

Real Estate Focus

Chief Investment Office WM
2016



Editorial

Liebe Leserin
Lieber Leser

Nominalzinsen können nicht negativ sein, so eine gesicherte Erkenntnis. Warum sollte jemand Geld verleihen und dafür Zinsen bezahlen? Doch der *Zero Bound*, die Null als Untergrenze für die Zinsen, ist zum Mythos geworden: Um Deflationsrisiken zu bekämpfen, haben manche Zentralbanken Europas die Nominalzinsen ins Negative gedrückt. Mittlerweile weisen gut ein Drittel aller Anleihen im Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index – sprich Verbindlichkeiten im Wert von mehr als 2000 Milliarden Euro – negative Renditen auf.

Die Grundidee der Negativzins-Politik ist jedoch alles andere als neu, sie wurde bereits vor über 100 Jahren beschrieben. Der Geldtheoretiker Silvio Gesell gilt als Vordenker negativer Zinsen beziehungsweise der «Besteuerung des Geldes». Er wollte die Menschen dazu animieren, ihr Geld schnell wieder auszugeben. Sein Fazit: Wenn Geld kontinuierlich an Wert verliert, wird Sparen unattraktiv und der Konsum steigt. Der amerikanische Ökonomeprofessor Miles Kimball geht gar einen Schritt weiter. Er sieht keine Grenze dafür, wie negativ die Zinsen werden können, solange der Bargeldhortung durch Bargeldbesteuerung entgegengewirkt wird.

Ende 2014 bewog der starke Franken auch die Schweizerische Nationalbank dazu, Negativzinsen einzuführen – der weitere Verlauf und Ausgang dieser unkonventionellen, jüngst entmystifizierten Geldpolitik sind noch ungewiss. Gewiss ist jedoch, dass damit der Anlagenotstand eine neue Dimension erreichte. Investoren stürzten sich zunehmend in Sachwerte, sodass die Bewertungen im Schweizer Immobilienmarkt rekordhohe Niveaus erklommen. Sollte der Zinsanstieg in den nächsten Jahren ausbleiben, dann gilt trotzdem: Wer Immobilieninvestitionen zu den heutigen hohen Preisen tätigt, wird rückblickend auf die richtige Karte gesetzt haben. Dabei geht der Investor aber eine riskante Wette ein. Tiefzinsen auf ewig sind garantiert ein Mythos.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.



Claudio Saputelli
Leiter Global Real Estate



Daniel Kalt
Chefökonom Schweiz

Inhalt

UBS Real Estate Focus 2016

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

Herausgeber

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

Chefredaktion

Elias Hafner

Redaktion

Viviane Vajda

Redaktionsschluss

7. Januar 2016

Korrektur

24translate GmbH, St. Gallen

Desktop Publishing

Margrit Oppliger
Werner Kuonen

Fotos

Mauro Mellone, Fotograf, Bern

Titelbild

Hotel Chetzeron Crans-Montana
Architekturbüro:
Actescollectifs Architectes

Druck

galledia ag, Flawil, Schweiz

Sprachen

Deutsch, Englisch, Französisch und
Italienisch

Kontakt

ubs-cio-wm@ubs.com

Bestellungen oder Abonnemente

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

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

SAP-Nr. 83518D-1601

6 Wohnen



- 6 **Eigenheime**
Kluft zwischen Wunsch
und Wirklichkeit
- 10 **Mehrfamilienhäuser**
Zinsrisiken reduzieren

Im Fokus

- 14 Innovation und
Digitalisierung
Revolutionen vor der Tür
- 19 50 Jahre
Stockwerkeigentum
Vom Nischendasein
zum Hoffnungsträger
- 22 Gemeinnütziger Wohnbau
Wenig gemeinnützige
Subventionierung

26 Geschäft



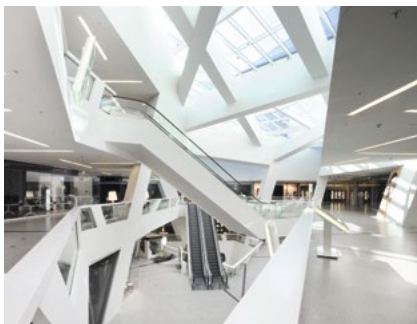
- 26 **Büroflächen**
Überkaufte Toplagen
- 30 **Verkaufsflächen**
Kaum Besserung in Sicht

Im Fokus

- 34 Logistik
Konkurrenz im Ausland
- 37 Self-Storage
Aufholpotenzial für
die Schweiz

40

Börse



- 40 Immobilienfonds
Risiken überwiegen
- 43 Immobilienaktien
Anlegerfokus auf
Dividendensicherheit

Im Fokus

- 46 Finanzielle Hebelwirkung
Zeit, den Hebel zu
reduzieren

48

Global



- 48 UBS Global Real Estate
Bubble Index
Mehrheit der Weltstädte
überbewertet

52

Strategie



- 52 Investitionsvehikel
und -strategien
Erhöhte Vorsicht zum Ende
des Zyklus

-
- 59 Überblick und Prognosen

Kluft zwischen Wunsch und Wirklichkeit

Matthias Holzhey und Maciej Skoczek

Gemessen an den Nutzungskosten sind Eigenheime in der Schweiz seit Mitte 2014 im Durchschnitt günstiger als Mietwohnungen. Dennoch ist Wohneigentum angesichts stagnierender Einkommen für immer mehr Haushalte nicht finanzierbar. Im laufenden Jahr erwarten wir zum ersten Mal seit 1999 sinkende Preise.

