorenditen kann je nach Alter und Zustand der Liegenschaft eine grosse Differenz bestehen. Bei sanierungsbedürftigen Liegenschaften muss bis zur Hälfte des Mietzinsersatzes für Bewirtschaftungskosten und Rückstellungen verwendet werden. Von einer scheinbar hohen Bruttorendite von 6 Prozent verbleiben im ärgsten Fall gerade noch 3 Prozent

Ertrag auf dem Kapital. Bei Neubauten dürfte hingegen ein Fünftel der Bruttomiete reichen, um anfallende Kosten über den Lebenszyklus der Immobilie zu tragen. Eine Bruttorendite von 3,5 Prozent bei Neubauten an zentralen Lagen verringert sich dadurch auf eine Nettorendite von 2,8 Prozent. Ob eine überdurchschnittlich hohe Bruttorendite bei sanierungsbedürftigen Liegenschaften auch zu einer überdurchschnittlich hohen Nettorendite führt, hängt in erster Linie davon ab, ob es dem Investor gelingt, die Immobilie günstig in Stand zu halten.

geschuldet. Nur falls die Mieten vollständig an die Erhöhung des hypothekarischen Referenzzinssatzes und an die Inflation angepasst werden können – was viele Mieter nicht verkraften könnten –, dürften Mehrfamilienhausinvestoren mit einem Wertverlust im einstelligen Prozentbereich davonkommen. Daraus folgt: Absolut betrachtet, ist mit Immobilieninvestitionen nur gut beraten, wer an eine lang andauernde Tiefzinsphase glaubt.

quidität (Verkauf der Liegenschaft) als auch die Wiedervermietung sind im Jura deutlich unsicherer als in Zürich. Sind die längerfristigen Risiken nicht angemessen in der aktuellen Bewertung eingepreist, so ist eine Region unter- oder überbewertet. Die Regionen mit dem attraktivsten Chancen-Risiko-Profil sind das Westschweizer Mittelland und der Agglomerationsgürtel von Zürich.

Regionale Analyse

Agglomeration attraktiv

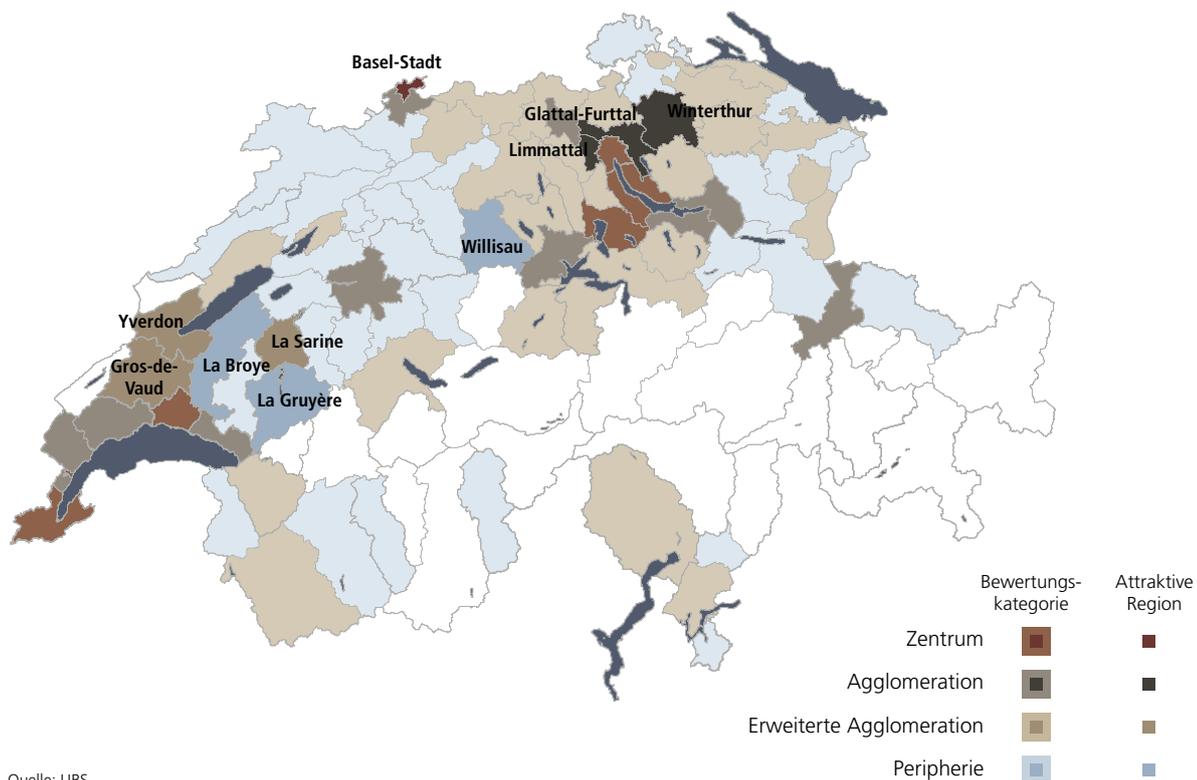
Für 1 Franken jährlichen Nettomiettertrag zahlt ein Investor aktuell 40 Franken in Zürich, aber nur 25 Franken im Jura. Dieser «Rabatt» hat seinen Preis in Form höherer Risiken: Sowohl die Li-

Periphere Lagen

Wer Mehrfamilienhäuser an peripheren Lagen erwerben will, konzentriert sich mit Vorteil auf die Regionen La Broye und La Gruyère in der Romandie sowie Willisau in der Deutschschweiz. Eine junge Bevölkerung und tiefe Leerstandquoten bei Mietwohnungen machen diese Regionen attraktiv; im Greyerzerland steht bloss eine von 200 Mietwohnungen leer. Demgegenüber sind

Attraktive Regionen für Mehrfamilienhausinvestitionen

Innerhalb der Bewertungskategorien



Quelle: UBS

das Toggenburg, Sierre und Thal bei ähnlicher Bewertung deutlich riskanter. Mieterträge in peripheren Regionen dürften insgesamt am stärksten exponiert sein gegenüber einer anhaltend düsteren Wirtschaftslage und einem Abschwung auf dem Immobilienmarkt.

Erweiterte Agglomerationsräume

Die erweiterten Agglomerationsräume bieten grössere Sicherheit. Gros-de-Vaud, Yverdon und La Sarine (Fribourg) stechen hier als die attraktivsten Standorte heraus. Ein hohes Bevölkerungswachstum und eine junge Bevölkerung als Hauptnachfragegruppe nach Mietwohnungen dürften die Nachfrage in den nächsten Jahren deutlich ansteigen lassen. Ebenfalls bewegen sich sowohl die Leerstände als auch die Wohnbautätigkeit auf bescheidenem Niveau. Gerade im Fall einer reduzierten Einwanderung mindern eine aus der Region stammende Wohnnachfrage und ein tiefes Ausgangsniveau der Leerstände das Wiedervermietungsrisiko. Deutlich weniger attraktiv

stellt sich das Chancen-Risiko-Verhältnis für die Regionen Locarno, St. Gallen und Martigny dar.

Agglomeration und Zentren

Wer Mehrfamilienhausinvestitionen an Zentrumsanlagen bevorzugt, aber keine Prämien für Toplagen bezahlen will, ist im ersten Agglomerationsgürtel der Stadt Zürich am besten bedient. Die Zürcher Wirtschaftsregionen Limmatal, Glattal-Furttal sowie die Stadt Winterthur weisen ein hohes Wachstumspotenzial sowohl der lokalen Wirtschaft als auch der Bevölkerung aus. Deutlich höhere Risiken bei einer vergleichbaren Bewertung bestehen in Chur, Vevey und im Linthgebiet. Wer nur an den besten Lagen Mehrfamilienhäuser erwerben will, sollte Basel-Stadt gegenüber Zürich und Genf bevorzugen. Nach zehn Jahren stagnierender Bevölkerung und tiefen Wohnbauinvestitionen ist der Weltklasse-Life-Science-Standort angesichts der in den kommenden Jahren erwarteten stark ansteigenden Wohnnachfrage attraktiv bewertet.

Überblick Wohnimmobilien

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

	2015 ¹	2014 ²	2013	2012	10 Jahre ³
Wohnbau und Leerstände					
Reinzugang Wohnungen (Anzahl)	48 000	50 000	47 901	45 763	44 446
Leerwohnungsquote	1,2	1,1	1,0	0,9	1,0
Mietwohnungen					
Angebotspreise Mietwohnungen	1,0	2,0	2,9	3,1	3,0
Angebotspreise Mietwohnungen Neubau	-0,5	4,5	1,3	1,1	0,4
Preisindex Bestandesmieten	0,5	1,2	0,5	0,6	1,5
Hypothekarischer Referenzzinssatz ⁴	1,8	2,0	2,0	2,3	-
Leerstehende Mietwohnungen (Anzahl)	-	35 841	31 666	30 916	30 585
Gesamtrendite Direktanlage Wohnen	5,0	6,0	6,5	7,1	6,1
Eigenheime					
Angebotspreise Eigentumswohnungen	1,5	2,5	3,3	5,1	3,8
Transaktionspreise Eigentumswohnungen	-	2,5	5,0	6,7	5,7
Angebotspreise Einfamilienhäuser	0,5	1,5	4,7	3,7	3,2
Transaktionspreise Einfamilienhäuser	-	2,0	3,0	4,8	3,9
Wachstum Hypothekarkredite, alle Banken	3,5	3,7	4,3	5,8	4,5
Leerstehende Eigenheimwohnungen (Anzahl)	-	9 907	8 342	8 006	8 285

¹ Prognose UBS

² Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 5. Januar 2015)

³ Mittelwert: 2005 bis 2014

⁴ Ende Jahr

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

Spekulative Preissteigerungen

Matthias Holzhey und Maciej Skoczek
Chief Investment Office WM

Die Eigenheimpreise in der Schweiz stehen deutlich über ihrem langfristig nachhaltigen Niveau. Unsere modellbasierte Analyse zeigt ein kurzfristiges Korrekturpotenzial von 10 Prozent, sollte die spekulative Nachfrage einbrechen. In der Zentralschweiz und in Zürich würde ein Einwanderungsrückgang die stärksten Preiseinbussen zur Folge haben.

Boomphasen an Immobilienmärkten sind häufig durch sinkende Zinsen und ein starkes Wachstum der Anzahl Haushalte fundamental begründet. Doch starke und anhaltende Preissteigerungen können bei Investoren überzogene Erwartungen hervorrufen, was spekulative Übertreibungen bei der Bewertung nährt. Mittels quantitativer Modelle lässt sich die Nachfrage und damit die Preisentwicklung in eine fundamentale und eine spekulative Komponente zerlegen. Das Auseinanderhalten dieser beiden Faktoren ist für die richtige Markteinschätzung zentral.

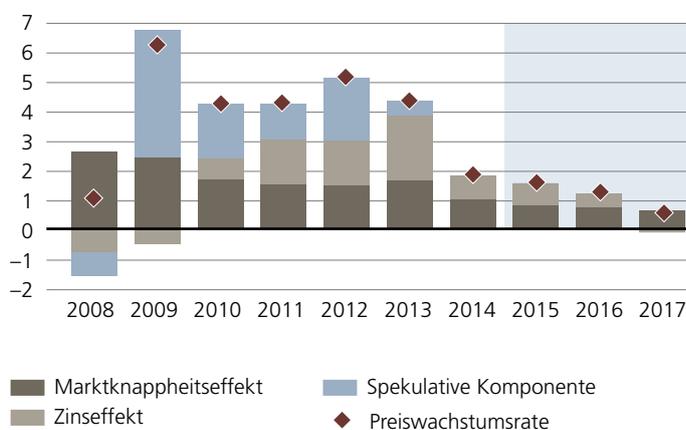
Nur zwei Drittel der Preissteigerungen fundamental erklärbar

Auf das Platzen der Immobilienblase zu Beginn der 1990er Jahre folgte am Schweizer Immobilienmarkt eine lange Durststrecke. Erst nach der Jahrtausendwende erholten sich die Wohnimmobilienpreise allmählich und erreichten schliesslich Anfang 2009 wieder ihr langfristig nachhaltiges Niveau. Seither haben sich Eigenheime inflationsbereinigt insgesamt um rund 29 Prozent verteuert. Unsere quantitative Analyse (Modellbeschreibung Seite 22) zeigt, dass davon rund 11 Prozentpunkte durch die starke Zunahme der Anzahl Haushalte und rund 8 Prozentpunkte durch fallende Zinsen fundamental erklärbar sind. Die restlichen 10 Prozentpunkte schreiben wir der Anlegerspekulation zu.

Nach der Finanzkrise flüchteten viele Investoren in Betongold, was einen spekulativen Preisschub bei den Eigenheimen im Jahr 2009 auslöste. Für die weiteren Preissteigerungen ab 2011 zeichneten vor allem die fallenden Langfristzinsen verantwortlich. Während der gesamten untersuchten Periode war das starke Bevölkerungswach-

Fundamentalwachstum flacht ab

Jährliche Preiswachstumsrate für Schweizer Eigenheime nach Treiber, Prognose ab 2015 ohne spekulative Treiber, in Prozent



Quellen: BFS, SNB, Wüest & Partner, UBS

tum konstant preistreibend. In den letzten beiden Jahren stagnierte die spekulative Preiskomponente, was insbesondere den zunehmenden Einfluss regulatorischer Massnahmen auf dem Wohnungsmarkt widerspiegelt.

« Fundamental erklärbare Preisbewegungen vermitteln oftmals eine falsche Sicherheit. »

Spekulative Preiskomponenten stehen allerdings auf wackligen Beinen. Eine euphorische Marktstimmung kann schnell ins Gegenteil umschlagen und eine Trendwende bei den Preisen auslösen. Doch aufgepasst: Auch fundamental erklärbare Preisbewegungen vermitteln oftmals eine falsche Sicherheit. Steigen beispielsweise die Zinsen oder Leerstände stark an, so schmelzen fundamental gerechtfertigte Preishaussen dahin wie Schnee in der Sonne.

Keine Trendwende erwartet

Derzeit sind weder die Zinsen noch die Zuwanderung auf einem langfristig nachhaltigen Niveau. Ein Zinsschock kombiniert mit stark steigenden Leerständen birgt gemäss unserer Modellrechnung das Potenzial für einen 20- bis 25-prozentigen Einbruch der Eigenheimpreise. Aufgrund des aktuell robusten Marktumfelds ist dieses Extremszenario zwar wenig wahrscheinlich. Doch selbst bei gleichbleibenden günstigen Bedingungen ist eine Preiskorrektur von knapp 10 Prozent alleine durch einen Wegfall der spekulativen Nachfrage möglich.

Angesichts preisdämpfender regulatorischer Markteingriffe wie der neuen Richtlinien bei

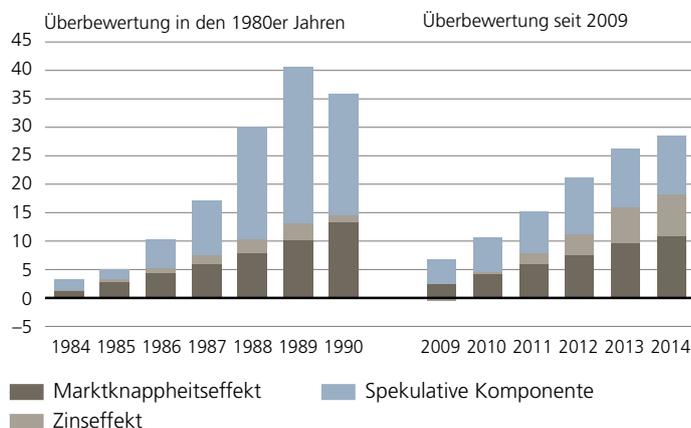
Hypothekendarfinanzierungen ist davon auszugehen, dass spekulative Preissteigerungen bis 2017 ausbleiben werden. Die Preise auf dem Schweizer Eigenheimmarkt dürften somit in den nächsten Jahren nur durch fundamentale Faktoren bestimmt werden. Dabei würden die leicht zunehmende Leerstandquote sowie die erwartete graduelle Normalisierung der Zinsen die Preissteigerungen weiter abschwächen. Die Wachstumsrate dürfte unter diesen noch günstigen Bedingungen allerdings nach wie vor leicht positiv bleiben.

Immobilienblase der 1980er Jahre durch Zuwanderung begünstigt

Ende der 1980er Jahre, bevor in der Schweiz letztmals eine Immobilienblase platzte, verknappten ebenfalls hohe Zuwanderungsraten das Wohnungsangebot. Auf dem Höhepunkt des Zyklus erreichte 1989 der Wohnimmobilienmarkt eine Überbewertung von insgesamt 40 Prozent. Im Unterschied zur Entwicklung der letzten sechs Jahre trieben jedoch Spekulationen auf immer höher steigende Preise die Immobilienbewertungen zusätzlich massiv nach oben. Gemäss unserer modellbasierten Analyse war die spekulative Preiskomponente für über 25 Prozentpunkte und somit für mehr als die Hälfte des Preisanstiegs verantwortlich. Das Fass

Weniger Spekulationen als in den 1980er Jahren

Kumulierte Überbewertung der Eigenheime, in Prozent



Quellen: BFS, SNB, Wüest & Partner, UBS

zum Überlaufen brachte schliesslich der Zinschock im Jahr 1989. Von 1990 bis 1992 verharrten die Langfristzinsen auf überdurchschnittlich hohem Niveau, was die Rahmenbedingungen drastisch veränderte. Als Folge brach die spekulative Nachfrage ein und setzte eine Abwärtsspirale in Gang.

Droht uns nun hierzulande eine ähnlich starke Korrektur wie in den 1990er Jahren? Und wenn ja, unter welchen Bedingungen? Ohne Zinschock oder wirtschaftliche Rezession werden die Preise kaum in dieser Grössenordnung einbrechen; dafür waren die spekulativen Treiber am Immobilienmarkt bis dato zu wenig stark ausgeprägt. Um plausible Preisentwicklungen zu prognostizieren, rechnen wir zwei Szenarien durch: ein Negativszenario mit abruptem Anstieg der Leerstandsquote und höheren Langfristzinsen sowie ein Positivszenario mit anhaltend positivem Wirtschaftsumfeld und optimistischen Investoren.

Negativszenario: Halbierung der Zuwanderung lässt Preise einbrechen

Aufgrund der aktuellen Zahlen der Baugesuche und Baubewilligungen dürfte 2014 der Höhepunkt der Bautätigkeit erreicht worden sein. Die Zahl fertiggestellter Wohnungen wird voraussichtlich bis 2016 wieder unter die 45 000er-Marke fallen. Bei einer Halbierung der Nettozuwanderung auf 40 000 Personen würde die Leerwohnungsquote innert drei Jahren von 1,1 auf 2,0 Prozent ansteigen. Bei einer restriktiven Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative ist diese Grössenordnung denkbar und dürfte ab 2019 realistisch sein.

Bei steigender Leerwohnungsquote würde die Preisentwicklung bereits dieses Jahr ins Negative drehen. Folglich würden die Marktteilnehmer ihre Erwartungen nach unten revidieren, sodass die aktuell bestehende spekulative Komponente erodiert wird. Die Immobilienpreise dürften dann bis Ende 2017 kumuliert mehr als 12 Prozent korrigieren, und zwar mit zunehmender Geschwindigkeit. Das Preisniveau würde sich dabei dem Niveau von 2010 annähern. Zudem ist aufgrund der Trägheit des Immobilienmarkts in den Folgejahren ein weiterer Preisrückgang unterhalb des Gleichgewichtswerts durchaus wahrscheinlich.

Positivszenario: Preiswachstumsraten beschleunigen sich

In einem anhaltend günstigen Wirtschaftsumfeld hingegen würden die Eigenheimpreise nach der jüngsten Abflachung wieder merklich anziehen. Eine weitere Verbesserung der Fundamentalfaktoren ist aufgrund bereits rekordtiefer Zinsen und enorm starker Zuwanderungsraten unwahrscheinlich. Doch ein anhaltend positives Marktumfeld könnte den Glauben an zukünftiges Preiswachstum trotzdem weiter befeuern. Die spekulative Überbewertung würde in diesem Szenario ohne weitere regulatorische Eingriffe bis 2017 von aktuell 10 auf rund 15 Prozent ansteigen.

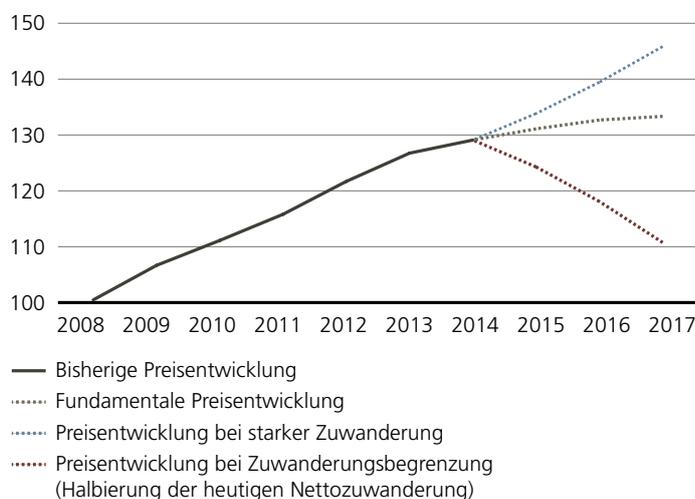
Regionale Analyse

Grösstes Korrekturpotenzial am Genfersee

Mit der quantitativen Modellierung der Preisentwicklung lässt sich das Korrekturpotenzial für die acht Schweizer Grossregionen abschätzen. Die Stärke möglicher Preisrückschläge hängt einerseits von der relativen Bedeutung der Funda-

Szenariobasierte Preisentwicklung

Preisprognose für Eigenheime ab 2015, Index 2008 = 100



Quellen: BFS, SNB, Wüest & Partner, UBS

mentalfaktoren für die Preisentwicklung und andererseits von der Abweichung der Preise vom langfristig nachhaltigen Niveau ab. Während beispielsweise in der Region Genfersee die Preise vor gut neun Jahren im Gleichgewicht waren, war dies in der Nordwestschweiz erst vier Jahre später der Fall. Das Korrekturpotenzial beträgt somit je nach Region 10 bis 30 Prozent. Wird die Schweiz als Massstab genommen, so stechen die Regionen Genfersee, Zürich und Zentralschweiz als besonders korrekturgefährdet ins Auge, wengleich in unterschiedlichem Ausmass.

Bezüglich Preiszyklus ist die Region Genfersee den anderen Regionen mehr als zwei Jahre voraus und hat in den letzten Jahren das mit Abstand grösste Korrekturpotenzial aufgebaut. Zwar konnte im vergangenen Jahr eine erste leichte Preiskorrektur von rund 3 Prozent beobachtet werden. Doch dies ist bloss ein Tropfen auf den heissen Stein, denn die Immobilienpreise am Genfersee stehen stolze 45 Prozent über dem nachhaltigen Niveau. Die hohen Bewertungen sind allerdings grösstenteils der enormen Wohnknappheit der letzten Jahre geschuldet. Der Preisanstieg mit spekulativem Charakter beträgt nach dem leichten Preisrückgang noch 10 Prozentpunkte, was das kurzfristige Gefahrenpotenzial etwas relativiert. Doch angesichts rigider Bauvorschriften scheint eine Rückkehr der Preise zu nachhaltigeren Niveaus am Genfersee auch mittelfristig unwahrscheinlich.

Wackliges Fundament in Zürich und der Zentralschweiz

Am stärksten durch Erwartungen getrieben waren die Märkte der Region Zürich und der Zentralschweiz. Allein aufgrund der spekulativen Komponente schätzen wir das Korrekturpotenzial beider Regionen auf etwa 15 Prozent. Vor allem in der Zentralschweiz konnte die Angebotsausweitung mit der Nachfrage Schritt halten, so dass fundamentale Treiber nur wenig zum Preiswachstum beitrugen. Damit besteht erhöhte Unsicherheit über die weitere Preisentwicklung. Kippt die Stimmung bei den Investoren, so dürfte hier eine harte Landung auch ohne Zinsschock und Zuwanderungsstopp kaum zu verhindern sein.

Moderates Korrekturpotenzial in den übrigen Regionen

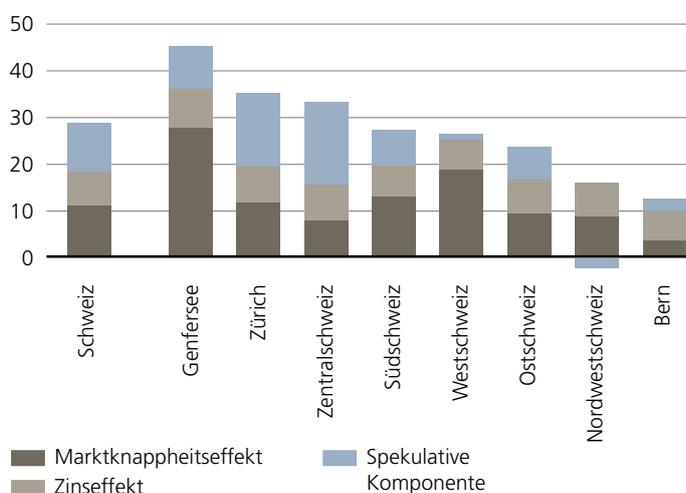
In der Süd-, West- und Ostschweiz liegt das Korrekturpotenzial zwar auf dem Schweizer Durchschnittsniveau, doch ist die spekulative Komponente geringer als in den übrigen Regionen. Insbesondere in der Westschweiz hat das starke Bevölkerungswachstum bei gleichzeitig schwacher Angebotsausweitung für rückläufige Leerstandsquoten gesorgt. Am nachhaltigsten bewertet sind die Regionen Bern und Nordwestschweiz mit einem Korrekturpotenzial von maximal 10 Prozent; dort spielten Erwartungen und spekulative Elemente bei den Preisanstiegen der letzten Jahre kaum eine Rolle. In der Nordwestschweiz hinken die Preise der Marktentwicklung sogar noch etwas hinterher.

Schwaches Wachstum erwartet

Aufgrund der hohen Zahl an Baubewilligungen und Baugesuchen rechnen wir in allen Regionen mit steigenden Leerständen und nur geringem Preissteigerungspotenzial. In den Regionen Südschweiz, Bern und Zürich dürften die Leerwohnungsquoten in den nächsten drei Jahren um rund 0,2 Prozentpunkte am stärksten ansteigen. Nur in der Westschweiz scheint die Nachfrage mit dem Angebot Schritt halten zu können,

Zürich und Zentralschweiz gefährdet

Kumulierte Überbewertung nach Preistreiber und Grossregionen, in Prozent



Quellen: BFS, SNB, Wüest & Partner, UBS

womit dort die Leerwohnungsquote bei 1,1 Prozent verharren dürfte.

Ausgehend von anhaltend tiefen Zinsen und einer geringen Zunahme der Leerstände, dürften in der Westschweiz die Preise in den nächsten drei Jahren jährlich um rund 2 Prozent steigen. Die Daten zeigen für die Region Genfersee ein ähnlich optimistisches Bild. Aufgrund der aussergewöhnlich grossen Abweichung der Preise von ihrem nachhaltigen Niveau dürfte das Modell für die Region Genfersee die tatsächliche Preisveränderung jedoch überschätzen. In der Deutschschweiz steht die Nordwestschweiz mit Potenzial für rund 1,5 Prozent jährlichen Preissteigerungen noch am besten da. Eigenheime in der übrigen Deutschschweiz (Zürich, Ostschweiz und Zentralschweiz) dürften fundamental nicht mehr als 1 Prozent jährlich zulegen. Stagnierende Preise oder gar eine leichte Preiskorrektur erwarten wir hingegen in der Südschweiz.

Kommt es jedoch zu einer Beschränkung der Zuwanderung, so verdüstern sich die Perspektiven drastisch. Am stärksten gefährdet wären in diesem Szenario die Regionen Südschweiz, Zentralschweiz und Zürich, wo die Eigenheimpreise bis 2017 um rund 20 Prozent korrigieren dürften. Neben steigenden Leerständen würde dabei der Abbau der spekulativen Komponente die grösste Rolle spielen. Die Korrektur in der Ostschweiz, in der Region Bern und um den Genfersee dürfte nur rund 10 Prozent betragen. Dauert die Verschlechterung der Rahmenbedingungen jedoch länger an, bestünde in der Region Genfersee die grösste Gefahr für eine längere Korrekturphase. Am besten gegen den raschen Zuwanderungsstopp gewappnet scheinen die Nordwestschweiz und die Westschweiz zu sein. Doch eine geringe Korrektur von bis zu 5 Prozent dürfte sich auch hier nicht vermeiden lassen.

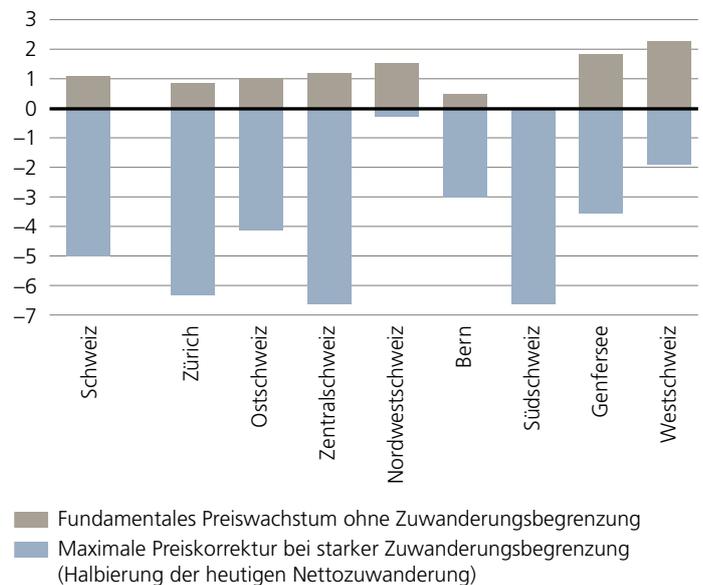
Modellbeschreibung

Wir verwenden ein einstufiges, autoregressives, ökonometrisches Modell zur Erklärung der realen Preiswachstumsraten der vergangenen 40 Jahre. Die wichtigsten Erklärungsgrössen sind die Veränderung der langfristigen Zinsen und Abweichungen vom Angebot-Nachfrage-Gleichgewicht auf dem Eigenheimmarkt. Zur Bestimmung der Gleichgewichtsstörungen verwenden wir die Entwicklung der Leerstandsquote und als zusätzliche Trendvariable das Verhältnis des aktuellen Bevölkerungswachstums zur aktuellen Bautätigkeit. Die im Modell unerklärte Restgrösse bezeichnen wir als spekulative Komponente.

Die Verwendung eines Panel-Datensatzes von Schweizer Gossregionen erhöht die Robustheit der ermittelten Elastizitäten, da konstante spezifische Charakteristika der einzelnen Gossregionen herausgefiltert werden. Wir berücksichtigen zudem unterschiedliche Ausprägungen der Immobilienblase der 1980er Jahre in den einzelnen Gossregionen, um eine Verzerrung der Elastizitäten zu verhindern. Durch dieses Vorgehen können sowohl Preisveränderungen auf aggregierter Schweizer Ebene als auch für die jeweiligen Gossregionen prognostiziert werden.

Korrekturen bei Zuwanderungsstopp

Prognose der jährlichen Wachstumsrate der Eigenheimpreise nach Regionen, Durchschnitt 2015 bis 2017, in Prozent



Quellen: BFS, SNB, Wüest & Partner, UBS

Bestehende Erstwohnungen

Jonas Alig* und Prof. Dr. Alain Griffel*
Rechtswissenschaftliches Institut, Universität Zürich

Die Umsetzung der Zweitwohnungsinitiative beschäftigt zurzeit das Parlament. Der Ständerat will die Umwandlung bestehender Erstwohnungen in Zweitwohnungen praktisch unbeschränkt zulassen, was dem Sinn des neu geschaffenen Verfassungsartikels widerspricht. Eine verfassungskonforme und zugleich pragmatische Lösung wäre möglich.

In der Herbstsession 2014 hat sich der Ständerat mit der Umsetzung des neuen, durch die Annahme der Zweitwohnungsinitiative geschaffenen Art. 75b der Bundesverfassung (BV) befasst. Das nun auszuarbeitende Bundesgesetz über Zweitwohnungen (ZWG) sieht in der ständerätlichen Fassung vor, dass bestehende Erstwohnungen praktisch frei in Zweitwohnungen umgenutzt werden können. Die Kantone und Gemeinden sollen zwar «bei Bedarf Massnahmen ergreifen, um Missbräuche und unerwünschte Entwicklungen zu verhindern». Die Anhäufung offener Rechtsbegriffe lässt jedoch erahnen, dass dieser diffuse Korrekturmechanismus kaum greifen wird.

Bei der Umsetzung der Zweitwohnungsinitiative wäre das Parlament gehalten, die Zielsetzung von Art. 75b BV zu verwirklichen, wonach der Zweitwohnungsanteil in sämtlichen Gemeinden 20 Prozent nicht überschreiten darf. Darüber hinaus ist der Verfassungsartikel direkt anwendbar: In gesättigten Gemeinden verbietet er die Erstellung neuer Zweitwohnungen mit «kalten Betten».¹ Bei der Umsetzung der Zweitwohnungsinitiative hat der Gesetzgeber zwar Spielräume; er muss sich aber an den durch die Verfassung abgesteckten Rahmen halten.

Freie Umnutzung nicht verfassungskonform

Mit der Zweitwohnungsinitiative wurden raumplanerische, ökologische und sozioökonomische Ziele verfolgt. Sie sollte überdimensionierte und meist leer stehende Infrastrukturen verhindern, eine verschwenderische Bodennutzung zügeln und den weiteren Anstieg der Boden- und Wohnungspreise, der die lokale Bevölkerung verdrängt, bremsen.² Im Abstimmungskampf war weitgehend unbestritten, dass auch die Umnutzung bestehender Erstwohnungen in Zweitwohnungen vom Zweitwohnungsverbot erfasst wird und damit im Grundsatz unzulässig ist. Noch in seiner Botschaft zum Zweitwohnungsgesetz hielt der Bundesrat fest: «Könnten [...] bestehende Wohnungen beliebig zu Zweitwohnungen umgenutzt werden, würde eine Entwicklung begünstigt, die der Zielrichtung des Verfassungsartikels entgegenläuft.»³ Unverständlich ist daher, dass der Entscheid, ob und inwiefern die Umnutzung von Erst- in Zweitwohnungen beschränkt wird, gänzlich im Ermessen der Kantone und Gemeinden liegen soll.

¹ Urteil des Bundesgerichts vom 22. Mai 2013 (BGE 139 II 243, Erw. 10.5)

² Botschaft Zweitwohnungsinitiative, Bundesblatt (BBl) 2008 8757 ff., S. 8765

³ Botschaft ZWG, BBl 2014 2287 ff., S. 2309

* Die Autoren sind nicht Mitarbeitende von UBS und unterliegen nicht den gesetzlichen Bestimmungen bezüglich der Unabhängigkeit der Finanzanalyse. Der Inhalt dieses Textes kann von der UBS CIO House View abweichen.

Unerwünschte Effekte

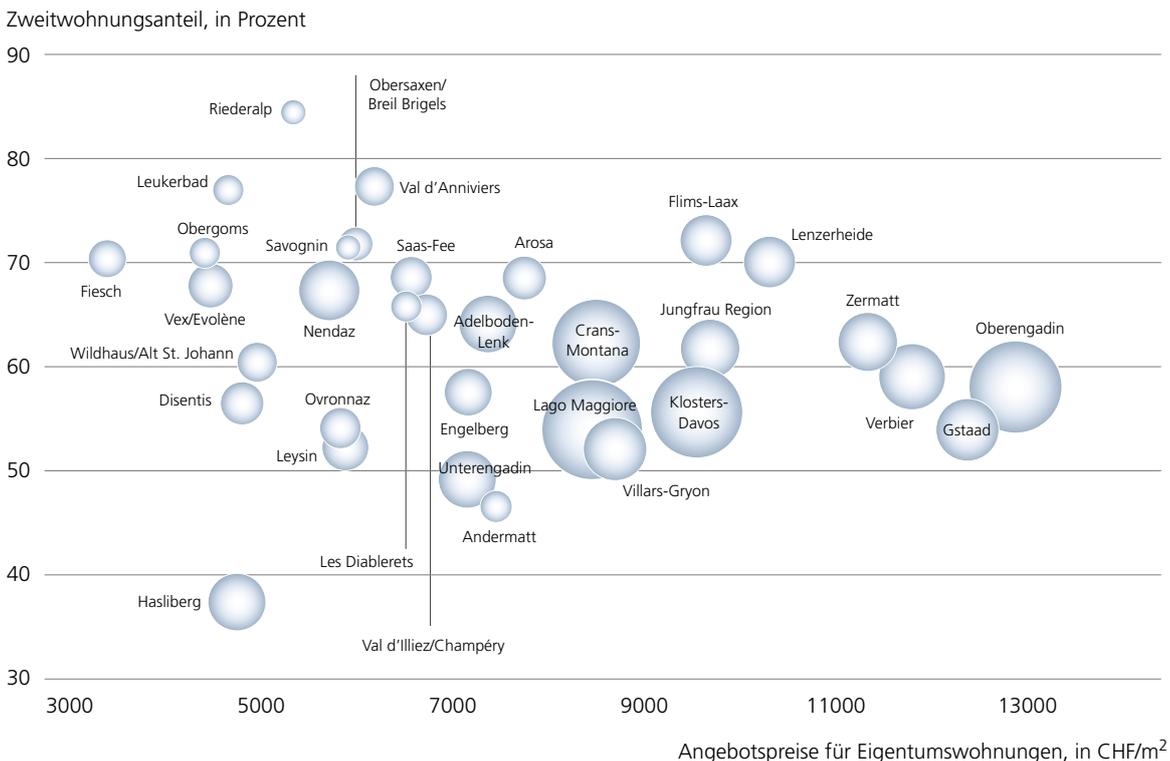
Die vom Parlament vorgesehene Möglichkeit der Umnutzung bestehender Erstwohnungen ist mit den Zielen des neuen Verfassungsartikels nicht vereinbar. So ist der Verkauf von Erstwohnungen als Zweitwohnungen anfällig für unerwünschte raumplanerische und ökologische Entwicklungen. Aufgrund der neuen Knappheit an «kalten Betten» ist zu erwarten, dass Erstwohnungen in Dorfkernen als Zweitwohnungen verkauft werden und in der Folge auf bisher noch unüberbauten Grundstücken an der Peripherie neue Ersatz-Erstwohnungen entstehen («Donut-Effekt»).

Auch die sozioökonomischen Auswirkungen laufen der Zielsetzung des Verfassungsartikels zuwider. So ist absehbar, dass sich wegen der Einschränkung des Zweitwohnungsbaus ein neuer «Ausweichmarkt» entwickeln wird.⁵ Der Wert bestehender Erstwohnungen, die als Zweitwohnungen verkauft werden können, wird ansteigen, mit unerwünschten Folgen für Mieter und Ortsansässige, die sich ein Eigenheim leisten möchten. Ohne zusätzliche Massnahmen würde bezahlbarer Wohnraum für die lokale Bevölkerung wohl noch stärker verknappt als bei gänzlichem Fehlen einer Zweitwohnungsregelung.⁶

⁴ Daniel Müller-Jentsch, Detroit in den Alpen? NZZ 8. Juni 2012, S. 14
⁵ Vgl. Müller-Jentsch (siehe Fussnote 4), S. 14
⁶ Ecoplan, Nachhaltigkeitsbeurteilung des Zweitwohnungsgesetzes, i. A. des Bundesamtes für Raumentwicklung ARE, 2014, S. 52

Preise und Zweitwohnungsanteil variieren regional stark

Fläche der Kreise entspricht der Bevölkerungsgrösse der Region



Quellen: Wüest & Partner, ARE, BFS, UBS

Kein Anwendungsfall der Besitzstandsgarantie

Mit der Besitzstandsgarantie, die aus der Eigentumsgarantie und dem Grundsatz des Vertrauensschutzes abgeleitet wird, lässt sich die Umnutzung bisheriger Erst- in Zweitwohnungen nicht begründen. Die Besitzstandsgarantie

« Es ist unverständlich, dass der Entscheidung bezüglich Umnutzung von Erst- in Zweitwohnungen gänzlich im Ermessen der Kantone und Gemeinden liegen soll.»

schützt – wie der Name sagt – lediglich den bisherigen Besitzstand, der aufgrund einer Rechtsänderung rechtswidrig geworden ist, hier also die bisherige Nutzung als Zweitwohnung in einer gesättigten Gemeinde. Bisherige Erstwohnungen sind durch die Annahme der Zweitwohnungsinitiative jedoch gar nicht rechtswidrig geworden. Die Umwandlung einer rechtmässigen Nutzung (hier als Erstwohnung) in eine inzwi-

schon rechtswidrig gewordene Nutzung (hier als Zweitwohnung) wird von der Besitzstandsgarantie nicht erfasst.

Lösungsvorschlag⁷

Beschränkter Verkauf, freie Nutzung und Vermietung

Aus Gründen der Verhältnismässigkeit und der Praktikabilität wäre es sinnvoll, eine Umnutzungsbeschränkung auf den Verkauf altrechtlicher Erstwohnungen zu begrenzen. Den betroffenen Eigentümern blieben damit weitgehende Freiheiten: Bei einer Änderung der familiären Verhältnisse oder der Arbeitssituation, aber auch im Erbfall, liesse sich die bestehende Erstwohnung ohne Meldepflicht sowohl als Zweitwohnung nutzen als auch frei vermieten. Hier besteht kein mit dem Tatbestand des Verkaufs vergleichbares Umgehungspotenzial. Auch für die grundbuchführende Behörde wäre diese unbürokratische Regelung einfach handhabbar.

Unterscheidung zwischen Erst- und Zweitwohnungen

Unser Vorschlag differenziert zwischen altrechtlichen Erst- und Zweitwohnungen. Als altrechtliche Erstwohnungen gelten Wohnungen, die am Tag der Annahme der Zweitwohnungsinitiative als Erstwohnungen genutzt wurden (vom Eigentümer oder einem Mieter). Diese Frage liesse sich im Zweifelsfall über den Eintrag des Hauptwohnsitzes im Einwohnerregister beantworten. Als altrechtliche Zweitwohnungen gelten demgegenüber alle Wohnungen, die nicht als Erstwohnungen genutzt wurden. Altrechtliche Erst- und Zweitwohnungen könnten frei genutzt, vermietet und auch vererbt werden. Für Erstwohnungen käme indes eine Einschränkung zum Tragen: Bei Veräusserung würde – über die Grundbucheintragung einer Nutzungsbeschränkung – sichergestellt, dass sie nicht als «kalte Betten» genutzt werden; das heisst, sie liessen sich bloss als Erstwohnungen oder bewirtschaftete Zweitwohnungen verkaufen.