Die Preise für Wohneigentum liegen heute teuerungsbereinigt auf dem gleichen Niveau wie am Höhepunkt der letzten Immobilienblase Anfang der 1990er Jahre. Der *UBS Swiss Real Estate Bubble Index*, der die Ungleichgewichte im Eigenheimmarkt misst, legte letztes Jahr nochmals zu und setzte sich in der Risikozone fest. Doch nach 16 Jahren teilweise stark steigender Eigenheimpreise scheinen die Kreditrestriktionen auf breiter Front zu greifen. Im vergangenen Jahr stiegen die Angebotspreise bei Eigentumswohnungen nominal nur noch um 1,5 Prozent und bei Einfamilienhäusern um 2 Prozent. Angesichts zunehmender Leerstände und stagnierender Einkommen besteht für das laufende Jahr noch weniger Spielraum für Preisanstiege. Die durchschnittlichen Angebotspreise für Einfamilienhäuser dürften damit im Jahresverlauf stagnieren, bei Eigentumswohnungen rechnen wir sogar mit einem Preisrückgang von 1 Prozent.

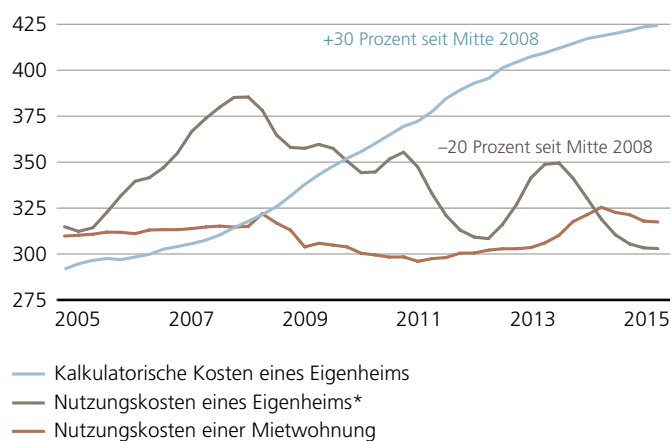
Kreditvergabe als Flaschenhals

Seit 2008 machten fallende Hypothekarzinsen den Erwerb der eigenen vier Wände massiv attraktiver. Die jährlichen Nutzungskosten bei Schweizer Eigenheimen sanken seither durchschnittlich um 20 Prozent, trotz eines Preisanstiegs von 30 Prozent. Seit Mitte 2014 sind die laufenden Kosten eines Eigenheims – erstmals seit 15 Jahren – wieder tiefer als die Mietkosten eines vergleichbaren Objekts. Aktuell beträgt die Einsparung durchschnittlich rund

5 Prozent. Auf dem letzten Zinshöhepunkt 2008 lagen die jährlichen Nutzungskosten von Eigenheimen noch rund 20 Prozent über den Mietpreisen von vergleichbaren Wohnungen. Entsprechend hat sich der Kreis der Haushalte, die Wohneigentum erwerben wollen, in den letzten Jahren erheblich erweitert.

Niedrige Nutzungskosten bei Eigenheimen

Nominale Kosten eines Eigenheims und einer vergleichbaren Mietwohnung bei Neubauten im gehobenen Segment, geglättet in Franken pro m² und Jahr



* Hypothekarzinszahlungen einer langfristigen Hypothek, Rückstellungen für Unterhalt und Kosten der Eigenmietwertbesteuerung

Quellen: Wüest & Partner, UBS



Wohnüberbauung «come west» Bern

« Nach 16 Jahren teilweise stark steigender Eigenheimpreise scheinen die Kreditrestriktionen auf breiter Front zu greifen.»