⁷ Wir skizzieren unseren Lösungsvorschlag der Systematik des ZWG entsprechend, wobei die Aspekte Erneuerung, Umbau, Wiederaufbau und Erweiterung bestehender Wohnungen ausgeklammert werden.

Ausnahmen von der Verkaufsbeschränkung

Die grundsätzliche Verkaufsbeschränkung als Zweitwohnung könnte in zweifacher Hinsicht gemildert werden. Erstens sollte dann, wenn sich eine altrechtliche Erstwohnung trotz des Nachweises ernsthafter Verkaufsbemühungen während einer längeren Dauer nicht verkaufen lässt,

« Es macht keinen Sinn, ein Erstwohnungsangebot zu gewährleisten, wo keine Nachfrage besteht. »

eine Ausnahmegewilligung für die Veräusserung ohne Nutzungsbeschränkung erteilt werden können. Es macht keinen Sinn, ein Erstwohnungsangebot zu gewährleisten, wo keine Nachfrage besteht. Bei einem allfälligen Weiterverkauf müsste die Frage der Ausnahmegewilligung neu beurteilt werden, was Spekulationskäufen den Boden entzieht.

Zweitens sollte die Möglichkeit geschaffen werden, Gemeinden oder Gemeindeteile, in denen bei einer Umnutzung von Erst- in Zweitwohnungen keine ökologischen und sozioökonomischen Probleme zu befürchten sind, im kantonalen Richtplan von der Verkaufseinschränkung völlig auszunehmen; dies mit Blick auf strukturschwache und von Abwanderung bedrohte Gemeinden. Das grundsätzliche Verbot der Veräusserung altrechtlicher Erstwohnungen als «kalte Betten» käme damit nur in eigentlichen «Zweitwohnungs-Hotspots» zur Anwendung.

Lösungsvorschlag für altrechtliche Wohnungen

Art. 11

¹ Eine altrechtliche Erstwohnung im Sinne dieses Gesetzes ist eine Wohnung, die am 11. März 2012 rechtmässig bestand oder rechtskräftig bewilligt war und als Erstwohnung genutzt wurde.

² Eine altrechtliche Zweitwohnung im Sinne dieses Gesetzes ist eine Wohnung, die am 11. März 2012 rechtmässig bestand oder rechtskräftig bewilligt war und nicht als Erstwohnung genutzt wurde.

Art. 12

¹ Altrechtliche Erst- und Zweitwohnungen sind unter Vorbehalt weitergehender Nutzungsbeschränkungen des kantonalen oder kommunalen Rechts in der Art der Wohnnutzung frei.

² Die Veräusserung altrechtlicher Erstwohnungen oder deren Abgabe im Baurecht ist in Gemeinden mit einem Zweitwohnungsanteil von über 20 Prozent nur in Verbindung mit der Eintragung einer Nutzungsbeschränkung nach Artikel 7 Absatz 1 zulässig.

³ Kann eine altrechtliche Erstwohnung trotz des Nachweises ernsthafter Bemühungen während zweier Jahre nicht veräussert werden, so kann die kantonale Aufsichtsbehörde unter Würdigung aller Umstände eine Ausnahmegewilligung für den Verkauf als Wohnung ohne Nutzungsbeschränkung nach Artikel 7 Absatz 1 erteilen. Im Falle eines Weiterverkaufs gelten die gleichen Voraussetzungen wie bei der ersten Veräusserung.

Art. 13

Die Kantone können im Richtplan Gemeinden oder Gemeindeteile bezeichnen, welche von der Einschränkung nach Art. 12 Absatz 2 ausgenommen sind, wenn:

- a. es sich um strukturschwache und von Abwanderung bedrohte Gebiete handelt; oder
- b. preisgünstiger Wohnraum vorhanden ist und die Nachfrage nach Zweitwohnungen nachweislich keinen ökonomischen Druck auf die Erstwohnungspreise bewirkt.

Zweitbeste Lösung

Matthias Holzhey
Chief Investment Office WM

Mit der Abgabe von Land im Baurecht liessen sich in den letzten 40 Jahren solide Renditen erzielen. Liegenschaften im Baurecht werden jedoch mit einem deutlichen Abschlag gehandelt. Für den Eigentümer bleibt Baurecht auch künftig eine Notlösung, falls Verkauf oder Überbauung keine Alternative sind.

So manche Branche hat sich über die Jahre zu einer wahren Goldgrube gemausert: Wer vor 40 Jahren Bauland kaufte, konnte seinen Einsatz an vielen Wohnlagen mittlerweile verfünffachen. In der Nähe zentraler Wirtschaftsstandorte hielt die Rendite von brachliegendem Land allein durch Wertsteigerung mit den Erträgen eines Anleihenportfolios von 4,5 Prozent pro Jahr mit. Wer zusätzlich sein Land im Baurecht an einen Investor abtrat, erzielte dank des jährlichen Baurechtszinses noch deutlich höhere Renditen.

Die Kunst der korrekten Verzinsung

Die Festlegung des Baurechtszinses ist keine exakte Wissenschaft, sondern Verhandlungssache. Einerseits ist schon der Marktwert des zugrunde liegenden Bodens schwer zu ermitteln, da aufgrund der geringen Anzahl von Baulandtransaktionen häufig Vergleichswerte fehlen. Andererseits stellt sich die Frage nach der Kompensation für das Recht, das Land nutzen zu dürfen. Die Nutzung kann in Form einer einmaligen Zahlung oder eines jährlich zu entrichtenden Baurechtszinses abgegolten werden. Die Höhe einer einmaligen Zahlung hängt davon ab, wie Einnahmen, die in 50 oder sogar erst 100 Jahren anfallen, bewertet werden. Das Problem ist, dass sich bereits ab einer Laufzeit von 15 bis 20 Jahren auf den Kapitalmärkten kaum mehr liquide Schuldscheine finden, die als Orientierungshilfe dienen können. Um das Problem zu entschärfen, kommt deshalb meist ein jährlicher Baurechtszins zur Anwendung. Dabei wird vertraglich festge-

halten, ob der Zinssatz im Verlaufe der Zeit an die Konsumentenpreise, die Hypothekenzinsen oder die Baulandpreise angepasst wird. Doch auch mit einer laufenden Anpassung ist die effektive Baurechtsrendite aufgrund der extrem langen Laufzeiten nur schwer abschätzbar.

Um die langfristigen Diskontierungssätze (Rate zur Abzinsung zukünftiger Zahlungen) zu ermitteln, wurden an der New York University, Stern School of Business und der University of Chicago, Booth School of Business in einer umfassenden Studie sämtliche Immobilientransaktionen der letzten Jahre in Grossbritannien und Singapur – wo Baurechtsverträge weit verbreitet sind – ausgewertet. Das Resultat überrascht: Haushalte bewerten Einnahmen respektive Ausgaben in ferner Zukunft deutlich höher als gemäss den Opportunitätskosten (entgangene Gewinne alternativer Anlagen) zu erwarten gewesen wäre. Oder anders formuliert: Die Diskontierungssätze sind überraschend tief. Bei einem in Grossbritannien marktüblichen Diskontierungssatz von 4 bis 5 Prozent dürfte zwischen dem Kaufpreis eines Grundstücks im Baurecht mit 100 Jahren Laufzeit und eines Grundstücks im Eigentum kein Unterschied bestehen. Dennoch beträgt der Preisunterschied rund 15 Prozent. Bei Laufzeiten von 50 Jahren beträgt die Differenz mehr als 30 Prozent, obwohl höchstens 10 Prozent gerechtfertigt wären. Somit werden Objekte im Baurecht mit einem substantiellen Preisabschlag von 10 bis 20 Prozent gehandelt.

Intransparenz und Unsicherheit führen zu Preisabschlag

Der Preisabschlag kann mehrere Ursachen haben: Erstens besteht hohe Intransparenz bei den Bodenpreisen und je nach Vertragsgestaltung grosse Unsicherheit über die tatsächlich anfallenden Baurechtszinskosten, so dass der Baurechtsnehmer eine Risikoprämie fordert. Zweitens stellt die extrem lange Laufzeit des Vertrages hohe Anforderungen an die Verlässlichkeit der Vertragspartner. Nichtstaatliche Vertragspartner dürften aufgrund der langen Laufzeit mehrfach wechseln, was für zusätzliche Unsicherheit sorgt. Drittens herrscht im Falle eines Heimfalls grosse Unsicherheit über die tatsächliche Höhe der Entschädigung. In der Folge sinkt der Wiederverkaufswert einer Liegenschaft, wenn das Vertragsende näher rückt; Unterhaltsarbeiten werden dann jeweils auf die lange Bank geschoben, was den Wert weiter vermindert.

« Objekte im Baurecht werden mit einem substantiellen Preisabschlag von 10 bis 20 Prozent gehandelt. »

Daneben gibt es aber oftmals auch eine psychologische Abwehrhaltung gegen den Kauf eines Objekts im Baurecht. Denn beim Entscheid, Wohneigentum zu erwerben, dürfte das Eigentümersein und die Aussicht auf Vererbbarkeit eine wichtige Rolle spielen. Da man beim Baurecht letztlich «gefühlter» Mieter bleibt, fällt diese Eigentumsprämie weg. Eine weitere Folge der Komplexität und Unsicherheit des Baurechtssystems sind erschwerte Fremdfinanzierungs-

möglichkeiten. Gerade bei nichtstaatlichen Vertragspartnern und relativ kurzen Restlaufzeiten dürften Baurechtsnehmer seitens der Banken mit höheren Fremdfinanzierungskosten konfrontiert werden.

Regulierung fördert zwar Baurecht ...

Angesichts dieser Hürden scheint es kaum überraschend, dass Baurechtsverträge in der Schweiz ein Nischendasein fristen. Der Anteil der Liegenschaften im Baurecht dürfte im tiefen einstelligen Prozentbereich liegen. Die wichtigsten Anbieter von Baurecht sind Gemeinden oder Dorfgemeinschaften. Neben der Möglichkeit, einen langfristig gesicherten Zinsertrag zu erzielen, ist die langfristige Wahrung einer Lenkungsfunktion über die Nutzung des Bodens die Hauptmotivation der Baurechtsvergabe.

Was ist Baurecht?

Mit einem Baurechtsvertrag wird einer Person das Recht eingeräumt, auf oder unter der Bodenfläche ein Bauwerk zu errichten oder beizubehalten. Der Grundeigentümer und der Baurechtsnehmer können weitere Vereinbarungen zur Nutzung des Grundstücks vertraglich festhalten. Das Baurecht kann auf maximal 100 Jahre vereinbart und jederzeit auf eine neue Dauer von höchstens 100 Jahren verlängert werden. Beim ordentlichen Heimfall (Zeitablauf des Baurechts) fallen die Bauten in das Eigentum des Grundeigentümers heim. Der Grundeigentümer hat für die heimfallenden Bauten eine angemessene Entschädigung zu bezahlen; die Vertragspartner können die Art und Höhe der Entschädigung frei bestimmen. Im Falle einer groben Überschreitung der dinglichen Rechte oder einer Verletzung der vertraglichen Verpflichtungen durch den Baurechtsnehmer kann der Grundeigentümer den vorzeitigen Heimfall herbeiführen. Die Übertragung findet aber erst bei der Zahlung oder Sicherstellung der Entschädigung statt.

In Zukunft könnte das Baurecht allerdings vermehrt zur Anwendung kommen. Das hohe Preisniveau gepaart mit verschärften Eigenkapitalvorschriften beim Erwerb eines Wohneigentums werden für Interessierte zusehends zum Klotz am Bein. Der geringere Kapitalbedarf von Objekten im Baurecht kann den Ausschlag geben, ob ein Wohneigentum finanzierbar ist oder nicht. Auch trat am 1. Mai 2014 das revidierte Raumplanungsgesetz in Kraft, wonach die Verdichtung von Wohnraum ein mittel- bis langfristiges Ziel ist. Bei anhaltendem Bevölkerungswachstum dürften damit die Ausnützungsziffern von Bauland tendenziell ansteigen. Zusätzlich sieht das Gesetz vor, dass Land an zentralen Lagen nicht mehr einfach brachliegen darf. Daher könnte es sich langfristig auszahlen, Land im Eigentum zu halten. Fehlen jedoch Eigenmittel sowie Expertise und Zeit, um das Land zu überbauen, so bietet das Baurecht einen Weg, um Eigentümer des Bodens zu bleiben und regelmässige Erträge zu erzielen.

... doch Alternativen sind attraktiver

Für den Baurechtsnehmer dürften die Nachteile des höheren Einkommensbedarfs und der erschwerten Fremdfinanzierung in den meisten Fällen den Vorteil des geringeren Kapitalbedarfs überwiegen. Auch schreckt die Komplexität des Baurechts manchen potenziellen Käufer ab. Somit lässt sich mit Baurecht kaum eine höhere Nachfrage generieren. Und letztlich bleibt es eine Tatsache, dass mit der Überbauung von Land eine höhere Rendite erwirtschaftet werden kann als mit der Vergabe im Baurecht. Wer zur Überbauung eines Grundstücks gezwungen wird, selber aber nicht in der Lage ist, das Land zu bebauen, dürfte langfristig mit einem Verkauf besser fahren.

« Die Komplexität des Baurechts schreckt manchen potenziellen Käufer ab. »

Kontroverses Raumrecht

Baurechtsverträge sind in England verbreitet und gemäss Gesetz die einzige Möglichkeit, um Stockwerkeigentum zu gründen. Im Unterschied zur schweizerischen Gesetzgebung erwirbt man dabei aber nur ein sogenanntes Raumrecht. Der Wohnungseigentümer erwirbt das Recht, einen Teil einer Baute ausschliesslich zu benutzen und innen auszubauen. Er verpflichtet sich, den Eigentümer der Liegenschaft (Boden und Gebäudehülle) für Unterhaltsarbeiten zu entschädigen. Die Vorteile liegen auf der Hand: Das Koordinationsproblem zwischen Stockwerkeigentümern bei einer Sanierung wird überwunden und damit einem möglichen Sanierungsstau vorgebeugt.

Doch in der Praxis bewährt sich das System nicht. Für den Eigentümer der Gebäudehülle bildet der Liegenschaftsunterhalt auch eine Einkommensquelle. In der Folge wird der Unterhalt auf Kosten der Wohnungseigentümer verteuert, was in England häufig zu Gerichtsverfahren führt. In der Schweiz stand die Einführung eines Raumrechts bei der letzten Revision des Sachenrechts 2004 zur Debatte, wurde aber aufgrund der schwierigen Umsetzung (Abgrenzung der Inneneinrichtung, Vermischung von Miet- und Baurecht) nicht in das Gesetz aufgenommen.

Auf der Durststrecke

Matthias Holzhey
Chief Investment Office WM

Treiber

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Kurzfristig dürften Kaufpreise und Mieten unter Druck bleiben. Dank auslaufender Projektpipeline sollte sich die Leerstandentwicklung jedoch mittelfristig stabilisieren. Ab 2018 rechnen wir mit besseren Perspektiven auf dem Schweizer Büroflächenmarkt.

Der *UBS Swiss Office Space Investment Index* misst die Attraktivität von Direktinvestitionen in Büroflächen in der Schweiz. Der Index steht zurzeit bei $-0,6$. Wir beurteilen die Investitionsattraktivität damit aktuell als leicht negativ und raten zu erhöhter Vorsicht bei einem Markteinstieg. In den letzten zwölf Monaten haben sich die Renditen und Marktperspektiven jedoch leicht verbessert.

Im vergangenen Jahr wurden die Schwächen des Büromarkts in den Marktdaten sichtbar. Die Spitzenrenditen von Direktinvestitionen in Büroflächen stiegen leicht, womit der seit vier Jahren anhaltende Abwärtstrend der Renditen gebrochen wurde. Angesichts der im vergangenen Jahr stark gefallen Zinsen verdeutlicht dies die höheren Risiken. Ebenfalls begannen die Angebotsmieten leicht zu korrigieren. Auch die Zahl der eingereichten Baugesuche war klar rückläufig und deutet darauf hin, dass die Investitionsvolumen ab 2017 stark zurückgehen werden.

Andere Immobilienanlagen attraktiver

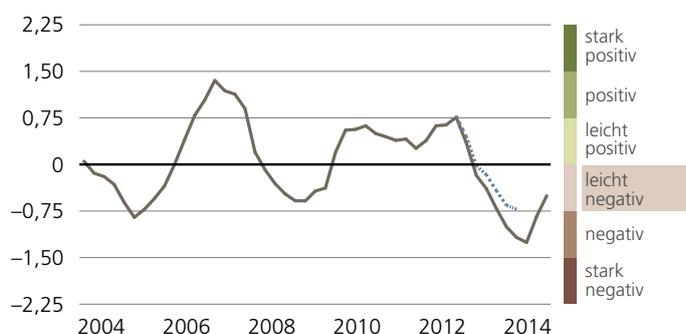
Der Ertrag einer Bürodirektinvestition sollte zu mindestens ihren Opportunitätskosten (entgangene Erträge alternativer Anlagen) entsprechen. Für die Ermittlung der Opportunitätskosten werden langjährige Schweizer Staats- und Unternehmensanleihen herangezogen; von Bedeutung ist die Entwicklung der Renditedifferenz in den letzten zehn Jahren. So bieten Büroflächen an Spitzen-

lagen zurzeit fast 2,5 Prozentpunkte mehr Rendite als zehnjährige Eidgenossen, was sehr verlockend ist. Auch im historischen Vergleich liegt diese Renditedifferenz klar über dem Durchschnitt. Gemessen an den Opportunitätskosten sind Büroinvestitionen also sehr attraktiv.

Aktuell liegt die durchschnittliche Ausschüttungsrendite aller Schweizer Immobilienaktien und -fonds bei 3,7 Prozent, was die Anfangsrendite von Büroflächen an Toplagen klar über-

UBS Swiss Office Space Investment Index

Attraktivität von Direktinvestitionen in Büroflächen



— UBS Swiss Office Space Investment Index
 UBS Swiss Office Space Investment Index, Stand 2014

Quelle: UBS



Hauptsitz SBB Bern

« Aktuell liegt die durchschnittliche Ausschüttungsrendite aller Schweizer Immobilienaktien und -fonds bei 3,7 Prozent, was die Anfangsrendite von Büroflächen an Toplagen klar übersteigt. »

UBS Swiss Office Space Investment Index

Der *UBS Swiss Office Space Investment Index* hat zum Ziel, das Bewertungsniveau auf dem Büroflächenmarkt einzuschätzen. Die Attraktivität von Bürodirektinvestitionen ist einerseits im Vergleich mit möglichen Alternativenanlagen zu bewerten (Bewertungsperspektive) und andererseits müssen die Renditen im Kontext der fundamentalen Marktsituation des Büromarkts betrachtet werden (Marktperspektive). Die Bewertungsperspektive basiert also auf einem Vergleich der Renditen von Büro-

investitionen mit Erträgen von alternativen Immobilienanlagen wie auch den Opportunitätskosten von Investitionen in Anleihen oder sonstige Aktien. In der Marktperspektive analysieren wir das Potenzial für Mietpreissteigerungen aufgrund des Auslastungsgrads. Der Index wurde gegenüber Ende 2013 nach unten revidiert. Ausschlaggebend war die Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten Mitte 2014, welche die erwartete Nachfrage nach Büroflächen fallen liess.

steigt. Die Volatilität börsennotierter Anlagen (vor allem der Immobilienaktien) ist auf dem Papier natürlich höher als bei Direktinvestitionen. Doch der prozentuale Dividendenertrag war in den letzten zehn Jahren verhältnismässig konstant. Da Direktinvestitionen alleine aufgrund ihrer geringen Liquidität mehr Rendite bieten müssten, lässt dies auf eine Überbewertung von Büroflächen schliessen.

Auch Büroinvestitionen an Toplagen in europäischen Grossstädten können als Alternativanlage dienen. Bei ähnlich geringem Leerstandrisiko lag deren Renditen im historischen Durchschnitt rund 1,2 Prozentpunkte über den Bürorenditen in Genf oder Zürich. Aktuell rentieren Toplagen in Europa gar rund 1,7 Prozentpunkte höher als ihre Schweizer Pendanten. Auch im internationalen Vergleich schneiden Schweizer Büroflächen damit schlecht ab.

Einzig im Vergleich mit Wohnimmobilien scheinen Büroflächen nicht deutlich überbewertet. In der Schweiz waren die Risikoprämien von Geschäftsflächen und Mehrfamilienhäusern im Durchschnitt der letzten zwölf Jahre praktisch gleich. Von 2009 bis 2012 boten Büroinvestitionen risikobereinig jedoch attraktivere Renditen als Wohnflächen. Aktuell besteht keine Renditedifferenz mehr, womit die Bewertungen von Büroflächen gegenüber Wohnimmobilien als fair erscheinen.