Es wird aber immer schwieriger, den für die Verwirklichung des Eigenheimtraums nötigen Kredit zu erhalten. Denn die seit 1994 gültigen Tragbarkeitsrichtlinien der Banken schränken die Kreditvergabe ein. Dabei dürfen die kalkulatorischen Kosten eines Objekts (kalkulatorischer Zinssatz von 4 bis 5 Prozent plus Nebenkosten und Amortisationsleistungen) einen Drittel des Bruttojahreseinkommens nicht übersteigen. 2008 hätte die Hälfte der Schweizer Haushalte die Einkommensbedingungen erfüllt, um für eine 120 Quadratmeter grosse Neubauwohnung eine Finanzierung von 80 Prozent des Kaufpreises zu erhalten. Heute ist es bloss noch ein Viertel der Haushalte, da die Einkommen im Vergleich zu den Eigenheimpreisen seit 2008 kaum zugelegt haben. Zur Finanzierung des genannten Eigenheims wird aktuell ein Bruttojahreseinkommen von rund 150 000 Franken vorausgesetzt. Berücksichtigt man die mit den Selbstregulierungsmassnahmen zusätzlich eingeführten Hürden wie den Einschluss von

harten Eigenmitteln (im obigen Beispiel rund 100 000 Franken) sowie die Amortisationspflicht, verkleinert sich der Kreis potenzieller Käufer weiter. Das Wohnen in den eigenen vier Wänden lässt sich also immer schwieriger in die Tat umsetzen.

Kredithürden verhindern Blase

Liegen die Nutzungskosten von Eigenheimen wie aktuell in der Schweiz tiefer als die Mieten, so sind steigende Preise die erklärbare Folge von rationalen Kaufentscheiden und nicht das Zeichen eines irrationalen Überschwangs. Dies war eines der Argumente, mit denen 2005 die Häusermärkte in den US-amerikanischen Grossstädten für gesund erklärt wurden – ein Jahr danach setzte ein Preistrückgang von teilweise über 40 Prozent ein. Im Nachhinein ist klar: Die Kombination aus verlockend tiefen Nutzungskosten und unbegrenzter Verfügbarkeit von Krediten hatte die Blase in den USA aufgebläht.

Um das Entstehen einer solchen Kreditblase zu verhindern, verwenden die hiesigen Banken Tragbarkeitsrichtlinien bei der Hypothekengabe. Im aktuellen Tiefzinsumfeld erscheint der kalkulatorische Zinssatz von 5 Prozent zwar extrem hoch. Doch die Regelung limitiert die maximale Verschuldung eines Haushalts auf fünf bis sechs Jahreseinkommen – eine Grössenordnung, die viele Haushalte nie abzahlen könnten. Ohne diese Tragbarkeitsrichtlinien wären hierzulande die Verschuldung sowie die Eigenheimpreise vermutlich weit höher und die Gefahr einer Immobilienblase entsprechend grösser.

Konsequenzen im Eigenheimmarkt

Traumhaus wird kleiner und verschiebt sich in die Peripherie

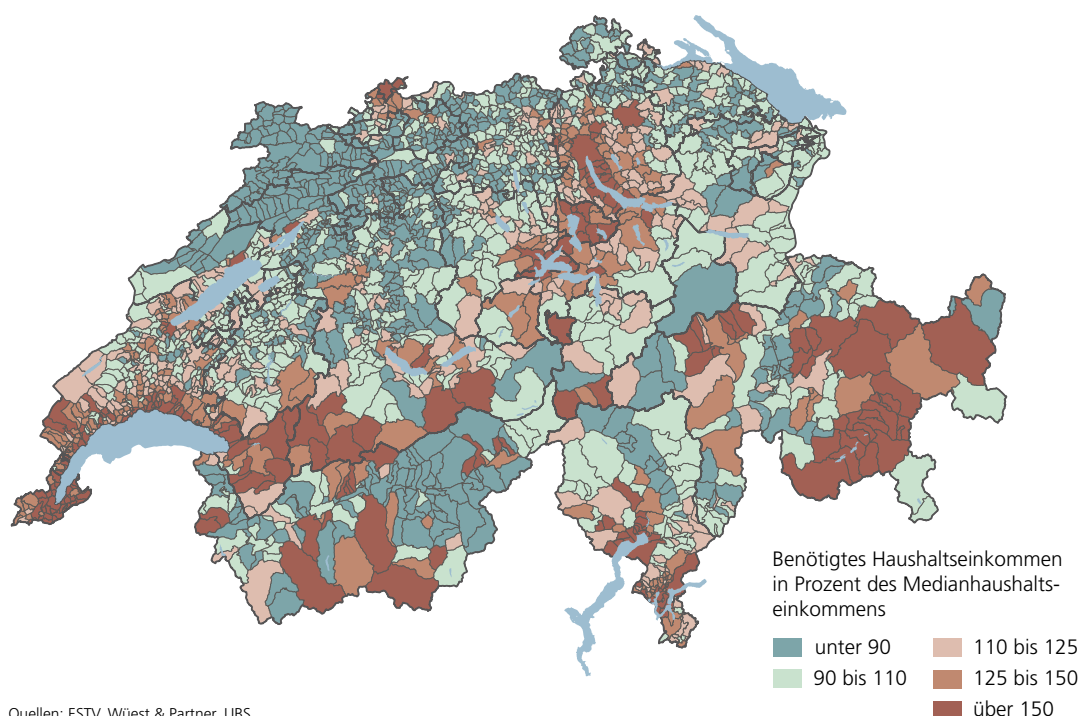
Da die Tragbarkeit von Wohneigentum gesunken ist, aber gleichzeitig die Finanzierungsbedingungen deutlich attraktiver geworden sind,

überdenken viele Haushalte ihren Flächenanspruch. So erreichte die durchschnittliche Wohnungsgrösse bei Neubauwohnungen vor 2008 ihren Höhepunkt und beendete damit einen seit den 1960er Jahren andauernden Aufwärtstrend. Mittlerweile liegen die Wohnungsgrössen bereits mehr als 10 Prozent unter den Spitzenwerten, mit weiter sinkender Tendenz.

Zudem verlagert der Durchschnittshaushalt seine Nachfrage zunehmend von den Hochpreisregionen an Orte mit erschwinglichen Objekten. So stiegen im letzten Jahr die Preise für Wohneigentum am stärksten in der Ostschweiz und dem Deutschschweizer Mittelland. Während beispielsweise ein Eigenheim von 120 Quadratmetern im Neubaustandard im Kanton Zürich nur noch für rund 25 Prozent aller Zürcher Haushalte tragbar ist, liegt ein ähnliches Objekt im Kanton Thurgau in der Reichweite von 65 Prozent der Zürcher Haushalte.

Im Mittelland sind Eigenheime tragbar

Benötigtes Haushaltseinkommen zur Erfüllung von Tragbarkeitsnormen für eine 150 m² grosse Eigentumswohnung im mittleren Segment im Vergleich zum Medianhaushaltseinkommen pro Gemeinde



Quellen: ESTV, Wüest & Partner, UBS

Hochpreissegment unter Druck

Als weitere Auswirkung der relativ hohen Kredit-
hürden geraten die Preise im Hochpreissegment
unter Druck. Seit 2008 verdreifachte sich in der
Schweiz das Angebot an Wohnungen mit Quad-
ratmeterpreisen über 10 000 Franken, während
die Nachfrage mehrheitlich stagnierte. Im Kanton
Genf beispielsweise kostete letztes Jahr mehr
als die Hälfte aller zum Kauf ausgeschriebenen
Objekte über 10 000 Franken pro Quadratmeter.
Doch nur gerade ein Viertel der Genfer Haus-
halte kann sich ein Eigenheim von 120 Quadrat-
metern in diesem Preissegment leisten. Bei
einem derartigen Ungleichgewicht kann jede
Verschärfung der Kreditvergabevorschriften die
Preise schnell ins Rutschen bringen; am Genfer-
see sind seit nunmehr drei Jahren sinkende An-
gebotspreise zu beobachten. Ähnliche Entwick-
lungen zeichnen sich auch an vielen Spitzen-
lagen der Deutschschweiz ab. Letztes Jahr
sanken die Preise in vielen der teuersten Ge-
meinden am Zürich- und Zugersee denn auch
spürbar.

Aufholjagd bei (noch) preisgünstigen Städten

Die Angebotspreise für Eigentumswohnungen
stiegen im vergangenen Jahr in den Städten
mehrheitlich stärker an als im Schweizer Mittel.
In einzelnen Städten wie Aarau oder Fribourg
lagen die Preissteigerungen sogar im zweistelli-
gen Bereich. Die Stadt Basel, wo die Preise um
hohe 7,5 Prozent kletterten, profitierte von einer
guten wirtschaftlichen Entwicklung und einem
relativ tiefen Preisniveau im Vergleich zu den
anderen grossen Wirtschaftszentren. Auch in
Bern und den meisten mittelgrossen Zentren
im Mittelland verteuerten sich die Eigentums-
wohnungen immerhin durchschnittlich um
2 bis 3 Prozent. Aufgrund der gesunkenen
Nutzungskosten ist in diesen Städten Kaufen
teils deutlich günstiger als Mieten.

Umgekehrt sind die Nutzungskosten eines Ei-
genheims in Zürich, Lausanne und Genf gleich
hoch oder höher als die Mietkosten einer ver-
gleichbaren Wohnung. Aus reiner Kostenoptik
wäre ein Anstieg der Angebotspreise nicht die
Folge rationaler Kaufentscheide, sondern ein
Zeichen von erwarteten längerfristigen Wert-
steigerungen. Doch dieser Optimismus ist in
den vergangenen drei Jahren verflogen, sodass
2015 das Preisniveau in den Städten Zürich und

Lausanne stagnierte und in Genf um 4 Prozent
sank. Seit dem Höhepunkt im ersten Quartal
2013 fielen die Preise in der Stadt Genf um mehr
als 15 Prozent. Bleiben die Mieten in der Rhone-
stadt auf dem jetzigen Niveau, so dürfte Kaufen
bei der aktuellen Dynamik bald wieder attrakti-
ver werden als Mieten, was den Preisrückgang
beenden könnte.