Starke Bautätigkeit verhindert Höhenflüge bei den Mieten

In den letzten zehn Jahren haben sich Hoffnungen auf höhere Mieteinnahmen trotz einem jährlichen Beschäftigungswachstum von gegen 2 Prozent pro Jahr nie materialisiert. So bewegen sich die Spitzenmieten in den Städten nach einem kleinen Zwischenhoch im Jahr 2011 wieder auf dem Niveau von 2003. Die Bautätigkeit war so hoch, dass der Bedarf an Büroflächen jederzeit gedeckt war. Doch der Neubau von Büroflächen verhält sich deutlich zyklischer als bei Wohnflächen. In Phasen der Hochkonjunktur steigen die Nachfrage nach Büroraum und die Zahlungsbereitschaft für Zentrumsanlagen stark an. Zudem ist dann die Entwicklung von neuen Büroflächen an Zentrumsanlagen aufgrund tieferer Baukosten, geringerer Lageansprüche der Mieter und höherer Mieteinnahmen deutlich profitabler als der Neubau von Wohnflächen. Aufgrund von

Fehlprognosen und langen Bauzeiten kommen Büroflächen häufig zu spät auf den Markt, was zu Leerständen führt.

Bereits 2013 ging eine fünfjährige Wachstumsphase der Bauinvestitionen zu Ende. 2012 lagen die Bauinvestitionen in Büroflächen mit 2,5 Milliarden Franken 130 Prozent höher als noch 2007. Im Jahr 2013 waren die Investitions-

« In den letzten zehn Jahren haben sich Hoffnungen auf höhere Mieteinnahmen nie materialisiert. »

volumen dann leicht rückläufig. Im letzten Jahr dürfte sich die Trendwende bestätigt haben und 2014 war die Zahl der erteilten Baubewilligungen rückläufig, sodass die Bauinvestitionen in den nächsten Jahren weiter fallen dürften. Da die Leerstände erst mit einiger Verzögerung auf den Bauboom reagieren, ist aktuell noch kein schweizweiter Trend hin zu einem signifikanten Anstieg der Leerflächenquote sichtbar. Wir erwarten, dass sich dies ändert. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Leerstandswachstum von 0,5 Prozentpunkten und für die Gesamtschweiz entsprechend mit vorerst fallenden Mieten. 2016 dürfte die Leerstandquote dann bei anhaltend hohem Beschäftigungswachstum bereits wieder leicht zurückgehen.

Mittelfristig Licht am Horizont

Die Bedingungen für einen Einstieg in den Büroflächenmarkt bleiben unattraktiv. Der gesamthaft leicht negative Ausblick ist sowohl den hohen Bewertungen von Büroliegenschaften als auch dem weiterhin leicht negativen Ausblick für die Mietentwicklung geschuldet. Bürodirektinvestitionen haben insbesondere gegenüber alternativen Immobilienanlagen einen schweren Stand.

Im Jahresverlauf dürften die Bewertungen stabil bleiben. Falls die langfristigen Zinsen nicht ansteigen, werden auch die Preise an Zentrums-lagen unverändert bleiben. Mittelfristig ist aber angesichts einer sich langsam leerenden Projekt-pipeline Entspannung in Sicht.

Regionale Analyse

Herausforderung in Zürich und Genf

Die Zahl an Grossprojekten, die in den letzten Jahren geplant und verwirklicht wurden, hinterliess in den Finanzzentren Zürich und Genf ihre Spuren. So stiegen die Leerstände in der Stadt Zürich auf über 200 000 Quadratmeter an. Dies entspricht einem Anstieg von 90 000 Quadrat-metern oder 70 Prozent gegenüber 2012. In Genf steht die Angebotsziffer mit über 10 Pro-zent auf mehr als doppelt so hohem Niveau wie noch 2006, was kaum Raum für Mietpreisstei-gerungen lässt.

Das Risiko weiter steigender Leerstände und möglicher Mietpreissenkungen liess Investoren vorsichtiger werden. So ist ein deutliches Ab-flachen der Anzahl Baugesuche und Baubewillig-ungen in den Städten sichtbar. In Genf dürfte die Büronachfrage bis 2017 das neu geschaffene Angebot bereits leicht übertreffen, so dass sich dort die Leerstands-situation graduell entschärfen sollte. In Zürich wird das in den nächsten Jahren auf den Markt kommende Angebot erst später absorbiert werden können. Gerade an B- und C-Lagen dürfte die Situation bei einer Ver-schlechterung des Beschäftigungswachstums ungemütlich werden. Solange im erweiterten Wirtschaftsraum der Stadt Zürich (inklusive Glat-tal und Limmattal) der Bedarf nach Büroflächen aber jedes Jahr um 80 000 bis 100 000 Qua-dratmeter wächst, bleiben die Chancen auf Miet-preiswachstum mittelfristig intakt.

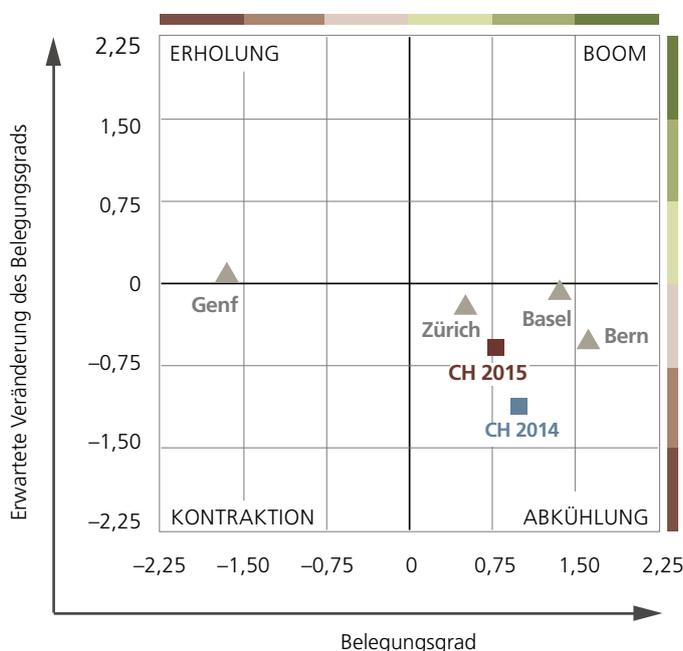
Basel mit der besten Ausgangslage

Gemäss Marktmatrix ist Basel aktuell der attrak-tivste Büroflächenstandort. Das solide Büro-beschäftigungswachstum von rund 2 Prozent schafft einen jährlichen Bedarf von 50 000 Qua-dratmetern neuer Bürofläche. Falls im laufenden Jahr nicht wieder deutlich mehr Büroprojekte

aufgegleist werden, können die Investitions-spitzen der letzten Jahre gut absorbiert werden und sich die Mietperspektiven künftig wieder rasant verbessern. In Bern ist die Situation ähn-lich. Auch wenn angesichts der aktuell fertig-gestellten Flächen die Mietperspektiven für die nächsten zwei Jahre weiterhin leicht negativ sind, dürften sich die Aussichten bei guter Konjunktur rasch verbessern.

Marktmatrix 2015

Belegungsgrad und erwartete Veränderung, Standardabweichung vom langfristigen Mittelwert



Lesebeispiel: Bern weist einen hohen Belegungsgrad auf. Die Variable steht rund 1,6 Standardabweichungen über dem langfristigen Mittelwert. Gleichzeitig erwarten wir eine Zunahme der Leerstand-quote. Die erwartete Veränderung des Belegungsgrads liegt 0,4 Standardabweichungen tiefer als der langfristige (stabile) Mittelwert.

Quellen: Wüest & Partner, BFS, UBS

Marktumfeld bleibt anspruchsvoll

Claudio Saputelli
Chief Investment Office WM

Treiber

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

In mancher Region der Schweiz sind die Mieten für Verkaufsflächen im Sinken begriffen. Hauptverantwortlich dafür sind die seit Jahren stagnierenden Detailhandelsumsätze, die neuerdings auch unter Konsumschwäche leiden. Dennoch schreitet die Flächenexpansion bei Shopping-Centern munter voran.

Die Gesamtrendite direkt gehaltener Verkaufsliegenschaften in der Schweiz tendiert gemäss Berechnungen von Investment Property Databank (IPD) seit zwei Jahren abwärts. Zwar ist das aktuelle Niveau von gut 6 Prozent angesichts des Tiefzinsumfeldes noch immer vergleichsweise hoch. Doch erst zweimal in den letzten zwölf Jahren (2004 und 2005) wurde ein noch tieferer Wert registriert.

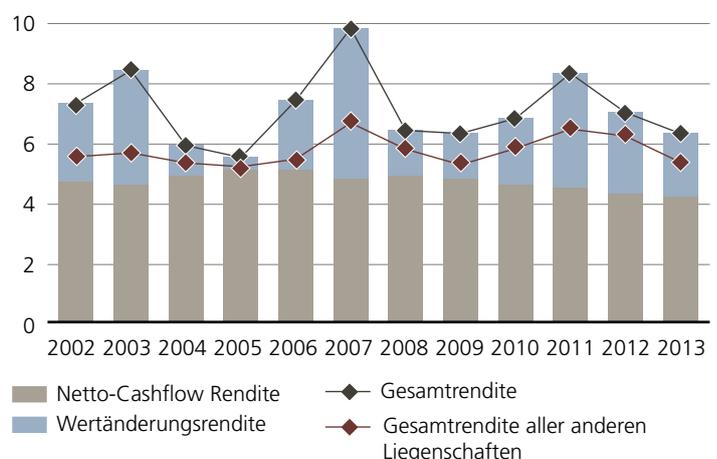
Die Gesamtrendite setzt sich aus der Netto-Cashflow-Rendite (Netto-Mieteinnahmen im Verhältnis zum gebundenen Kapital) und der Wertänderungsrendite zusammen. Während die Netto-Cashflow-Rendite in den letzten Jahren nur marginal auf aktuell gut 4 Prozent nachgab, konnten die jüngsten Wertsteigerungen von nur noch rund 2 Prozent nicht mehr an die beiden Vorjahre anknüpfen. Somit nahmen die Kapitalisierungszinssätze, die zur Ermittlung von Immobilienwerten herangezogen werden, bei Detailhandelsimmobilien nochmals ab. Der daraus resultierende Buchwertanstieg gepaart mit insgesamt unveränderten Mieteinnahmen bei bestehenden Liegenschaftsportfolios ist der Grund, weshalb die Netto-Cashflow-Rendite, wie auch in den Vorjahren, leicht fiel.

Höhenflug bei Angebotsmieten beendet

Im Vergleich zu den eher trägen Bestandesmieten (Mieten für fortbestehende Mietverhältnisse) reagieren Angebotsmieten (Mieten für Wieder-, Erst- oder Neuvermietung) schneller auf ein ver-

Rückläufige Wertänderungsrenditen

Renditen der Detailhandelsflächen bei direkt gehaltenen Bestandesliegenschaften, in Prozent



Quellen: IPD, UBS

ändertes Marktumfeld. Im vergangenen Jahr sanken die Angebotsmieten gemäss Verkaufsflächenpreisindex von Wüest & Partner schweizweit um rund 4 Prozent, so dass die bedeutenden Anstiege der vorangehenden zwei Jahre praktisch wieder verpufften.

« Bei Schweizer Verkaufsflächen dürften die einzelnen Teilmärkte noch stärker auseinanderdriften. »

In den Grossräumen Zürich und Genfersee fielen die Bewegungen der Angebotsmieten deutlich volatiler aus; in der ersten Jahreshälfte 2014 brachen die Angebotsmieten um rund 12,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr ein. Auch der Grossraum Bern tendierte mit gut 7 Prozent abwärts. In Basel hingegen prägen viele Verkaufsflächen an zentralen Topstandorten mit relativ hohen Mieten das Marktangebot, was die Angebotsmieten um satte 18 Prozent steigen liess. Der Preisdruck – in Basel verstärkt durch die Grenznähe – sowie die Abwanderung der Kunden ins Internet sorgen mehr und mehr für Neuvermietungen hin zu Anbietern wie Luxuslabels, die hohe Margen erzielen.

Die Expansion weicht der Ernüchterung

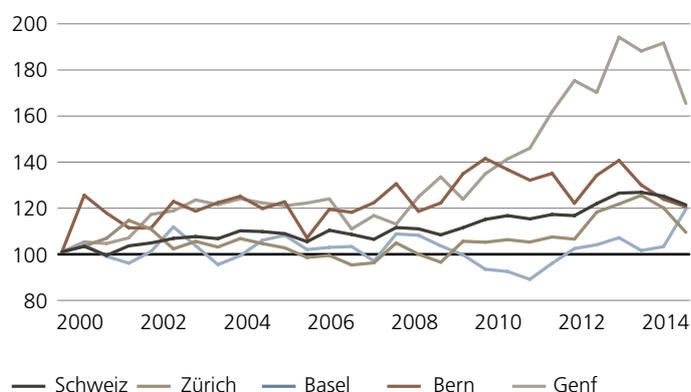
In den beiden Jahren vor der Finanzkrise bescherten der schwache Franken und die gute Kauflaune den Detaillisten eine Umsatzsteigerung von insgesamt fast 9 Prozent. Doch 2009 rutschte die Schweiz in die grösste Rezession seit Jahrzehnten. Gleichzeitig trat auch die volle Per-

sonenfreizügigkeit in Kraft, die der Schweiz ein rasantes Bevölkerungswachstum und damit eine steigende Zahl kaufkräftiger Konsumentinnen und Konsumenten eintrug. Entsprechend setzte eine massive Expansion der Verkaufsflächen ein.

Doch seit 2010 treten die Detailhandelsumsätze mit rund 97 Milliarden Franken praktisch an Ort und sind im Non-Food-Bereich infolge starker Preisabschläge gar um knapp 5 Prozent gesunken. Besonders der Einkaufstourismus ins benachbarte Ausland (rund 10 Milliarden Franken im Jahr 2013) aufgrund der anhaltenden Frankenstärke hat der Branche zugesetzt. Im Jahr 2013 stiegen gemäss Schätzungen des Marktforschungsinstituts GfK sowohl die Auslandseinkäufe der Schweizerinnen und Schweizer mit 7 Prozent gegenüber dem Vorjahr und der Online- und Versandhandel mit knapp 10 Prozent stärker als in den vorangehenden Jahren. Der Anteil des Onlinehandels von 6 Milliarden Franken am gesamten Detailhandelsvolumen von 97 Milliarden Franken mutet zwar bescheiden an. Doch in Branchen wie Multimedia und Textil beträgt Onlinehandel mittlerweile bis zu 30 Prozent.

Starke Korrektur in Genf

Angebotsmieten Verkaufsflächen, Index 2000 = 100



Quellen: Wüest & Partner, UBS

Abnehmende Konsumlaune ruft nach Neuausrichtung

Zu den Herausforderungen Auslandeinkauf und Onlinehandel gesellten sich 2014 noch weitere. So machte sich regional zunehmend eine steigende Leerstandquote bemerkbar. Diese Entwicklung verbunden mit schweizweit stagnierenden Umsätzen veranlasste die Detailhändler dazu, nicht mehr à tout prix zu expandieren. Vielmehr zielen sie durch Prozessoptimierung und Kostensenkung auf verbesserte Margen ab.

Trotz sinnvoller Neuausrichtung dürfte dieses Unterfangen nicht einfach sein, da sich 2014 die Wachstumsrate des Privatkonsums gegenüber den beiden Vorjahreswerten gemäss Quartalschätzungen zum Schweizer Wirtschaftswachstum mehr als halbiert hat – von durchschnittlich 2,5 auf 1,0 Prozent. Auch die Umsetzung der Initiative «Gegen Masseneinwanderung» dürfte Unsicherheiten hervorrufen in Bezug auf die Entwicklung der Zuwanderung und den Schweizer Privatkonsum und damit auf die Projektplanung neuer Verkaufsflächen

Keine Mietzinserhöhung auf breiter Front

Das Umfeld für den Schweizer Verkaufsflächenmarkt bleibt insgesamt anspruchsvoll. Damit dürften die einzelnen Teilmärkte noch stärker auseinanderdriften. Während der Lebensmittelbereich weiterhin mit robusten Marktverhältnissen rechnen kann, wird sich die Situation im Non-Food-Segment aufgrund technologischer und konjunktureller Trends noch weiter anspannen. Für den Gesamtmarkt werden deshalb die Wertsteigerungen und Gesamttrenditen auch 2015 weiter sinken. Das Potenzial für Mietzinserhöhungen beschränkt sich hierbei auf Verkaufsflächen an gut frequentierten Standorten. Bei Entscheidungen über Investitionen in Detailhandelsobjekte müssen Aspekte wie steigende Leerstände in grenznahen Regionen, weiter zunehmende Konkurrenz durch den Onlinehandel sowie potenzielle Nachfrageveränderungen durch politische Entscheide zwingend stärker eingebunden werden.

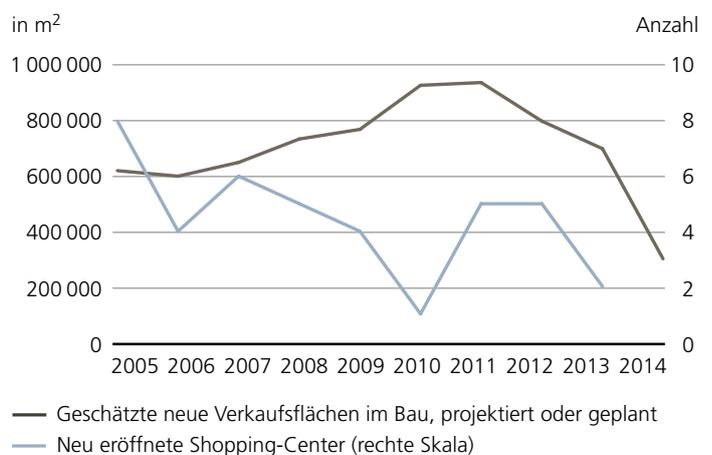
Shopping-Center

Hoher Investitionsstau bei älteren Shopping-Centern

Die Schweiz zählte 2013 insgesamt 182 Shopping-Center mit mindestens 5000 Quadratmetern Verkaufsfläche, darunter ein Airport- und vier Bahnhof-Center. Der Marktanteil dieser Shopping-Center am gesamten Detailhandelsumsatz beläuft sich auf rund 17 Prozent. Nach zwei Jahren negativer Umsatzentwicklung vermochten die hiesigen Shopping-Center (ohne Airport- und Bahnhof-Center) 2013 mit einem Plus von 0,4 Prozent wieder ein Umsatzwachstum zu generieren und damit den Gesamtmarkt leicht zu übertreffen. Allerdings mussten gemäss GfK zwei Drittel aller Shopping-Center im Vorjahresvergleich eine Stagnation oder gar sinkende Umsätze hinnehmen. Vor allem kleinere Shopping-Center (bis 10 000 Quadratmeter) erwiesen sich – begünstigt durch die stärkere Flächenexpansion – mit einem Umsatzwachstum von 2,0 Prozent als Zugpferde, während die grösseren insgesamt einen Umsatzrückgang von rund 0,4 Prozent verzeichneten. Insgesamt konnten jedoch die Umsätze mit der Steigerung der

Reduziertes Expansionstempo

Shopping-Center grösser als 5000 m²



Quellen: GfK, UBS

Verkaufsflächen von 1,5 Prozent wiederum nicht Schritt halten, doch die Expansionskurve scheint sich abzuflachen.

Zurzeit sind gemäss GfK sechs neue Shopping-Center im Bau und bis 2017 drei neue geplant. Werden diese zusammen mit den geplanten Vergrößerungen bestehender Shopping-Center realisiert, so werden sich die Verkaufsflächen der Einkaufszentren innerhalb der nächsten beiden Jahre gegenüber dem Jahr 2000 mehr als verdoppeln. Angesichts mehr oder weniger stagnierender Umsätze dürfte sich der Verdrängungswettbewerb also weiter verschärfen. Dass die Schweiz die dritthöchste Pro-Kopf-Verkaufsflächenausstattung in Europa aufweist, unterstreicht den Sättigungszustand.

Ältere Objekte oft nicht mehr zeitgemäss

Den Betriebserfolg in einem solch umkämpften Markt alleine der Lage des Shopping-Centers oder der negativen Marktentwicklung zuzu-

schreiben, greift jedoch insbesondere für in die Jahre gekommene Objekte zu kurz. Die grosse Herausforderung für Betreiber und Eigentümer von Shopping-Centern besteht in erster Linie darin, die Handelsimmobilie dem heutigen Konsumverhalten gerecht werden zu lassen. Viele ältere Schweizer Shopping-Center weisen nicht nur Defizite bezüglich Bausubstanz und Technik, sondern auch hinsichtlich Architektur und Gestaltung auf. Doch gerade letztere sind wichtig, wenn Shopping-Center vermehrt als Erlebnis-Center wahrgenommen werden und als Anziehungs- und Treffpunkt («Third Place») dienen sollen. Dadurch können die Frequenz und Aufenthaltsdauer der Besucherinnen und Besucher gesteigert werden, was die Wahrscheinlichkeit erhöht, attraktive Mieter zu gewinnen. Eine im Vorfeld klar definierte strategische Neupositionierung im saturierten Markt würde zudem die Umsetzung der Revitalisierung erleichtern und längerfristig mehr Erfolg versprechen.