Einzig die Zentren im Tessin tanzen aus der
Reihe. Trotz relativ hohen Nutzungskosten
respektive günstigen Mieten stiegen die Preise
für Eigentumswohnungen sowohl in Lugano als
auch in Locarno 2015 noch um 4 bis 5 Prozent
im Vergleich zum Vorjahr.

Durchgezogene Fundamentaldaten

Wir erwarten im laufenden Jahr mit einem Wachs-
tum des Bruttoinlandprodukts von 1,4 Prozent eine
schleppende Entwicklung der Schweizer Wirt-
schaft. Die Wirtschaftsleistung pro Kopf dürfte
leicht positiv ausfallen. Exportorientierte Firmen
leiden weiterhin unter der Frankenstärke und das
Investitionsklima bleibt gedämpft. Die Arbeits-
losenquote dürfte in der Folge leicht auf 3,5 Pro-
zent ansteigen und das abgeschwächte Beschäfti-
gungswachstum die Bevölkerungszunahme leicht
bremsen. Im laufenden Jahr rechnen wir mit einem
Bevölkerungswachstum von etwa 1,0 Prozent, ver-
glichen mit 1,3 Prozent 2013. Der für 2016 erwar-
tete Zuwachs von rund 85 000 Personen liegt den-
noch im Durchschnitt der letzten zehn Jahre.

Die Bautätigkeit hat zwar den Zenit überschritten,
doch der Wohnungsreinzugang dürfte sich in die-
sem Jahr auf einem hohen Niveau von 1,1 Prozent
des Wohnungsbestands einpendeln. Angesichts
der abnehmenden Flächennachfrage ist erneut ein
leichter Anstieg der Leerstandsquote zu erwarten.

Die Konsumentenpreise dürften im laufenden Jahr
um 0,4 Prozent fallen und wir erwarten 2016 keine
wesentliche Veränderung des Zinsumfelds. Somit
werden die Hypothekarzinsen und folglich die Nut-
zungskosten von Eigenheimen weiterhin äusserst
tief bleiben.

Zinsrisiken reduzieren

Elias Hafner und Matthias Holzhey

Mehrfamilienhäuser gehören zu den wenigen verbleibenden Anlagen mit relativ sicheren positiven Zahlungsströmen. Aus Gesamtrenditesicht sind Wohnrenditeliegenschaften an Toplagen einer Cash-Anlage nur überlegen, falls das Tiefzinsumfeld noch mindestens 15 Jahre anhält. Die erweiterte Agglomeration bietet ein deutlich geringeres Zinsrisiko bei akzeptablem Leerstandsrisiko.

Das Umfeld negativer Renditen auf Eidgenossen mit Laufzeiten bis 2027 zwingt insbesondere institutionelle Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen zu Ersatzanlagen mit positiven Zahlungsströmen. Gerade Wohnrenditeliegenschaften drängen sich aufgrund stabiler Mieteinnahmen als Alternative auf. Unter diesem starken Anlagedruck sind im vergangenen Jahr die Nettoanfangsrenditen für erstklassige Mehrfamilienhäuser in Schweizer Grossstädten weiter auf aktuell unter 3 Prozent gesunken, verglichen mit fast 5 Prozent 1998. Dies entspricht einem Anstieg der Liegenschaftswerte von 80 Prozent.

Hohe Zinsrisiken in Grossstädten

Rund 90 Prozent der seit 1998 gesunkenen Spitzenanfangsrendite lässt sich durch die gleichzeitige Abwärtsbewegung der langfristigen Zinsen erklären. Überträgt man den Zusammenhang zwischen Zinsen und Mehrfamilienhausrenditen in die Zukunft, sind je nach Zinsszenario folgende Renditen zu erwarten.

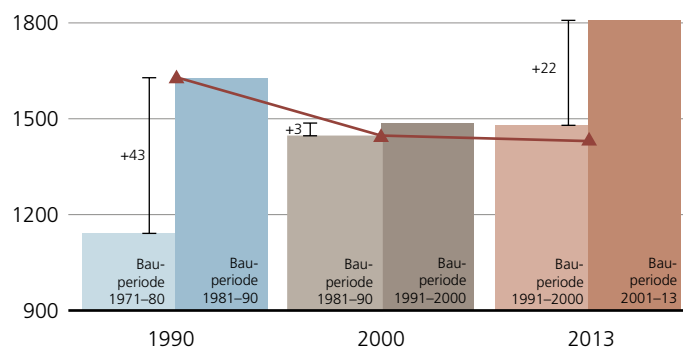
Immobilien als Renditestar im Tiefzinsumfeld...

Bleibt das Tiefzinsumfeld bis im Jahr 2030 Realität, sprich pendeln sich die Langfristzinsen und die Inflation bei null ein, so resultiert gemäss unserer Modellrechnung an innerstädtischen Lagen (Durchschnitt Basel, Bern, Genf, Lausanne und Zürich) eine Gesamtrendite von rund 35 Prozent über die kommenden 15 Jahre.