Überblick Geschäftsimmobilien

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

	2015 ¹	2014 ²	2013	2012	10 Jahre ³
Beschäftigung, Umsätze und Stimmung					
Beschäftigung Büro, in Vollzeitäquivalenten	1,0	0,9	2,5	3,1	2,3
Beschäftigung Handel, in Vollzeitäquivalenten	0,0	-0,2	0,5	0,7	0,5
Detailhandelsumsätze, real	1,0	1,1	1,9	3,6	2,4
Index Konsumentenstimmung, Mittelwert	-	-1,0	-4,0	-13,0	-5,0
Büroflächen					
Angebotsmieten Büroflächen	-3,0	0,0	5,4	4,9	1,4
Leerstandquote Büroflächen	5,0	4,5	4,1	4,7	4,4
Netto-Cashflow-Rendite	4,0	4,0	4,2	4,4	4,7
Wertänderungsrendite	0,5	0,5	0,8	1,8	1,1
Gesamtrendite Direktanlage Büro	4,5	4,5	5,1	6,3	5,8
Verkaufsflächen					
Angebotsmieten Verkaufsflächen	-2,5	-3,5	1,4	6,3	1,1
Netto-Cashflow-Rendite	4,0	4,0	4,2	4,3	4,6
Wertänderungsrendite	1,0	1,5	2,1	2,7	2,3
Gesamtrendite Direktanlage Handel	5,0	5,5	6,3	7,1	7,0

¹ Prognose UBS

² Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 5. Januar 2015)

³ Mittelwert: 2005 bis 2014

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

Wachstumsstory mit Grenzen

Elias Hafner
Chief Investment Office WM

Treiber

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Die Hauptnachfragegruppe nach Seniorenheimen wächst fünfmal schneller als die übrige Bevölkerung. Die Investition in ein Seniorenheim ermöglicht die Partizipation an einer langfristigen und konjunktur-unabhängigen Entwicklung. Dies bietet vor allem institutionellen Investoren einen interessanten Wachstumsmarkt.

Die Altersgruppe der über 80-Jährigen wird über die nächsten Jahrzehnte kontinuierlich ansteigen, sich mehr als verdoppeln und in rund 35 Jahren ihren Höhepunkt erreichen, wenn die letzten Jahrgänge der Babyboomer-Generation in die Kategorie der Hochbetagten vorstossen werden. Gemäss Hochrechnungen basierend auf den mittleren Szenarien des Bundesamts für Statistik steigt die Zahl der über 80-Jährigen in der Schweiz von heute rund 410 000 Personen auf fast 545 000 im Jahr 2025 (jährliche Wachstumsrate +2,7 Prozent).

Das Durchschnittsalter bei Eintritt in ein Alters- oder Pflegeheim beträgt hierzulande 81 Jahre. Mit der Zunahme der über 80-Jährigen wächst auch die Nachfrage nach Heimplätzen. Überträgt man die Bevölkerungsentwicklung auf die Anzahl Heimplätze, so müsste das heutige Angebot von 95 000 Plätzen in den nächsten zehn Jahren auf etwa 125 000 ansteigen, also um jährlich 2500 bis 3000 Plätze, was deutlich über dem Zuwachs der letzten Jahre von rund 1000 Heimplätzen pro Jahr liegt.

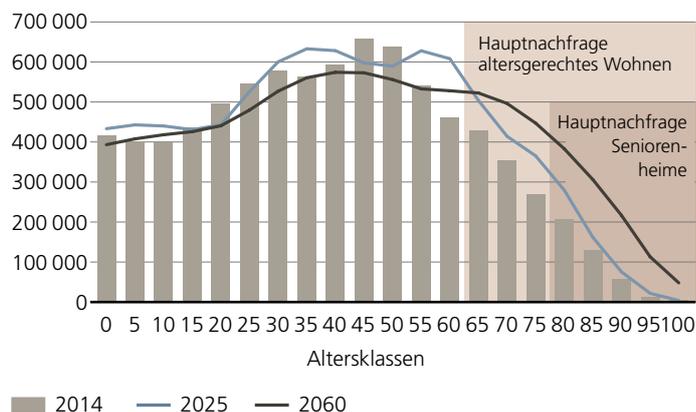
Bedarf an privaten Geldern steigt

Aufgrund des zunehmenden Kostendrucks bei den Kantonen dürften sich das öffentliche Angebot an Pflege- und Betreuungsdienstleistungen sowie die Lage und der Ausbaustandard der Immobilien zunehmend auf einen Mindeststandard reduzieren. Ein beachtlicher Teil der Hochbetag-

ten ist vermögend und auch die Mittelschicht wird in den nächsten 10 bis 15 Jahren zahlungskünftig bleiben. Denn rund 80 Prozent der Haushaltseinkommen der Pensionierten stammen aus der ersten und zweiten Säule, die vorläufig noch ergiebig sind. Dies wird die Nachfrage im mittleren und gehobenen Segment stützen und folglich den Bedarf an privaten Geldern laufend erhöhen. Im tieferen Segment könnten privatwirt-

Hauptnachfrager nach Alterswohnungen

Anzahl Personen pro Altersklasse und Jahr



Quellen: BFS, UBS

schaftliche Lösungen eine Alternative zum öffentlichen Angebot bieten. Heime mit einer hohen Anzahl an Betten bieten Skaleneffekte und Betreiber von mehreren Heimen können die Gemeinkosten pro Heim deutlich reduzieren. Dies könnte zu einer effizienten und kostengünstigen Versorgung beitragen.

Institutionelle Investoren als Käufer

Trotz des seit längerer Zeit absehbaren und vielversprechenden Nachfragewachstums und des hohen Bedarfs an nicht öffentlichen Geldern hielten sich private Immobilieninvestoren auf dem Seniorenheimmarkt lange Zeit zurück. Zwar sind 40 Prozent der rund 1600 Alters- und Pflegeheime in der Schweiz privatrechtlich organisiert, doch der Anteil der Betten in Händen des kommerziellen Privatsektors dürfte nach wie vor

unter 10 Prozent liegen. In Verbindung mit der neuen Pflegefinanzierung 2011, mit der gleiche Bedingungen für öffentlich-rechtliche und private Anbieter geschaffen wurden, sind die Anreize für Private und somit ihr Interesse jedoch merklich angestiegen.

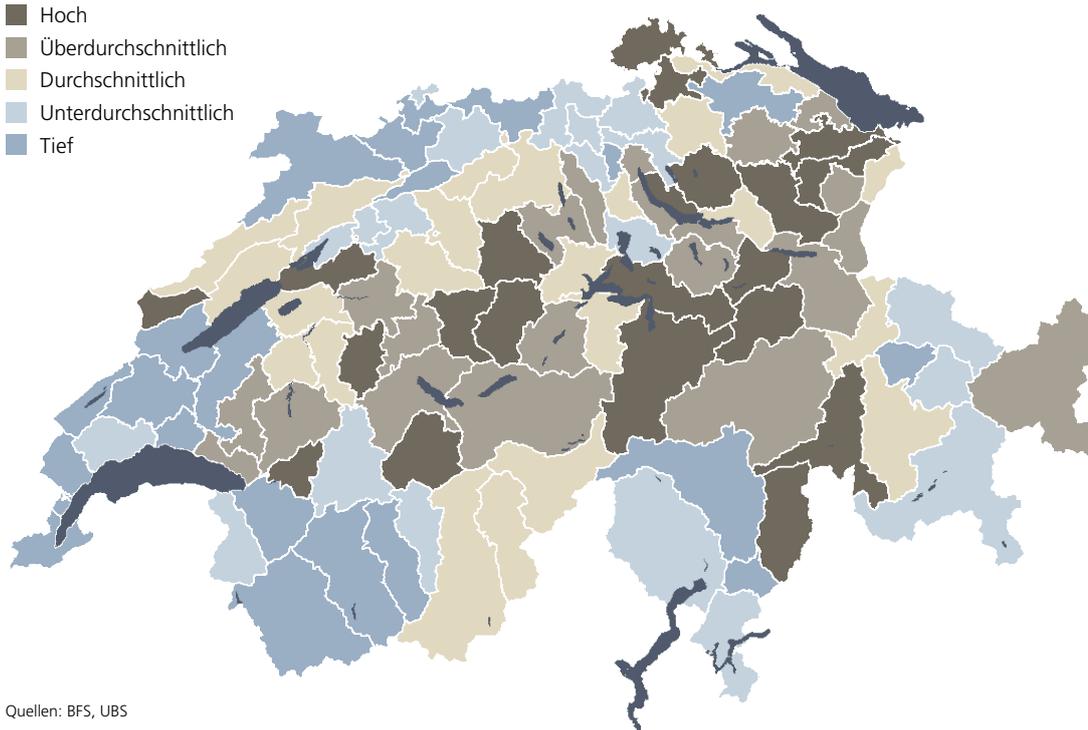
In den letzten Jahren haben grössere Privatbetreiber stark expandiert und vor allem im mittleren und oberen Segment neue Angebote geschaffen. Dabei treten vermehrt Pensionskassen und Immobiliengesellschaften als Käufer der Alters- und Pflegeimmobilien auf. Da Seniorenheime trotz beeindruckendem Wachstum auch am Höhepunkt nicht mehr als 4 Prozent der Gesamtwohnnachfrage abdecken werden, dürfte diese Nutzungsart jedoch langfristig ein Nischenmarkt bleiben.

Wenig Heimplätze in der Westschweiz

Geschätzte Anzahl Alters- und Pflegeheimbetten pro Person der Bevölkerungsgruppe 75+

Anzahl Betten pro Person 75+

- Hoch
- Überdurchschnittlich
- Durchschnittlich
- Unterdurchschnittlich
- Tief



Quellen: BFS, UBS

Diversifikationspotenzial und Mehrrendite

Die Anlageklasse Alters- und Pflegeheime bietet eine tiefe Konjunktursensitivität und als Beimischung in ein (Immobilien-)Portfolio ein hohes Diversifikationspotenzial. Zwar hängt die erwartete Rendite stark vom einzelnen Objekt ab, doch weisen Seniorenheime analog zu Geschäfts- oder Hotelimmobilien tendenziell eine Mehrrendite gegenüber Wohnimmobilien auf, was gerade in einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld willkommen ist.

Diese Mehrrendite geht aber mit einem höheren Risiko einher. Im Vergleich zu Wohnimmobilien besteht eine deutlich höhere Abhängigkeit von rechtlichen Rahmenbedingungen und kürzeren Investitionszyklen, sprich es besteht die Gefahr, dass das Gebäude oder der Ausbau nach relativ kurzer Zeit nicht mehr dem gängigen Standard entsprechen. Auch sind aufgrund der Bewilligungspflicht und den erforderlichen Fachkenntnissen die Markteintrittsbarrieren hoch.

Börsennotierte Anlagen für Privatinvestoren

Aufgrund des hohen Kapitalbedarfs und des erforderlichen Know-hows sind Investitionen in Seniorenheime vor allem für institutionelle Investoren geeignet. Doch auch Privatanleger können am Trend der alternden Bevölkerung teilhaben. An den kontinentaleuropäischen Börsen sind eine Handvoll marktkapitalisierungsstarke Betreiberketten notiert, die meist in mehreren Ländern, unter anderem auch in der Schweiz, tätig sind und einen beachtlichen Teil der Immobilien selber halten.

Ein noch grösseres Anlageuniversum besteht im angelsächsischen Raum. Vor allem in den USA bieten neben Aktien von Betreibern auch sogenannte Health Care Real Estate Investment Trusts (Health Care REITs) Zugang zu einem breiten Portfolio an Immobilien im Gesundheitswesen, sprich zu Pflege- und Altersimmobilien sowie Spitälern. Dabei werden die Immobilien traditionellerweise langfristig und auf «dreifacher Nettobasis» an Betreiber vermietet (triple net lease): Steuern, Gebäudeversicherung und Unterhaltskosten werden vom Mieter selbst getragen. Die Erfolgsbeteiligung reduziert sich dabei auf ein reines Immobilieninvestment.

Altersgerechtes Wohnen für ein breites Investorenpublikum

Absolut gesehen wächst die Nachfrage nach altersgerechten Wohnungen deutlich stärker als für jedes andere Wohnsegment – auch stärker als für Alters- und Pflegeheime. Wohnungen, die möglichst lang ein unabhängiges Wohnen im Alter zulassen, bieten einen breiten und einfachen Zugang zum Trend einer alternden Bevölkerung. Die Hauptnachfrager von altersgerechten Wohnungen sind die über 65-Jährigen. Diese Gruppe wird in zehn Jahren mehr als 20 Prozent der Bevölkerung ausmachen, im Jahr 2050 sogar über 25 Prozent. Aber schon jüngere Personen sind häufig bereit, in kleinere, altersgerechte Wohnungen zu ziehen. Denn dies gewährleistet einen fließenden Übergang zwischen zwei Lebensabschnitten und erspart einen weiteren Umzug im fortgeschrittenen Alter. Auch trägt die Verbesserung bei der mobilen Versorgung durch spitalexterne Organisationen (Spitex) zu einer Verlängerung des unabhängigen Wohnens im Alter und somit zum Wachstum in diesem Segment bei.

Für altersgerechte Wohnungen bestehen praktisch keine Markteintrittsbarrieren. In den meisten Neubauten werden heute schon die wichtigsten Elemente wie Lifts oder Barrierefreiheit berücksichtigt. Gegenüber einer herkömmlichen Nutzung dürfte daher kaum ein Renditeaufschlag zu verdienen sein. Vielmehr gilt der Umkehrschluss: Durch einen altersgerechten Ausbaustandard werden weniger Haushalte als potenzielle Mieter ausgeschlossen, was das Leerstandsrisiko senkt. Anbieter von altersgerechten Wohnungen können sich aber stark über die Mikrolage abgrenzen. Merkmale einer guten Lage sind dabei die Nähe zu öffentlichen Verkehrsmitteln, Einkaufsmöglichkeiten sowie medizinischer Versorgung. Ein zukunftsträchtiges Modell dürften auch Objekte gemischter Nutzungen darstellen: Unter einem Dach kommen Wohnungen für Haushalte verschiedener Lebensabschnitte, Lebensmittelläden und Arztpraxen zusammen.

Erfolg steht nicht in den Sternen

Claudio Saputelli
Chief Investment Office WM

Seit der Finanzkrise ist die Nachfrage nach Hotelinvestments weltweit stetig gestiegen. Auch die Schweizer Hotellerie verbuchte einige grössere Transaktionen, insbesondere im Luxussegment. Bei qualitativ einfacheren Hotels setzt sich der Strukturwandel hingegen fort.

Auf der Suche nach Rendite lassen sich viele Investoren wegen der tiefen Zinsen auf risikobehaftete Anlageformen ein. So tauchen Hotelimmobilien vermehrt auf dem Investitionsradar institutioneller Anleger sowie vermögender Privatpersonen auf. Das Immobiliendienstleistungs- und Beratungsunternehmen Jones Lang LaSalle berichtet, dass das weltweite Transaktionsvolumen von Hotelinvestitionen 2013 um satte 35 Prozent gegenüber dem Vorjahr auf rund 46,7 Milliarden US-Dollar gestiegen ist – den höchsten Wert seit der Finanzkrise 2007/2008. Für 2014 wird ein weiteres Wachstum von bis zu 10 Prozent erwartet. Auch die europäischen Topmärkte Grossbritannien, Frankreich und Deutschland warteten jüngst bei Hotelinvestitionen mit guten Wachstumsraten auf. In den wichtigsten europäischen Metropolen lockt in diesem Segment eine attraktive Anfangsrendite von 6 Prozent und mehr.

Für die Schweiz fehlen exakte Zahlen zur Entwicklung der Transaktionsvolumen von Hotelimmobilien. Eine solche Zeitreihe wäre allerdings wenig aussagekräftig, da im hiesigen relativ kleinen Hotelimmobilienmarkt einzelne Grosstransaktionen schnell zu grossen Ausschlägen führen würden. Doch auch hierzulande kam in den letzten Jahren Bewegung in den Hotelimmobilienmarkt, obwohl die Anfangsrenditen

von 4,5 bis 5 Prozent für Toplagen in Zürich und Genf deutlich tiefer sind als im europäischen Ausland.

Schweizer Luxushotels zunehmend in ausländischer Hand

Die hiesige Luxushotellerie (Vier- und Fünf-Sterne-Hotels) ist seit längerem in Expansion begriffen und zieht insbesondere Grossinvestoren aus aller Welt an. Gemäss einer Studie der Fachhochschule Westschweiz HES-SO befinden sich bereits 40 Prozent der rund 90 schweizerischen Fünf-Sterne-Hotels in ausländischer Hand. Die Luxushotels befinden sich praktisch ausschliesslich an Toplagen der wichtigsten Grossstädte und nobler Tourismusregionen, was die höchsten Auslastungsgrade aller Schweizer Hotels verspricht.

Zudem bietet ein Investment im schweizerischen Luxushotelsegment vermögenden Privatanlegern und institutionellen Investoren die Möglichkeit grosse Beträge langfristig anzulegen sowie auch eine relative Sicherheit. Denn aufgrund politischer, wirtschaftlicher und sozialer Stabilität ist hierzulande das Risiko geringer als in vielen anderen Ländern.

Hotelsterben bei unrentablen Kleinbetrieben

In niedriger klassifizierten Hotels (Ein- bis Drei-Sterne-Hotels) weht hingegen ein deutlich rauerer Wind. In diesem Segment setzt sich das «Hotelsterben» fort. Davon betroffen sind hauptsächlich Kleinbetriebe, die meist aufgrund zu tiefer Auslastung nicht nachhaltig rentabel sind. Zudem herrscht bei vielen dieser Hotels ein Investitionsrückstau und die Nachfolgeregelung ist nicht gelöst. Oft bleibt in solchen Situationen nur der Verkauf beispielsweise an eine Hotelkette oder die Schliessung des Betriebs.

Im Zuge der Eurokrise und der damit verbundenen Frankenaufwertung sind auch die Übernachtungszahlen gesunken, wodurch sich der Trend zu Betriebsschliessungen beschleunigte. Von den schweizweit knapp 5600 Hotelbetrieben im Jahr 2008 haben rund 400 ihre Tore mittlerweile geschlossen. Diese Schliessungen gingen praktisch ausschliesslich auf das Konto von niedrig oder nicht klassifizierten Hotels, zumeist in Berggebieten oder ländlichen Gegenden.

Preisgünstige Hotels sind jedoch nicht generell vom Aussterben bedroht. Vielmehr findet hier

eine Verlagerung von privat geführten, kleineren Gasthäusern hin zu grösseren und wettbewerbsfähigeren Betriebseinheiten sowie zu Kettenhotels statt. So zeigt ein Blick auf die Zahlen, dass seit 2008 die Zahl der Betten ausserhalb des Luxussegments leicht gestiegen ist.

Zielgruppenorientierte Angebotsstrategie verspricht Erfolg

Der Erfolg eines Hotelinvestments hängt also nicht von der Anzahl Sterne ab. Eine der wichtigsten Voraussetzungen für den Erfolg eines Betriebs ist eine klare Positionierung im Markt. Die touristischen Möglichkeiten, das lokale Infrastrukturangebot sowie das Entwicklungspotenzial der Destination bilden die Basis für die strategische Ausrichtung. Meist noch wichtiger sind allerdings die Lage, die baulichen Gegebenheiten, das hauseigene Zusatzangebot und dessen Ausbaumöglichkeiten.

Genau analysiert und berücksichtigt werden sollte auch das regionale Wettbewerbsumfeld. Abhängig von den Stärken und Schwächen des Betriebs sowie den Marktchancen und Gefahren gilt es, für klar definierte Marktsegmente (Gästezielgruppen und Herkunftsmärkte) eine nachhal-

Ausgewählte Hotel- und Feriendorfprojekte in Realisierung

Sortiert nach Investitionsvolumen; ohne Anspruch auf Vollständigkeit

Projekt	Kategorie	Anzahl Zimmer	Anzahl Wohnungen	Investitionsvolumen in Mio. CHF
Andermatt Swiss Alps, Andermatt (UR)	Diverse	674	440	1400
Hotelresort Bürgenstock, Ennetbürgen (NW)	Luxusklasse	385	68	485
51° Spa Residences, Leukerbad (VS)	Luxusklasse	100	30	250
Grand Hotel Regina, Grindelwald (BE)	Luxusklasse	130	56	125
Kameha Grand, Zürich (ZH)	Luxusklasse	245		120
Hotel Royal Savoy, Lausanne (VD)	Luxusklasse	196		100
Resort Oberried, Oberried am Brienersee (BE)	–		145	100
Resort Areal Engadinerhof, Scuol (GR)	Erste Klasse	129	50	90
Hotel Symond Park, Davos (GR)	Erste Klasse	148	21	80
Titlis Resort, Engelberg (OW)	–		137	60
Hotel & Apartments Melchsee, Kerns (OW)	Erste Klasse	47	43	50
Alpenresort Schwägalp, Hundwil (AR)	Mittelklasse	68		42
Reka Feriendorf Blatten, Naters (VS)	Mittelklasse		50	28
La Cordée des Alpes, Bagnes (VS)	Erste Klasse	34		28

Quellen: hotelleriesuisse, UBS

tig wettbewerbsfähige Angebotsstrategie festzulegen und diese erfolgreich umzusetzen.

Woran scheitern Hotelinvestments am häufigsten?