Ohne wesentliche Zinsbewegungen dürften die Spitzenanfangsrenditen konstant bleiben, so dass die laufenden Mieteinnahmen (abzüglich pro rata temporis Instandsetzungskosten) fast gänzlich für die hohe Gesamtrendite verantwortlich wären. Bei einer lang andauernden

Hohe Neubauprämie limitiert Mietanpassungspotenzial

Reale Mieten nach Bauperiode in Franken pro Monat und Neubauprämie* in Prozent



▲ Mietpreisentwicklung von Objekten mit Baujahr 1981-1990
 I Neubauprämie

* Die Neubauprämie ist die Differenz zwischen dem Mietpreisniveau der in einem Jahrzehnt erbauten Wohnungen und dem Mietpreisniveau der im vorangehenden Jahrzehnt erbauten Wohnungen. Die Neubauprämie von 22% im Jahr 2013 beschreibt die Mietpreisdifferenz zwischen Wohnungen mit Baujahr 2001 bis 2013 und mit Baujahr 1991 bis 2000.

Quellen: BFS, UBS

Tiefzinsphase werden Mehrfamilienhäuser zu den attraktivsten Anlagen gehören, und die Investition wird sich trotz der historisch tiefen Anfangsrenditen auszahlen.

...aber Performancebremse bei Zinsanstieg

Bei einem moderaten Zinsanstieg (Annahme: Anstieg der Renditen für zehnjährige Eidgenossen auf 2 Prozent und der Inflation auf 1 Prozent bis 2020, danach ohne Veränderungen bis 2030) würden die Spitzenanfangsrenditen schon ab 2017 schätzungsweise auf fast 4 Prozent zulegen, was zu Wertebussen von 30 Prozent führen würde. Ein Teil der Wertminderung dürfte aber durch Mieterhöhungen aufgrund gestiegener Referenzzinssätze und aufgelaufener Inflation kompensiert werden. Die Nominalmieten würden demnach bis 2030 um rund 30 Prozent klettern. Unter dem Strich würden Mehrfamilienhausinvestitionen in Schweizer Grossstädten damit für die nächsten 15 Jahre nominal eine Gesamtrendite von rund 5 Prozent abwerfen; teuerungsbereinigt wäre die Gesamtrendite aber negativ. In diesem Szenario dürften andere Anlageklassen deutlich besser abschneiden.

Beschränktes Mietsteigerungspotenzial

Es stellt sich jedoch die Frage, ob sich die Mieten bei steigenden Zinsen tatsächlich anheben lassen. Die Mietpreise dürften aus folgenden drei Gründen zumindest mittelfristig nur beschränkt Raum nach oben haben.

Erstens wurden in den letzten Jahren trotz fallenden Zinsen die Mieten nur zögerlich gesenkt, was einer Anhebung der Mieten bei einem Zinsanstieg im Weg stehen wird. Der Referenzzinssatz ist von 3,5 Prozent im Jahr 2008 auf ein Rekordtief von 1,75 Prozent gesunken und könnte gar auf 1,5 Prozent fallen. Doch ein Grossteil der Mietverträge dürfte nach wie vor auf einem Referenzzinssatz von 2,5 Prozent und mehr beruhen, sodass für diese Mietverhältnisse auch bei steigenden Zinsen nur beschränktes Mietsteigerungspotenzial besteht.

Zweitens beschränkt das wachsende Angebot an Mietwohnungen das Mietsteigerungspotenzial. Zwar betrug 2015 die Leerstandsquote bei Mietwohnungen gesamtschweizerisch nach wie vor moderate 1,8 Prozent und in den erweiterten Agglomerationen insgesamt rund 2,5 Prozent. Doch die Zahl der leerstehenden Mietwohnungen hat

sich in den letzten Jahren merklich erhöht und dürfte auch dieses Jahr weiter ansteigen. Folglich wird die Luft für höhere Mieten dünner.

Drittens erzielen Neubauwohnungen aktuell relativ stolze Neubauprämien auf dem Mietwohnungsmarkt. Der Mietpreis einer zwischen 2001 und 2013 erbauten Wohnung ist derzeit rund 20 Prozent höher als die Miete einer in den 1990er Jahren erbauten Wohnung. Solche Aufschläge sind ein schlechtes Omen für die künftige Mietzinsentwicklung der Neubauwohnungen. Denn auf dem Höhepunkt des letzten Immobilienbooms 1990 war die durchschnittliche Neubaupremie einer in den 1980er Jahren erbauten Wohnung gegenüber einer im vorangehenden Jahrzehnt erbauten mit 40 Prozent ebenfalls stattlich. Von 1990 bis 2013 verzeichneten die Mieten dieser Wohnungen teuerungsbereinigt ein Minus von 13 Prozent.