Selbst die versiertesten Anleger scheitern immer wieder bei Hotelinvestitionen. Nicht selten wären die Fehler vermeidbar. Folgende vier Gründe werden vielfach für das Misslingen angeführt:

« Preisgünstige Hotels sind nicht generell vom Aussterben bedroht. »

Erstens ist die Einstellung von unerfahrenem Personal etwas vom Teuersten, was ein Hoteleigentümer oder -betreiber machen kann. Kompetente Mitarbeitende, die sich gänzlich für das Wohl der Gäste und den Betrieb einsetzen, zeichnen erfolgreiche Hotels aus. Dabei müssen die Mitarbeitenden leistungs- und arbeitsmarktkonform entschädigt werden.

Zweitens bringen Konjunkturabhängigkeit und Preisempfindlichkeit der Nachfrage sowie angestaute Investitionen die finanzielle Stabilität eines Hotels regelmässig in Gefahr. Deshalb müssen die Flexibilität bei der Finanzierung des operativen Geschäfts, insbesondere für Belegungsschwankungen, sowie die Bildung von genügend Rückstellungen für Erneuerungsinvestitionen Grundelemente jeder Hotelstrategie sein.

Drittens ist auch bei Hotelimmobilien eine gute Lage von höchster Priorität. Oft geht aber ver-

gessen, dass ein anfänglich attraktiver Standort schnell überholt sein kann, was rechtzeitigen Handlungsbedarf hervorruft. Die Standortanalyse muss also regelmässig durchgeführt werden und immer langfristig ausgerichtet sein.

Viertens kann eine oberflächliche Due Diligence mit unzuverlässigen Risikoannahmen weitreichende Folgen haben. Gerade bei Hotelimmobilien hat die Due Diligence eine viel grössere Bedeutung im Preisbildungsprozess als bei anderen Immobilien. Auf der Suche nach Rendite sollte der Investor hier keine Abstriche machen.

Airbnb heizt Bettenkampf zusätzlich an

Die Internet-Revolution macht auch vor den Toren der klassischen Hotels nicht halt. Die Möglichkeit, über eine weltweit bekannte Vertriebsplattform Privatunterkünfte tageweise zu vermieten, trifft den heutigen Zeitgeist. Airbnb.com ist ein Beispiel dafür, wie die moderne Internet-Technologie eine etablierte Branche kräftig durcheinanderwirbeln kann. Die Zahlen sprechen für sich: Von der Gründung im August 2008 bis Oktober 2014 wurden nach Angaben des Unternehmens weltweit mehr als 20 Millionen Übernachtungen über Airbnb gebucht (inzwischen gibt es nebst Airbnb noch andere Anbieter wie 9flats.com etc.). Über die Airbnb-Plattform werden aktuell Unterkünfte in 190 Ländern und 34 000 Städten angeboten. Die Zahl der Inserate liegt bei rund 800 000 und wächst nach wie vor rasant. Doch je mehr die Plattform für den Tourismus an Bedeutung gewinnt, desto grösser werden auch die Vorbehalte und der Widerstand der konventionellen Hotelketten. Der Schweizer Hotellerieverband Hotellerie Suisse akzeptiert zwar die wachsende Konkurrenz, insbesondere im tieferen Preissegment, möchte jedoch die rechtliche Ungleichbehandlung (bei Gebühren, Taxen, Qualitätsrichtlinien etc.) sowie den kommerziellen Missbrauch durch gewerbliche Anbieter (beispielsweise zur Umgehung von Steuerzahlungen) möglichst schnell beseitigen lassen.

Dividende gewinnt an Bedeutung

Stefan R. Meyer, Chief Investment Office WM
 André Rudolf von Rohr*, Investment Bank

Treiber

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

In den nächsten Jahren dürfte der Anteil der Dividende an der Gesamtrendite von Immobilienaktien steigen. Damit werden auch das unternehmensspezifische Wachstumspotenzial der Dividenden und deren Sicherheit immer wichtiger.

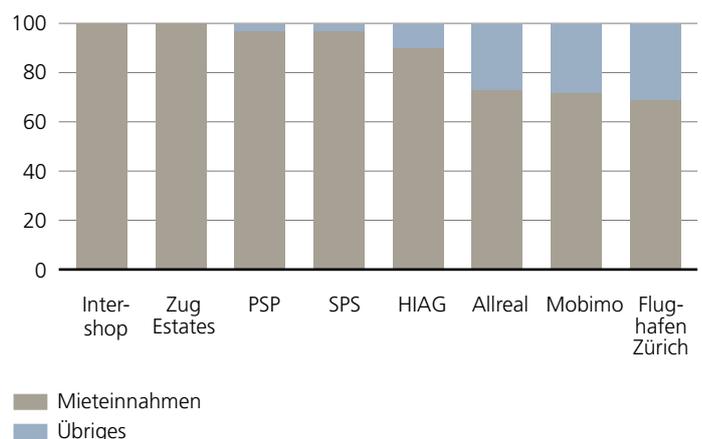
Kurssteigerungen haben in den letzten fünf Jahren erheblich zur Gesamtrendite von Immobilienaktien beigetragen. Das positive Marktumfeld mit sinkenden Zinsen und hoher Bauaktivität liess die Immobilienpreise klettern und attraktive Entwicklungsprojekte spriessten in gewissen Regionen wie Pilze aus dem Boden. Somit stiegen auch die Bewertungen der Unternehmen. Doch in den nächsten Jahren dürfte der makroökonomische Rückenwind abflauen.

Die Zinsen, ein wichtiger Renditetreiber der vergangenen Jahre, befinden sich mittlerweile auf einem historisch tiefen Niveau und das Potenzial für einen weiteren Rückgang ist gering. Zudem erschwerte die Schweizerische Nationalbank mit verschiedenen Massnahmen die Finanzierung von Wohnimmobilien, um die Preisentwicklung zu dämpfen. In den Jahren 2013 und 2014 trat wie erwartet eine Verlangsamung und in gewissen Segmenten gar eine Umkehr der Preisentwicklung ein. Dieser Trend dürfte sich in diesem und im nächsten Jahr fortsetzen. Bei Geschäftsimmobiliien stieg seit 2013 die Leerstandquote vor allem im Bürobereich an, Ten-

denz steigend. Und auch die politische Unsicherheit bezüglich der Begrenzung der Einwanderung dürfte sich negativ auf die Preisentwicklung von Immobilien auswirken.

Hoher Gewinnanteil aus Mieteinnahmen

Segmentierung des Betriebsgewinns vor Neubewertungen, in Prozent



Quellen: Geschäftsberichte der Unternehmen 2013, UBS

* Der Co-Autor stammt aus einer Abteilung ausserhalb von Chief Investment Office WM und unterliegt nicht allen gesetzlichen Bestimmungen bezüglich der Unabhängigkeit der Finanzanalyse. Der Inhalt dieses Textes entspricht jedoch der CIO House View.



Musée d'Ethnographie de Genève (MEG)

« Im aktuellen Wirtschaftsumfeld werden marktbedingte Aufwertungsgewinne auf den Immobilienportfolios zunehmend entfallen. »

Unterschiedliche Geschäftsmodelle und Ausschüttungsquoten

Die Grundlage der Dividendenausschüttung ist üblicherweise der Reingewinn bereinigt um Aufwertungsgewinne oder Abwertungsverluste, da diese nicht Cash-wirksam sind und nur Buchgewinne darstellen. In der Regel zahlen die Schweizer Immobilienunternehmen einen grossen Anteil dieses bereinigten Reingewinns in Form von Dividenden aus. Wichtige Aspekte für die Höhe der Ausschüttungsquote sind das Geschäftsmodell und die Strategie des jeweiligen Unternehmens sowie die Wachstumsperspektiven und die Finanzierungsüberlegungen. Während sich einige Unternehmen fast ausschliesslich aufs Portfoliomanagement fokussieren, haben andere diversifizierte Geschäftsmodelle. Oft sind Firmen auch in verwandten Geschäftsbereichen tätig wie der Liegenschafts-

entwicklung oder der Immobilienbewirtschaftung. Im Entwicklungsgeschäft werden je nach Unternehmen unterschiedliche Teile der Wertschöpfungskette von der Planung bis zum Bau einer Liegenschaft entweder intern oder extern ausgeführt. Gewisse Unternehmen betreiben auch voneinander unabhängige Geschäftsbereiche wie das Detailhandels- und Gastro-Geschäft von Swiss Prime Site oder das Hotel- und Gastro-Geschäft von Zug Estates.

Grundsätzlich erlaubt das Portfoliomanagement mit stabilen Mieteinnahmen eine hohe Ausschüttungsquote. Aus zyklischeren Geschäften wird hingegen ein deutlich geringerer Gewinnanteil ausgeschüttet, um die Gesamtdividende langfristig konstant zu halten. Allreal beispielsweise erwirtschaftet zirka einen Drittel des Gewinns mit der Tätigkeit des Generalunternehmens,

während der Gewinnanteil des Immobilienportfolios bei etwa zwei Drittel liegt. Der Geschäftsverlauf des Generalunternehmens ist weitaus zyklischer und hat weder die Stabilität noch die Prognosefähigkeit von Mieteinnahmen. Dies zeigt sich auch in der tieferen Ausschüttungsquote von Allreal, die im historischen Durchschnitt knapp über 70 Prozent des Reingewinns auszahlt. Swiss Prime Site zeigt zwar nach mehreren Akquisitionen eine starke Diversifikation im Umsatz; die Mieteinnahmen lagen in der ersten Jahreshälfte 2014 noch knapp über der Hälfte des Konzernumsatzes. Auf der Stufe des Betriebsgewinns ist die Liegenschaftsvermietung nach wie vor für über 90 Prozent des Konzerngewinns verantwortlich und somit auf einem ähnlichen Niveau wie bei PSP Swiss Property, Mobimo oder Intershop. Mobimo und Swiss

Prime Site haben historisch eine relativ hohe Ausschüttungsquote von über 90 Prozent. Intershop und PSP Swiss Property schütten im Durchschnitt über 80 Prozent der Gewinne aus.

Fokus auf Dividendsicherheit ...

Da im aktuellen Wirtschaftsumfeld marktbedingte Aufwertungsgewinne auf den Immobilienportfolios zunehmend entfallen, werden die Aspekte Dividendsicherheit und Dividendenwachstum besonders wichtig. Die Dividendsicherheit ist in erster Linie abhängig von der Ausschüttungshöhe, der Finanzierungslage und dem Vertrauen in die Ertragserwartungen. Eine tiefe Ausschüttungsquote bietet Steigerungspotenzial in der Zukunft und ermöglicht eine konstante Dividendenzahlung im Falle eines Gewinnrückgangs. Die Ausschüttungshöhe ist somit ein

Kennzahlen der grössten börsennotierten Schweizer Immobilienaktien

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

	SPS	PSP	Flug- hafen Zürich	Mobimo	Allreal	Inter- shop	HIAG	Zug Estates
Marktkapitalisierung¹	4417	3935	4093	2186	1238	712	668	634
Dividendenwachstum								
2008–2013	1,1	5,4	14,9	1,1	1,9	0,0	–	–
2013–2016 ²	0,0	1,9	17,8	0,0	2,9	–0,8	9,3 ²	4,8
Ausschüttungsquote								
Dividendenstrategie	–	>70	30–40	–	<75	–	4 ³	≤40
2013	98	86	45	94	75	76	–	40
2014 ⁵	97	91	41	103	81	81	88	36
2015 ⁵	94	92	44	106	76	86	88	38
Durchschnitt seit 2008	94	86	37	97	72	82	–	41 ⁴
Dividendenrendite								
2013	5,2	4,3	1,9	5,1	4,5	6,0	–	1,4
2014 ⁵	5,0	3,9	2,0	4,8	4,0	5,6	3,8	1,4
2015 ⁵	5,0	3,9	2,3	4,8	4,4	5,5	4,3	1,4
Durchschnitt seit 2008	5,5	4,2	2,2	5,0	4,3	6,4	–	1,3 ⁴
Eigenkapitalquote⁵	42	59	55	44	47	39	53	60

¹ in Mio. CHF

² 2014–2016

³ des Nettoinventarwertes

⁴ Durchschnitt seit 2012

⁵ per 1. Hälfte 2014

⁶ Konsenserwartungen

Diese Tabelle ist eine Referenzliste und stellt keine Empfehlungsliste dar.

Quellen: Unternehmen, UBS, per 31. Dezember 2014

wichtiger Faktor, um die Nachhaltigkeit von künftigen Dividendenzahlungen einzuschätzen. Auch eine starke Bilanz mit tiefer Verschuldung erhöht die Dividendsicherheit. Hier stechen besonders PSP Swiss Property mit einer Eigenkapitalquote von 59 Prozent und Zug Estates mit 60 Prozent hervor. Da das Finanzierungsumfeld zurzeit sehr freundlich ist, konnten sich mehrere Immobilienfirmen im vergangenen Jahr zu günstigen Konditionen finanzieren. In einem negativen Szenario sind Unternehmen mit höherem Verschuldungsgrad schneller gezwungen, ihre Cashflows für Schuldentrückzahlungen anstatt für Dividendenzahlungen zu verwenden. Ausserdem steigert ein hoher Anteil an langfristigen Mieterträgen die Prognosefähigkeit der Gewinne. Schliesslich ist, wie bereits erwähnt, auch das Geschäftsmodell ein Faktor, der die Ertragsstabilität beeinflusst. Weiter erhöht eine lange Restlaufzeit der Verbindlichkeiten die Prognose-sicherheit künftiger Gewinne.

... und Dividendenwachstum

Bis auf Intershop, die seit Jahren eine unveränderte Dividende pro Aktie zahlt, steigerten in den letzten fünf Jahren alle Unternehmen ihre Dividenden. Der Treiber war in erster Linie das Gewinnwachstum, aber auch leicht höhere Ausschüttungsquoten. Zwar haben gewisse Firmen noch leichte Steigerungsmöglichkeiten bei der Ausschüttungsquote, doch das Gewinnwachstum bleibt der wichtigste Treiber des Dividendenwachstums.

Die Erwartungen für das Gewinnwachstum der nächsten drei Jahre sind moderater als in den vergangenen fünf Jahren, was das anspruchsvollere Umfeld im Schweizer Immobiliensektor reflektiert. Sowohl für Büro- als auch für Verkaufsflächen erwarten wir eine rückläufige Mietpreisentwicklung. Da in den letzten vier Jahren grosse Entwicklungsprojekte fertiggestellt wurden, ist der Markt zunehmend übersättigt und die Leerstandquoten steigen. Daher werden in den nächsten Jahren kaum mehr neue Projekte in Angriff genommen, da die spätere Vermietung sowie die Mietpreise unsicher sind. Insgesamt sinkt somit das Wachstumspotenzial von Seiten organischer Entwicklungsprojekte. Genügend Nachfrage bei Neuprojekten finden fast nur noch Unternehmen mit speziellen Nischenprojekten, vorwiegend im mittleren Preisbereich von Mietwohnungen.

Dividendenwachstum kann jedoch auch durch externes Wachstum erzielt werden. Doch bei Käufen von bestehenden Immobilien sind die Immobilienverwalter momentan zurückhaltend. Meist liegt das an den hohen Verkaufspreisen, die nur unterdurchschnittliche Anfangsrenditen erlauben würden. Günstigere Objekte liegen dagegen an unattraktiveren Lagen, wo die Risiken für die Immobilienwertentwicklung überdurchschnittlich hoch sind. Als Folge der moderateren Wachstumschancen fokussieren Unternehmen, die bisher besonders auf organisches oder akquisitorisches Wachstum setzten und dazu regelmässig am Kapitalmarkt neue Aktien platzierten, nun stärker auf interne Wertoptimierungen. Hier ist Allreal ein gutes Beispiel, die in ihrem Generalunternehmen weniger Umsatz und dafür höhere Profitabilität anpeilt.

Ausschüttungsrenditen der meisten Unternehmen attraktiv

Immobilienaktien bieten nach wie vor attraktive Dividendenrenditen. Bei Swiss Prime Site, PSP Swiss Property, Mobimo, Allreal und HIAG Immobilien liegen die Dividendenrenditen bei 4 bis 5 Prozent und damit klar über dem Durchschnitt des Schweizer Gesamtaktienmarkts. Intershop ist der Ausreisser nach oben mit einer noch etwas höheren Rendite. Dafür signalisieren die Marktkonsensuserwartungen ein Risiko, dass die aktuelle Dividende möglicherweise künftig nicht ganz gehalten werden könnte. Beim zyklischeren Flughafen Zürich und der Zug Estates, die sich auf ihr langjähriges und mehrphasiges Entwicklungsprojekt fokussiert, liegen die Ausschüttungsrenditen deutlich tiefer. Die meisten Immobilienunternehmen haben auch in den nächsten Jahren noch die Möglichkeit, verrechnungssteuerfreie Ausschüttungen aus den Kapitalreserven zu zahlen. Intershop ist aufgrund fehlender Kapitalreserven dazu nicht in der Lage und der von der öffentlichen Hand kontrollierte Flughafen Zürich hat bisher davon abgesehen.

Für konkrete Aktienempfehlungen wenden Sie sich bitte an Ihre Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater.

Bewährung steht noch bevor

Thomas Veraguth, Chief Investment Office WM
Dalibor Maksimovic*, Global Asset Management

Schweizer Immobilienfonds wurden in den letzten Jahren von sinkenden Zinsen und steigenden Mieteinnahmen unterstützt. Doch wenn sich das Umfeld verschlechtert, weht den Immobilienfonds ein rauer Wind entgegen. Je nach Konjunktorentwicklung halten wir deshalb eine selektive Gewinnmitnahme für angebracht.

Schweizer Immobilienfonds haben 2014 mit einer im historischen Vergleich sehr guten Performance gegläntzt. Investoren in Immobilienfonds wurden mit rund 15 Prozent honoriert. Das ist doppelt so viel wie im Durchschnitt der letzten sieben Jahre und wurde in einem Umfeld gedämpfter Preisvolatilität und durchschnittlicher Börsenumsätze erzielt. Letztere sind sogar seit April 2013 tendenziell rückläufig und schrumpften seit dem damaligen Tageshöchststand von 24 Millionen Franken um 20 Prozent. Mit einem Run auf Immobilienfonds lässt sich diese gute Performance nicht erklären. Tatsache ist vielmehr, dass Investoren in Immobilienfonds ihre Profite mangels Alternativen kaum mitnahmen.

Ausschüttungsrendite deutlich über der Benchmark

Investoren bewerten Immobilienfonds in erster Linie anhand des Agios (Aufpreis, der sich aus der Differenz zwischen dem Börsenkurs und dem Nettoinventarwert aller Portfolioliegenschaften ergibt). Die Ausschüttungsrendite der Immobilienfonds zeigt, wie attraktiv diese im Vergleich zu Aktien oder Obligationen sind. Ende 2014 betrug das durchschnittliche Agio aller börsennotierten Fonds gemäss unserer Schätzung 25 Prozent, wobei Wohnimmobilienfonds

mit einem Aufpreis von 30 Prozent gehandelt wurden und kommerzielle Immobilienfonds mit 14 Prozent. Wohnimmobilienfonds verteuerten sich deshalb im historischen Vergleich, während kommerzielle Fonds vergleichsweise relativ günstig blieben.

Die durchschnittliche Ausschüttungsrendite der Immobilienfonds von 3 Prozent ist um 2,5 Prozentpunkte höher als die Benchmarkrendite der sieben- bis zehnjährigen Obligationen. Nach gängigen Bewertungsmaßstäben (Aufpreis zum Nettoinventarwert und Höhe der Ausschüttungsrendite) erscheinen Immobilienfonds somit fair bewertet bis leicht überbewertet. Die Überbewertung wäre ausgeprägter, würden die Investoren nicht eine gewisse berechtigte Zurückhaltung an den Tag legen.

Immobilienwerte und Mietpreise auf hohem Niveau

Diese moderate Überbewertung gilt es allerdings im aktuellen ökonomischen Umfeld zu relativieren. Seit rund zwanzig Jahren tendieren die Zinsen abwärts und begünstigten damit die Wertsteigerung der Immobilien. Parallel dazu zeigen die Daten eine seit Jahren abnehmende Einkommensrendite. Der Anteil der Kapitalgewinne an

* Der Co-Autor stammt aus einer Abteilung ausserhalb von Chief Investment Office WM und unterliegt nicht allen gesetzlichen Bestimmungen bezüglich der Unabhängigkeit der Finanzanalyse. Der Inhalt dieses Textes entspricht jedoch der CIO House View.

der Gesamrendite ist dementsprechend von lediglich 5 bis 20 Prozent im langjährigen Durchschnitt auf derzeit einen Drittel hochgeschwungen.

Zwar steht die Einkommensrendite aller Renditeobjekte in der Schweiz bei 4,2 Prozent noch oberhalb der Ausschüttungsrendite von 3 Prozent, aber die Einkommensrendite im Ge-

« Verharren die Zinsen auf dem zurzeit extrem tiefen Niveau, sind Immobilienfonds weiterhin eine geeignete Anlage im Portfolio-kontext. »

samtmarkt lag vor zehn Jahren noch um 1 Prozentpunkt höher. Die Immobilienwerte stiegen somit stärker als die Mieteinnahmen, was die relativ sinkende Einkommensbasis erklärt. Dies wäre an sich wenig beunruhigend, würden Mietpreise nicht auf einem im historischen Vergleich hohen Niveau stehen, was den Spielraum für Erhöhungen begrenzt. Vielmehr stehen die Mietpreise zunehmend unter Druck, insbesondere weil das Angebot kontinuierlich in hohem Tempo ausgebaut wird.

Immobilienfonds im Spätzyklus

Immobilienanlagen nähern sich dem Ende eines langjährigen und für Immobilienfonds günstigen Zyklus. Durch die erneute Zinssenkung wurde dieser aber um Monate verlängert. Es erstaunt deshalb nicht, dass die Zunahme der Agios 2014 einen rekordhohen Beitrag zur Gesamtperformance leistete. Dass drei Viertel der Gesamt-

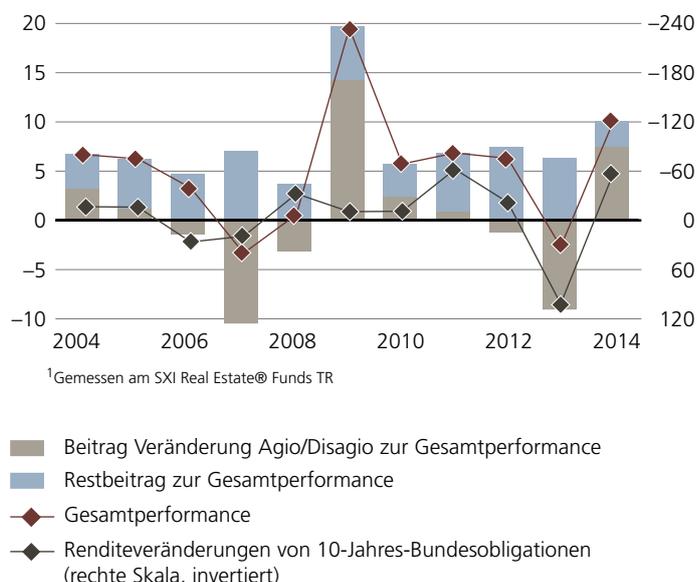
rendite durch Steigerung der Agios generiert wird, wurde letztmals 2009 beobachtet, als sich Immobilienfonds von den Krisenjahren 2007/2008 schlagartig erholten. Seit 2008 betrug die Gesamtperformance aller Immobilienfonds kumuliert 60 Prozent, wovon zwei Drittel auf eine ausserordentlich schnelle und nicht nachhaltige Preissteigerung zurückzuführen sind. Langfristig gesehen machen Kapitalgewinne hingegen nicht mehr als 20 Prozent der Gesamtperformance aus. In Bezug auf die aktuelle moderate Überbewertung, wie sie die gängigsten Indikatoren suggerieren, hegen wir grundlegende Zweifel, ob diese in einem Kontext von überhöhten Immobilienwerten, extrem tiefen Zinsen und bereits sinkender Einkommensbasis im langfristigen Vergleich überhaupt angemessen sind.

Nur selektiv Gewinne mitnehmen

Verharren die Zinsen auf dem zurzeit extrem tiefen Niveau, sind Immobilienfonds weiterhin eine geeignete Anlage im Portfolio-kontext und liefern sogar eine durchaus attraktive Rendite. Sollten sich die Zinsen jedoch schneller als er-

Hoher Renditebeitrag der Agios 2014

Renditezerlegung Schweizer Immobilienfonds¹
Veränderungen per Ende Jahr, in Prozent



¹Gemessen am SXI Real Estate® Funds TR

Quellen: Bloomberg, UBS

wartet normalisieren, droht ein deutlicher Performancerückschlag, der sich über zwei bis drei Jahre erstrecken könnte. Da Immobilienfonds eine historisch tiefe Volatilität von jährlich 6 bis 7 Prozent aufweisen, rechnen wir jedoch nicht mit hohen Verlusten. Vielmehr geht es aber um die Dauer einer möglichen Preiskorrektur. Eine Korrektur könnte sich in die Länge ziehen, falls es nicht gelingt, die Mieteinkommen in angemessener Weise rechtzeitig zu steigern. Wir raten deshalb davon ab, ein Übergewicht an Immobilienfonds in einem Portfoliokontext zu halten, und empfehlen eine selektive Gewinnmitnahme.

Sektoranalyse

Wohnimmobilienfonds schneiden besser ab

Die Branche für Schweizer Immobilienfonds wächst schnell und bietet immer vielfältigere Anlagemöglichkeiten. Zwar unterscheiden sich Fonds je nach Schwerpunkt auf spezifische Regionen oder Sektoren wie Büro-, Verkaufs- und Wohnflächen. Historisch schätzen wir aber die Korrelation unter den einzelnen Fonds auf 0,8, was ein hoher Wert ist. Eine Korrelation von 1 bedeutet, dass Fondspreise sich in dieselbe Richtung bewegen und deshalb keine Diversifikationsmöglichkeiten bieten. Allerdings rentieren Wohnimmobilienfonds seit mehr als zwei Jahren besser als auf kommerzielle Liegenschaften fokussierte Fonds. Der Grund ist, dass kommerzielle Liegenschaften zurzeit höheren Risiken in Form von Leerständen und sinkenden Mieteinnahmen ausgesetzt sind.

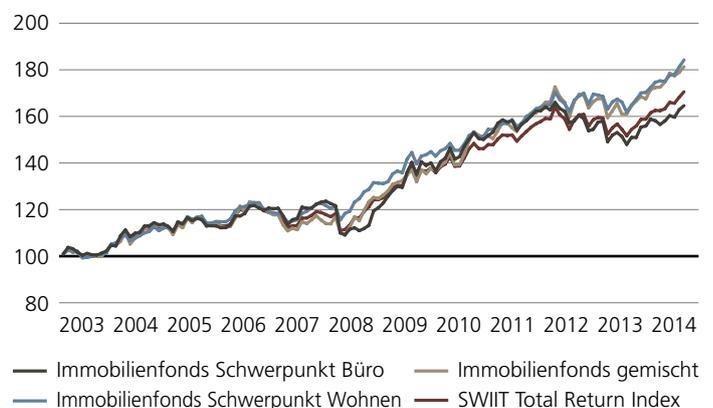
Unsere Analyse der Fondsp performance nach Sektoren zeigt lange Phasen mit einem starken Markttrend und geringer Ausdifferenzierung. Tendierte der Markt in der Vergangenheit eher seitwärts, so drifteten auch kommerzielle und Wohnimmobilienfonds stärker auseinander. Seit Sommer 2012 rentierten auf kommerzielle Liegenschaften fokussierte Fonds tiefer als Wohnimmobilienfonds, da Investoren eine relative Sicherheit in Wohnimmobilien suchten. Wohnimmobilienfonds erzielten deshalb in den letzten 28 Monaten eine Gesamttrendite von

über 10 Prozent, während kommerzielle Fonds insgesamt praktisch unverändert notierten. Die Ausschüttungsrendite von Wohnimmobilienfonds bildete sich demnach leicht auf 2,5 Prozent zurück; kommerzielle Fonds rentierten mit durchschnittlich 3,6 Prozent klar besser.

Anleger halten Wohnimmobilienfonds für relativ sicherer und waren in den letzten sieben Jahren bereit, einen hohen Aufpreis zu Nettoinventarwerten von durchschnittlich über 27 Prozent zu entrichten. Das Agio kommerzieller Fonds lag gut 40 Prozent tiefer. Institutionelle Mieter in Liegenschaften börsennotierter, kommerzieller Fonds sind aber in der Regel von überdurchschnittlicher Bonität und das Leerstandrisiko bleibt begrenzt. Zudem stiegen die Nettoinventarwerte von kommerziellen und Wohnimmobilienfonds in den letzten zehn Jahren etwa gleich stark an. Letztere konnten ihre Werte um jährlich 2,2 Prozent steigern, während jene der kommerziellen Fonds um 2,6 Prozent zunahmen. Dafür war auch die jährliche Volatilität der Wertentwicklung kommerzieller Fonds etwas höher; diese greifen tatsächlich etwas mehr auf Fremdfinanzierung zu, finanzieren damit aber nur rund 24 Prozent der Investitionen. Doch diese Quote ist bloss um etwa 5 Prozentpunkte höher als bei Wohnimmobilienfonds.

Begrenztes Diversifikationspotenzial

Gesamtp performance ausgewählter Fonds gewichtet nach Marktkapitalisierung, Index 2003 = 100



Quellen: FactSet, UBS

Erwartungen sind massgebend

Sollten sich die Agios auf den langjährigen konservativen Durchschnittswert von 15 Prozent normalisieren, so würden die Preise der Wohnimmobilienfonds geschätzte 14 Prozentpunkte an Wert verlieren. Kommerzielle Immobilienfonds wären dafür gerade richtig bewertet. Dies zeigt, dass die Markterwartungen die künftige Performance der Immobilienfonds bestimmen werden.

Wir sehen drei mögliche Szenarien. Falls die Zinsen, die Inflation und das Wachstum niedrig bleiben, so dürften Wohnimmobilienfonds ihre relative Bewertungsprämie weiter behalten. In einem solchen Umfeld dürften kommerzielle Fonds ihren Performancerückstand jedoch kaum schliessen. Verdichten sich hingegen die Anzeichen für eine Rezession, würden kommerzielle Fonds aufgrund ihrer Konjunkturabhängigkeit stärker leiden. Im dritten Szenario mit steigenden Zinsen

und einer stärkeren wirtschaftlichen Erholung dürften hingegen Wohnimmobilienfonds relativ schlechter abschneiden. Denn sofortige Mietzinssteigerungen wären aufgrund des eher trägen hypothekarischen Referenzzinssatzes nicht möglich. Zudem sind die aktuellen Wohnmietpreise bereits sehr hoch, was die Durchsetzung regulärer Erhöhungen erschwert. In einem solchen Umfeld würden die auf kommerzielle Liegenschaften fokussierten Fonds gegenüber den Wohnimmobilienfonds aufholen.

Für die kommenden Monate messen wir dem erstgenannten Szenario eines schwachen Wachstumsumfelds die höchste Wahrscheinlichkeit bei und raten von einer verfrühten Untergewichtung von Wohnimmobilienfonds ab. Sollten sich die Wachstumsaussichten dennoch klar verbessern, dürften Gewinnmitnahmen bei den Wohnimmobilienfonds kaum zu vermeiden sein.

Überblick börsennotierte Immobilien

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

	2014	2013	2012	2011	7 Jahre ¹
Immobilienaktien					
Gesamtrendite	13,6	-6,9	12,3	6,1	7,9
Korrelation zum Swiss Performance Index ²	0,45	0,51	0,44	0,57	0,49
Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	20,5	21,9	24,4	22,4	20,1
Geschätzte Prämien ³	4,7	4,7	11,5	12,2	5,5
Volatilität	8,0	10,1	8,9	10,2	11,3
Immobilienfonds					
Gesamtrendite	15,0	-2,8	6,3	6,8	7,3
Korrelation zum Swiss Performance Index ²	0,17	0,06	0,17	0,13	0,13
Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	19,1	20,8	19,9	17,3	17,6
Geschätzte Agios ³	17,8	16,8	26,4	27,0	19,4
Volatilität	7,6	8,4	6,6	7,2	7,0
Benchmark					
Gesamtrendite Immobilien-Anlagestiftungen	4,0	5,7	6,5	6,9	5,4
Gesamtrendite Swiss Performance Index	13,0	24,6	17,7	-7,7	5,7
Volatilität Swiss Performance Index	10,6	12,7	11,5	18,4	16,6
Gesamtrendite Swiss Bond Index («AAA»)	8,5	-3,3	2,2	7,6	4,5

¹ Mittelwert: 2008 bis 2014

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

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

Quellen: Bloomberg, UBS

Eigenheimpreise auf dünnem Eis

Maciej Skoczek und Thomas Veraguth
Chief Investment Office WM

Treiber

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Eigenheime haben sich global seit 1998 inflationsbereinigt um mehr als 40 Prozent verteuert. Begünstigt wurde der starke Preisauftrieb durch die reichlich vorhandene Liquidität, die rekordtiefen Zinsen und die gestiegene Verschuldung. In vielen Ländern bereiten die hohen Preisniveaus Sorgen, da mittelfristig grössere Korrekturen möglich sind.

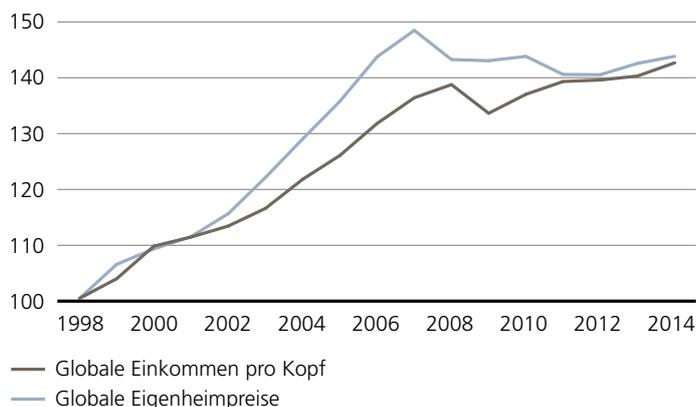
Historische Zeitreihen wie der Amsterdamer Herengracht Index zeigen, dass reale (teuerungs-bereinigte) Wohnimmobilienpreise in der langen Frist seitwärts tendieren beziehungsweise um ihren langjährigen Durchschnitt mäandrieren. Doch seit 2010 sind die globalen Wohnimmobilienpreise verglichen mit dem langjährigen Durchschnitt eindeutig zu hoch. Zwischen 1998 und 2007 stiegen die globalen Eigenheimpreise inflationsbereinigt um 50 Prozent auf nie zuvor erreichte Niveaus. Die Gründe für diesen Preisboom waren insbesondere der bessere weltweite Zugang zu Krediten und die tiefen Finanzierungskosten aufgrund sinkender Zinsen. 2006, ein Jahr vor dem Ausbruch der Finanzkrise, stiess die globale Aufwärtsspirale der Immobilienpreise an die fundamentalen Tragbarkeitsgrenzen der privaten Haushalte. Anschliessend folgte die von der Finanzkrise ausgelöste weltweite Rezession. Finanzinstitute reagierten darauf mit einer weltweiten Kreditklemme. Die Liquidität sank und gleichzeitig ging auch die Zahlungsbereitschaft der Haushalte aufgrund der steigenden Verunsicherung drastisch zurück.

Der geschätzte weltweite Preisrückgang am Eigenheimmarkt betrug allerdings nur 5 Prozent, denn die extrem expansive Geldpolitik der Zentralbanken liess die Zinsen und damit auch die Finanzierungskosten erneut purzeln. Ausserdem verhinderten weltweite milliardenschwere Konjunkturprogramme einen regelrechten Preisein-

bruch bei Eigenheimen. Allerdings gelang dies nicht in allen Ländern. Vielmehr haben sich die Unterschiede in den Preisniveaus unter den nationalen Wohnimmobilienmärkten vergrössert. So bleiben einzelne Häusermärkte von der Bewertung her auf dem zyklischen Höhepunkt und erfahren teilweise ein weiteres, fundamental ungesundes Preiswachstum, während andere, die preislich eingebrochen sind, in der Preisdelle verharren.

Preise und Einkommen im Gleichschritt

Gleichgewichtete inflationsbereinigte Indizes in lokalen Währungen, Index 1998 = 100



Quellen: Weltbank, Federal Reserve Bank of Dallas, BIS, Bloomberg, UBS



Frankfurt am Main

« Kostet gleiche Wohnfläche inflationsbereinigt langfristig gleich viel, könnten die Eigenheimpreise um real 15 bis 20 Prozent einbrechen.»

Geld- und fiskalpolitische Stützungsmöglichkeiten ausgeschöpft

Wir schätzen, dass das globale reale Niveau der Immobilienpreise Mitte 2014 um mehr als 40 Prozent höher war als 1998. Der globale Preisauftrieb war in diesem Zeitraum somit klar stärker als die Inflation. Dies steht jedoch im Gegensatz zur Tatsache, dass in einer langen Zeitperiode steigenden Wohlstands in der Regel die Wohnfläche pro Person ansteigt, aber keine dauerhafte, inflationsbereinigte Preissteigerung pro Wohnflächeneinheit erfolgt.

Gemessen am Bruttoinlandprodukt pro Kopf, ausgehend vom Jahr 1998, schätzen wir jedoch, dass die realen globalen Immobilienpreise zurzeit nur noch wenige Prozentpunkte vom heutigen Einkommensniveau entfernt sind. Dies relativiert die These, wonach sich die Erschwinglichkeit seit 1998 verschlechtert haben soll – umso

mehr, als die Finanzierungskosten tendenziell gesunken sind. Falls das Einkommen etwa wegen einer erneuten Weltrezession deutlich langsamer wächst oder gar schrumpft oder falls die Finanzierungskosten deutlich ansteigen, stellt sich rasch wieder die Frage der Tragbarkeit. In diesem Fall würde sich der globale Immobilienmarkt sowohl inflations- als auch einkommensbereinigt als stark überbewertet herausstellen.

Unter der Annahme, dass gleiche Wohnfläche inflationsbereinigt langfristig gleich viel kostet, könnten die Eigenheimpreise schätzungsweise um real 15 bis 20 Prozent einbrechen. Zum Vergleich: Nachdem Ende der 1980er Jahre Immobilienblasen platzten, sanken globale Immobilienpreise zwischen Juni 1990 und März 1993 laut unseren Schätzungen real um etwa 10 Prozent. Anders als damals sind heute die geldpolitischen Massnahmen wie Zinssenkungen, quan-

titative Lockerung oder staatliche Investitionen zur künstlichen Ankurbelung der Nachfrage, mit denen Wohnimmobilienpreise unterstützt würden, so gut wie ausgeschöpft. Bricht eine Krise aus, so bleiben den Staaten und Zentralbanken kaum noch Stützungsoptionen. Schreitet nun die aktuelle Fehlallokation von Kapitalressourcen auf globaler Ebene weiter voran – was angesichts der nach wie vor extrem expansiven Politik der Zentralbanken unserer Meinung nach das wahrscheinlichste Szenario ist –, müssen Investoren in überhitzten Wohnimmobilienmärkten mittelfristig mit grösseren Preiskorrekturen rechnen.

Regionale Analyse Ein Europa der Mehrgeschwindigkeiten

Die grössten Wohnpreisdivergenzen sind unter den europäischen Ländern auszumachen. Die südeuropäischen Wohnimmobilienmärkte Griechenland, Italien, Portugal und Spanien leiden immer noch unter den Folgen der Preiskorrektur und Ungarn befindet sich derzeit in einer starken Abwärtsbewegung. Diese Länder erlitten eine relativ schnelle Entwertung mit realen Preisrückgängen von bis zu 50 Prozent. Obwohl die Zinsen immer noch rekordtief und die Preise deutlich niedriger sind, vermögen diese Märkte nur wenige Wohnimmobilieninvestoren anzulocken, weshalb eine allgemeine Preiswende ausbleibt.

Auf der anderen Seite bestätigen Deutschland und Irland die Beobachtung, dass Käufer prozyklische Investitionen vorziehen und erst dann in einen Markt einsteigen, wenn sich bereits ein klarer positiver Preistrend abzeichnet. Seit zwei Jahren erfährt Irland nach einem gewaltigen Zusammenbruch des Immobilienmarktes einen regelrechten Preisboom mit einem Anstieg von 15 Prozent. Auch Deutschland zieht derzeit Investoren an, da die Immobilienpreise landesweit seit 2010 nach einem knapp 20-jährigen Rückgang um gut 10 Prozent gestiegen sind.

Bezeichnend für Europa ist auch das Phänomen, dass auf eine kurze Korrektur in einem bereits teuren Markt ein schneller und deutlicher Anstieg über den vorherigen Höchststand erfolgt. Das wird gegenwärtig durch die expansive Geldpolitik der Nationalbanken geradezu begünstigt.

Österreich, Norwegen und Schweden sind Beispiele für anhaltend boomende Märkte. Ein bereits zu lange andauernder Preisboom wird durch tief gehaltene Finanzierungskosten verlängert, was die finanzielle Stabilität in diesen Ländern zunehmend gefährdet.

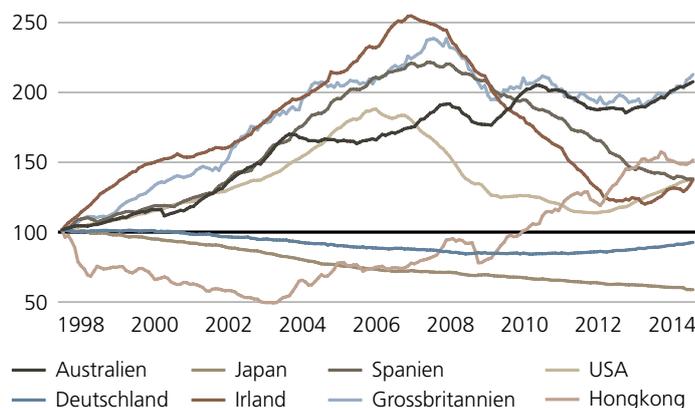
Divergierende Preistrends in Europa zeigen, dass die Fehlallokation von Kapital weiter zunimmt. Denn derzeit werden Kapitalressourcen weiterhin in Märkten mit zu hohen, nicht nachhaltigen Preisen angelegt. Der durchschnittliche inflationsbereinigte Wohnimmobilienpreis ist aktuell zwischen 25 (europäische Peripherie) und 50 Prozent (Kerneuropa) höher als 1998. Sollte sich aber das finanzielle Umfeld in ständig boomenden Ländern verschlechtern, würden die Grenzen der Erschwinglichkeit und der Kostentragbarkeit schnell überschritten, was eine Preiskorrektur auslösen würde.