Lassen sich die Mieten in einem Umfeld steigender Zinsen nicht anheben, so erscheint auch in einem langfristigen Tiefzinsumfeld die Annahme quasi stabiler Mietpreise optimistisch. Anhaltend tiefe Zinsen dürften Hand in Hand mit einer wirtschaftlichen Stagnation gehen. So sind beispielsweise in Japan in den vergangenen 15 Jahren mit wirtschaftlicher Stagnation die Mieten an innenstädtischen Lagen sogar um 10 bis 20 Prozent gesunken.

Erweiterte Agglomeration bevorzugt

Generell gilt: Je tiefer die Renditen, desto höher die Zinssensitivität, sprich eine Zinsveränderung bewirkt eine stärkere Wertänderung. Bei steigenden Zinsen korrigieren Immobilien an peripheren Lagen daher weniger stark als Objekte an Toplagen.

Bei Transaktionen von Top-Liegenschaften in Zürich betragen die Anfangsrenditen aktuell gut 2 Prozent, was bei einem Anstieg der Zinsen auf 2 Prozent zu Wertebussen von über 35 Prozent führen würde. Investitionen ausserhalb der Grosszentren bieten dagegen eine höhere Mietrendite und somit ein deutlich tieferes Zinsänderungsrisiko. Bei einer geschätzten Anfangsrendite von 3,5 Prozent würde der Bewertungsrückgang bei einem Anstieg der Zinsen auf 2 Prozent nur rund 20 Prozent betragen und liesse sich dank der höheren Mietrendite auch schneller wieder wettmachen.

Die höhere Mietrendite ausserhalb von Grosszentren wird mit einer geringeren Marktliquidität und einem höheren Leerstandsrisiko erkaufte. In der aktuellen Bewertungsdifferenz zwischen Grossstädten und der erweiterten Agglomeration ist ein Mietausfallrisiko von deutlich über 10 Prozent eingepreist, gegenüber Toplagen in Zürich gar von über 15 Prozent. Somit sind Mehrfamilienhausinvestitionen ausserhalb der Grosszentren mit einem grossen Puffer ausgestattet.

Negativzinsen unter Umständen die bessere Anlage

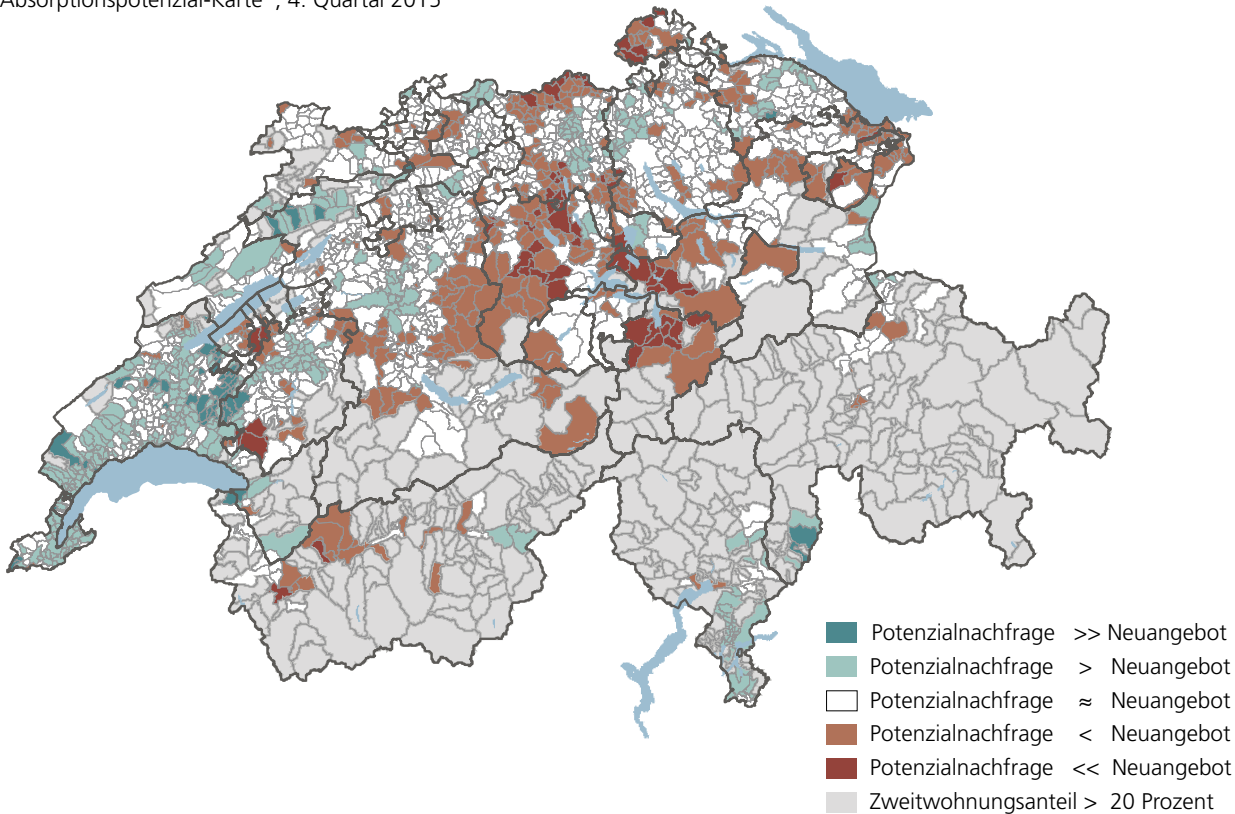
Aufgrund der aktuell hohen Zinssensitivität hängt der Erfolg einer Mehrfamilienhausinvestition mehr als je zuvor von der langfristigen Entwicklung der