Asiatische Märkte im Spätzyklus

Die asiatischen Wohnimmobilienmärkte wurden von der globalen Finanzkrise grösstenteils verschont und/oder erholten sich vergleichsweise schnell. Sie befinden sich momentan entweder in einem Zustand des sich fortsetzenden Preisauftriebs oder sind an ihren Höhepunkten angelangt. Während die landesspezifischen Immobilienkrisen vor allem die USA und Europa zwischen 2007 und 2011 erfassten, profitierte Asien, mit Ausnahme von Japan, von der weltweit expansi-

Divergierende Eigenheimmärkte

Reale Eigenheimpreise in ausgewählten Ländern, Indizes 1998 = 100



Quellen: BIS, Federal Reserve Bank of Dallas, Bloomberg, UBS

ven Geldpolitik zur Bekämpfung der Finanzkrise, von günstigen Finanzierungsbedingungen und von Kapitalzuflüssen.

Zudem verlieh ein fiskalpolitisch ausgelöster Kreditboom den Immobilienmärkten in China, Hongkong und Singapur eine weitere Stimulierung. Die bereits (zu) langen Preiszyklen in diesen Märkten wurden nur noch verlängert, so dass sich verschiedene Wohnimmobilienmärkte Asiens immer noch auf einem fundamental ungesunden Preiswachstumspfad befinden.

Ähnliches gilt auch für Australien und Neuseeland, deren Wohnimmobilienmärkte wegen hoher spekulativer Nachfrage, insbesondere aus China, einen verlängerten Boom erleben. In Down Under sind zurzeit die realen Durchschnittspreise trotz Preiskorrekturen nach der Finanzkrise etwa doppelt so hoch wie 1998. Wegen der hohen Verschuldung der Haushalte akzentuieren sich die volkswirtschaftlichen Risiken.

Japan, die USA und Grossbritannien im Banne der Zentralbankpolitik

Im Gegensatz zu anderen asiatischen Immobilienmärkten leidet der japanische Wohnimmobilienmarkt seit Anfang der 1990er Jahre unter einer graduellen Entwertung. Die realen Immobilienpreise haben sich seither halbiert. Für einen nachhaltigen Aufwärtstrend der Preise fehlen, ausser in Tokio, aber immer noch die Treiber. So befindet sich Japan mittlerweile in einer Situation, in der Investoren selbst durch eine expansive Geldpolitik und Finanzierungskosten nahe null für Zukäufe nicht motiviert werden können.

In den USA und Grossbritannien ist es hingegen dank fiskal- und geldpolitischen Massnahmen gelungen, die Vermögenswerte wieder auf einen schnellen Wachstumstrend zu bringen. In den USA korrigierten die Wohnimmobilienpreise im Jahr 2006 heftig um real 40 Prozent, konnten sich aber ab 2012 wieder um 20 Pro-

« Käufer ziehen prozyklische Investitionen vor und steigen erst dann in einen Markt ein, wenn sich bereits ein klarer positiver Preistrend abzeichnet. »

zent erholen. Der US-amerikanische Immobilienmarkt profitiert weiterhin von starken, fundamentalen Marktbedingungen wie zunehmender Beschäftigung, steigendem Einkommen, sinkenden Leerständen und attraktiven Finanzierungsbedingungen. Die Preisentwicklung dürfte dennoch etwas an Dynamik einbüßen, da die Preiswachstumsraten der letzten Quartale zu hoch ausfielen.

Grossbritannien verzeichnet mit 8 Prozent realer Preissteigerung gegenüber dem Vorjahr ebenfalls eine starke Wiederbelebung des Wohnimmobilienmarktes. Aber die reale Preiskorrektur unmittelbar nach der Finanzkrise, unter anderem wegen der Destabilisierung des englischen Bankensystems, fiel mit 18 Prozent heftig aus. Gemäss Berechnungen der OECD ist der Wohnimmobilienmarkt Grossbritanniens jedoch immer noch um einen Drittel überbewertet.

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



Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office WM von UBS werden durch Wealth Management und Retail & Corporate und Wealth Management Americas, Unternehmensbereiche von UBS AG (UBS, in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt) oder einer ihrer Tochtergesellschaften produziert und veröffentlicht. In bestimmten Ländern wird UBS AG als UBS SA bezeichnet. Diese Publikation dient ausschliesslich Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Manche Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten werden und / oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestufteten Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (hiervor ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS und ihre verbundenen Unternehmen beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebene Preise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche oder Divisionen von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und / oder Kriterien basieren. UBS und andere Konzerngesellschaften von UBS (oder Mitarbeiter derselben) können jederzeit für die erwähnten Wertpapiere eine Kauf- beziehungsweise Verkaufsposition einnehmen oder als Auftraggeber beziehungsweise Mandatsträger auftreten oder dem Emittenten ebendieser Wertpapiere beziehungsweise 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 Informationsbeschränkungen ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel ist stets mit Risiken behaftet. Zusätzliche Informationen können auf Anfrage hin zugänglich gemacht werden. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt in keiner Weise eine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger 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. Die Vergütung des / der Analysten, der / die andere Bericht erstellt hat / haben basiert ausschliesslich auf Research Management und Senior Management (ausschliesslich Investment Banking). Die Vergütung von Analysten basiert nicht auf den Erträgen von Investment Banking, die Vergütung kann jedoch in Bezug zu den Erträgen von UBS Wealth Management & Swiss Bank als Ganzes stehen, wozu auch Investment-Banking-Dienstleistungen, Verkauf und Handel gehören. Wir bitten um Verständnis, dass wir im Rahmen dieser Produktpalette nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, Ihre finanzielle Situation und Ihre finanziellen Bedürfnisse eingehen können. Deshalb empfehlen wir Ihnen, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und / oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuerrechtlicher – Auswirkungen einer Investition zu konsultieren. Für strukturierte Finanzinstrumente und Fonds ist ausschliesslich der Verkaufsprospekt rechtlich massgeblich, der bei Interesse bei UBS oder einer Konzerngesellschaft von UBS angefordert werden kann. Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS oder einer Konzerngesellschaft von UBS weder reproduziert noch vervielfältigt werden. UBS untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Die Konjunkturprognosen des Chief Investment Office (CIO) wurden in Zusammenarbeit von CIO-Ökonomen mit Ökonomen von UBS Investment Research erstellt. Die Prognosen und Einschätzungen sind lediglich zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Informationen darüber, wie das UBS CIO Wealth Management Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter www.ubs.com/research. Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

Externe Vermögensverwalter / Externe Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder einen externen Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder dem externen Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und / oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise ihnen diese zur Verfügung zu stellen. **Ägypten:** Wertpapiere oder andere Anlageprodukte werden von UBS in Ägypten nicht öffentlich angeboten oder verkauft und sie wurden und werden nicht bei der ägyptischen Finanzaufsichtsbehörde («Egyptian Financial Supervisory Authority», EFSA) registriert. **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 (Inhaber 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 (Inhaber der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231087) ausgestellt: Diese Publikation wird durch UBS AG ausgestellt und verteilt, auch wenn in vorliegendem Dokument eine gegenteilige Bestimmung enthalten ist. Die Publikation ist einzig zur Verwendung durch «Firmenkunden» gemäss der Definition in Section 761G («Wholesale Clients») des Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act») bestimmt. Unter keinen Umständen darf die Publikation von UBS AG einem «Privatkunden» gemäss der Definition in Section 761G des Corporations Act zur Verfügung gestellt werden. Die Research-Services von UBS AG stehen einzig «Firmenkunden» zur Verfügung. Die Publikation enthält nur allgemeine Informationen und berücksichtigt weder die persönlichen Anlageziele noch die finanzielle oder steuerliche Situation oder besonderen Bedürfnisse einer bestimmten Person. **Bahamas:** Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS (Bahamas) Ltd verteilt und darf nicht an Personen verteilt werden, die laut «Bahamas Exchange Control Regulations» als Bürger oder Einwohner der Bahamas gelten. **Bahrain:** UBS 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. Die in diesem Bericht geäusserten Ansichten und Meinungen widerspiegeln genau die persönliche Meinung des Analysten zu den Wertpapieren und Emittenten. Dieser Bericht ist nur für brasilianische Anleger bestimmt, wenn diese direkt Wertpapiere am brasilianischen Kapitalmarkt über eine lokal ermächtigte Institution kaufen oder verkaufen. Als berechnete Anleger, die in Brasilien domiziliert sind, gelten: (i) Finanzinstitute, (ii) Versicherungsfirmer und Anlagekapitalgesellschaften, (iii) Zusatzvorsorgeeinrichtungen, (iv) Einheiten, die Finanzanlagen in Höhe von über BRL 300 000 halten und welche den Status als qualifizierte Anleger schriftlich bestätigen, (v) Anlagefonds, (vi) Effektenmanager und Wertpapierberater, die bezüglich ihrer eigenen Anlagen durch die CVM ermächtigt sind, sowie (vii) Sozialversicherungssysteme, die von Bundesregierung, Bundesstaaten und Gemeinden gegründet wurden. **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. **China:** Dieser Researchbericht ist nicht für den Vertrieb an PRC-Anleger vorgesehen und stellt keine Anlageberatungsdienstleistung für Wertpapiere innerhalb des Gebiets von PRC dar. **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» der UBS (France) SA, einer französischen «Aktiengesellschaft» mit einem Aktienkapital von EUR 125 726 944 vertrieben. Ihr Domizil ist an der 69, boulevard Haussmann, F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA ist als Finanzdienstleister entsprechend den Bestimmungen des französischen «Code Monétaire et Financier» ordnungsgemäss zugelassen und ist eine unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden sowie der «Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution» stehende Bank. **Hongkong:** Diese Publikation wird durch die Niederlassung von UBS AG in Hongkong, einem nach der «Hong Kong Banking Ordinance» lizenzierten und gemäss den Bestimmungen der «Securities and Futures Ordinance» registrierten Finanzinstitut, an Kunden der Niederlassung von UBS AG in Hongkong verteilt. **Indien:** Verteilt durch UBS Securities India Private Ltd. 2 / F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefon: +912261556000. SEBI-Registrationsnummern: NSE (Kapitalmarktsegment): INB230951431, NSE (F&O-Segment): INF230951431, BSE (Kapitalmarktsegment): INB010951437. **Indonesien:** Dieses Research- oder Publikationsmaterial ist nicht zum Zwecke eines öffentlichen Zeichnungsangebots gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Umsetzungsbestimmungen ausgelegt und erstellt. Die hierin erwähnten Wertpapiere sind und werden nicht gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Bestimmungen eingetragen. **Israel:** UBS AG ist als ausländischer Händler eingetragen, der mit UBS Wealth Management Israel Ltd, einer 100%igen Tochtergesellschaft von UBS, zusammenarbeitet. UBS Wealth Management Israel Ltd ist zugelassener Portfolio Manager, der auch Investment Marketing betreibt und unter der Aufsicht der «Israel Securities Authority» steht. Diese Publikation kann keine auf Ihre persönlichen Bedürfnisse zugeschnittene Anlageberatung und / oder Marketingangaben zu Finanzanlagen durch entsprechend lizenzierte Anbieter ersetzen. Dieses Dokument darf an keine andere Person als den Empfänger davon abgegeben und weder vervielfältigt noch zu einem anderen Zweck verwendet werden. Wer das / die hierin publizierte(n) Produkt(e) kauft, tut dies für eigene Zwecke und Rechnung und nicht, um das / die genannte(n) Produkt(e) anderen Personen zu vertreiben oder anzubieten. Wer das / die Produkt(e) kauft, tut dies nach eigenem Verständnis und Ermessen und erst nach Vorliegen der dazu erforderlichen Finanz-, Rechts-

Geschäfts-, Steuer- oder anderweitigen Beratung beziehungsweise Beurteilung. **Italien:** Dieses Dokument wird an Kunden der UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 3 – 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:** Die hierin enthaltenen Informationen stellen in Kanada oder einer Provinz oder einem Territorium Kanadas weder einen Prospekt noch eine Werbeanzeige, ein öffentliches Kaufangebot, ein Angebot zum Verkauf von hierin beschriebenen Wertpapieren oder eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf von hierin beschriebenen Wertpapieren dar und sind unter keinen Umständen als solche auszulegen. Allfällige Angebote oder Verkäufe der hierin beschriebenen Wertpapiere in Kanada erfolgen nur unter einer Befreiung von dem Erfordernis, bei den entsprechenden kanadischen Aufsichtsbehörden für den Wertpapierhandel einen Prospekt einzureichen, und nur durch einen nach geltendem Wertpapierrecht ordnungsgemäss zugelassenen Verkäufer oder alternativ gemäss einer Befreiung vom Erfordernis der Zulassung als Verkäufer in der entsprechenden Provinz oder dem Territorium Kanadas, in der beziehungsweise dem ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf erfolgt. Die hierin enthaltenen Informationen sind unter keinen Umständen in einer Provinz oder einem Territorium Kanadas als Anlageberatung auszulegen und sind nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. Soweit sich die hierin enthaltenen Informationen auf Wertpapiere eines nach dem Recht Kanadas oder einer Provinz oder einem Territorium Kanadas eingetragenen, gegründeten oder errichteten Emittenten beziehen, müssen jegliche Vertragsabschlüsse über einen in Kanada zugelassenen Verkäufer oder alternativ gemäss einer Befreiung von der Zulassung als Verkäufer abgewickelt werden. Diese Materialien, die hierin enthaltenen Informationen oder die Vorzüge der hierin beschriebenen Wertpapiere wurden von keiner Wertpapierkommission oder ähnlichen Aufsichtsbehörde in Kanada geprüft oder in irgendeiner Weise übergeben, und jede anders lautende Darstellung ist eine strafbare Handlung. Die steuerliche Behandlung hängt jeweils von den persönlichen Verhältnissen ab und kann künftig Änderungen unterliegen. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatungsdienste und gibt weder allgemeine noch auf die spezifischen Bedingungen und Bedürfnisse eines Kunden bezogene Erklärungen im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Anlagen oder die damit verbundenen Anlagerenditen ab. Kunden sollten vor dem Investieren nach eigenem Ermessen eine unabhängige Steuerberatung im Hinblick auf die Eignung von Leistungen und Produkten, Anlagen oder Instrumenten in Anspruch nehmen. 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. **Neuseeland:** Diese Mitteilung wird von UBS Wealth Management Australia Ltd an Kunden von UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, verteilt. Sie erhalten diese UBS-Publikation, weil Sie gemäss Ihren Angaben gegenüber UBS als «Wholesale»-Anleger und / oder zugelassener Anleger («zertifizierter Kunde») in Neuseeland zertifiziert sind. Diese Publikation oder dieses Material ist nicht für Kunden bestimmt, die keine zertifizierten Kunden («nicht zertifizierte Kunden») sind. Falls Sie kein zertifizierter Kunde sind, sollten Sie keine Entscheidung auf Basis dieser Publikation oder dieses Materials treffen. Falls Sie trotz dieser Warnung Entscheidungen auf Grundlage dieser Publikation oder dieses Materials treffen, anerkennen Sie hiermit, (i) dass Sie sich möglicherweise nicht auf den Inhalt dieser Publikation oder dieses Materials verlassen können und dass die Empfehlungen oder Meinungen in dieser Publikation oder diesem Material nicht für Sie bestimmt sind, und (ii) dass Sie, soweit das Gesetz dies zulässt, (a) UBS und deren Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen (und deren Direktoren, Führungskräfte, Agenten und Berater (einzeln eine «relevante Person»)) schadlos halten für Verluste, Schäden, Verbindlichkeiten oder Forderungen, die in Zusammenhang mit dem unberechtigten Vertrauen auf diese Publikation oder dieses Material entstanden sind oder die Sie deshalb möglicherweise erleiden und (b) auf die Durchsetzung von Rechten oder auf Rechtsmittel gegenüber der relevanten Person für (oder in Bezug auf) Verluste, Schäden, Verbindlichkeiten oder Forderungen, die in Zusammenhang mit dem unberechtigten Vertrauen auf diese Publikation oder dieses Material entstanden sind oder die Sie deshalb möglicherweise erleiden, verzichten. **Niederlande:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Kaufangebot oder eine vergleichbare Anwerbung nach niederländischem Recht dar, kann jedoch zu Informationszwecken Kunden der UBS Bank (Netherlands) B.V. zur Verfügung gestellt werden. UBS Bank (Netherlands) B.V. ist eine lizenzierte Bank unter Aufsicht der niederländischen Nationalbank «De Nederlandsche Bank» (DNB) und der niederländischen Finanzmarktaufsicht «Autoriteit Financiële Markten» (AFM), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **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 Singapore, 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 «Banco de España» registrierte Bank, an Kunden der UBS Bank, S.A., verteilt. **Taiwan:** Dieses Material wird in Einklang mit den ROC-Gesetzen oder mit dem Einverständnis der Kunden oder auf deren Wunsch zugestellt. **Thailand:** Diese Unterlagen wurden Ihnen auf Ihre spezifische Anfrage hin zugestellt. Dieses Dokument wurde von der «Thai SEC» nicht bewilligt. Sie hat die Korrektheit oder Vollständigkeit dieses Dokuments zum Zeitpunkt der Ausgabe oder später nicht überprüft. Dieses Dokument wurde von der «Thai SEC» nicht eingehend untersucht. Investitionen in diese Wertpapiere bergen Risiken, welche die Anleger mit der gebotenen Sorgfalt und Umsicht berücksichtigen sollten. Die Anleger müssen die Anlagerisiken sorgfältig prüfen und sicherstellen, dass sie solche Risiken genau verstehen. Dies ist kein Angebot und kein Verkauf an eine Person in Thailand. **Türkei:** Die Informationen in diesem Dokument werden in keinem Fall zu Zwecken eines Angebots, des Marketings oder Verkaufs von Kapitalmarktinstrumenten und -dienstleistungen in der Republik Türkei zur Verfügung gestellt. Daher kann dieses Dokument in der Republik Türkei nicht als Angebot oder potenzielles Angebot an in der Republik Türkei ansässige Personen angesehen werden. UBS AG wurde nicht gemäss den Bestimmungen des Kapitalmarktgesetzes (Gesetz Nr. 2499) vom türkischen Capital Market Board (CMB) lizenziert. Daher darf weder dieses Dokument noch sonstiges Angebotsmaterial im Hinblick auf die Instrumente / Dienstleistungen in Verbindung mit der Erbringung von Kapitalmarktdienstleistungen für Personen in der Republik Türkei ohne die vorherige Genehmigung des CMB verwendet werden. Gemäss Artikel 15 (d) (ii) des Dekrets Nr. 32 gibt es jedoch keinerlei Einschränkung für den Kauf oder Verkauf der Instrumente durch in der Republik Türkei ansässige Personen. **UK:** Genehmigt von UBS AG, in der Schweiz beaufsichtigt und autorisiert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht. In Grossbritannien ist UBS AG autorisiert durch die «Prudential Regulation Authority» und unterliegt der Regulierung durch die «Financial Conduct Authority» und der beschränkten Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority». Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority» sind auf Anfrage erhältlich. Mitglied der «London Stock Exchange». Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS London in Grossbritannien verteilt. Produkte und Dienstleistungen, die ausserhalb Grossbritanniens angeboten werden, werden nicht von den britischen Regulierungen oder dem «Compensation Scheme» der «Financial Services Authority» erfasst. **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. **Vereinigte Arabische Emirate:** Diese Research-Publikation stellt in keiner Weise ein Angebot, einen Verkauf oder eine Lieferung von Aktien oder anderen Wertpapieren gemäss den Gesetzen der Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) dar. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Behörde der Vereinigten Arabischen Emirate einschliesslich der VAE-Zentralbank und der «Dubai Financial Services Authority», der «Emirates Securities and Commodities Authority», des «Dubai Financial Market», des «Abu Dhabi Securities Market» oder einer anderen Börse in den VAE genehmigt.

Stand 11/2014

© UBS 2015. Das Schlüsselssymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.



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

Allreal 1, 2, 3. Flughafen Zürich AG 1. Intershop Holding AG 1, 2, 3. Mobimo Holding 1, 3. PSP Swiss Property 1, 2, 3, 4, 5. Swiss Prime Site 1, 2, 3. Zug Estates 1. HIAG –.

- 1 UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften erwarten oder streben an, innerhalb der kommenden drei Monate von diesem Unternehmen/dieser Rechtseinheit eine Vergütung für Investmentbanking-Dienstleistungen zu erhalten.
- 2 UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften fungierten bei der Emission oder Platzierung von Wertpapieren dieses Unternehmens/dieser Rechtseinheit oder dessen/deren verbundener Unternehmen in den letzten zwölf Monaten als Manager/Co-Manager.
- 3 In den letzten zwölf Monaten haben UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften von diesem Unternehmen/dieser Rechtseinheit Vergütungen für Investmentbanking-Dienstleistungen erhalten.
- 4 Ein Mitarbeiter der UBS AG ist ein Manager, Vorstand oder Mitglied des Verwaltungsrats dieses Unternehmens.
- 5 UBS Fund Management (Switzerland) AG hält ein wirtschaftliches Eigentum von mehr als 3 Prozent des gesamten ausgegebenen Aktienkapitals dieses Unternehmens.

Per 6. Januar 2015