Zinsen ab. Diese ist so gut wie nicht prognostizierbar (siehe Seite 13). Immobilieninvestoren müssen daher bei ihren Anlageentscheiden verschiedene Zinsszenarien berücksichtigen. Angesichts der hohen Wertkorrekturen bei einem moderaten Zinsanstieg scheint es aktuell sinnvoll Zinsrisiken zu reduzieren und somit Wohnrenditeliegenschaften in der erweiterten Agglomeration – trotz höherem Mietausfallrisiko – jenen in Zentrumslagen vorzuziehen.

Für institutionelle Anleger zählen primär die Höhe und Sicherheit der Zahlungsströme zur Erreichung der gesetzlich vorgeschriebenen Mindestverzinsung. Dadurch tätigen sie auch Investitionen zu Preisen, die bei einer reinen

Steigende Leerstandsrisiken in der Zentralschweiz

Absorptionspotenzial-Karte*, 4. Quartal 2015



* Die Absorptionspotenzial-Karte vergleicht das Wachstum des Wohnungsbestands (Angebot) mit dem Bevölkerungswachstum (Potenzialnachfrage) und gibt Aufschluss darüber, ob regional zu viel oder zu wenig gebaut wird. Die Angebotsausweitung wird aufgrund der Baugesuche und -bewilligungen der letzten sechs bis acht Quartale ermittelt. Das Potenzialwachstum wird aufgrund des Bevölkerungswachstums der vergangenen zwei Jahre geschätzt und unterstellt somit eine Fortschreibung der Entwicklung. Neben der Bautätigkeit und dem Bevölkerungswachstum der jeweiligen Gemeinden werden ebenfalls Gemeinden innerhalb von 15 Minuten Fahrzeit berücksichtigt, wobei die näher gelegenen Gemeinden stärker gewichtet werden.

Quellen: BFS, Docu Media, UBS

Gesamtrenditebetrachtung nicht genügend für die eingegangenen Risiken entschädigen.

Für Anleger, die keiner derartigen rechtlichen Verpflichtung unterliegen, ist aktuell ein zusätzliches Engagement in Wohnrenditeliegenschaften riskant und auch ein Verkauf zu den momentan hohen Preisen prüfenswert. Wer in den nächsten zehn Jahren einen Anstieg der Zinsen auf

2 Prozent erwartet, sollte mit Mehrfamilienhausinvestitionen zuwarten und – falls nicht vermeidbar – sogar Negativzinsen von aktuell –0,75 Prozent in Kauf nehmen. Gegenüber einer Investition an Toplagen in Zürich dürfte diese Strategie nur dann schlechter abschneiden, falls der Zinsanstieg nach 2032 eintritt.

Zinsen auf ewig tief?

In den letzten Jahrzehnten sind die Nominalzinsen (Summe aus Realzinsen und Inflationsprämien) weltweit stark gesunken. Seit Mitte der 1980er Jahre tendieren die Inflationsraten weltweit nach unten. Zudem wurde die Geldpolitik in vielen Ländern auf das Erreichen eines expliziten Inflationsziels ausgerichtet, sodass sowohl die langfristigen Inflationserwartungen als auch die Angst vor überraschend auftretenden Inflationsschocks zurückgingen. Folglich akzeptierten Anleiheinvestoren deutlich tiefere Laufzeitprämien¹.

Auch die zweite Komponente der Nominalzinsen fiel über die vergangenen Jahrzehnte. Mögliche Gründe für den Abwärtstrend der Realzinsen sind eine gesunkene Produktivität des Kapitals sowie die demografische Entwicklung. In den letzten zwanzig Jahren häuften einige Schwellenländer und ölproduzierende Staaten grosse Ersparnisse an. Zudem nahm seit den 1980er Jahren in fast allen grossen Volkswirtschaften der Anteil der Bevölkerung im Alter zwischen 40 und 65 Jahren – dem Lebensabschnitt, in dem typischerweise Kapital aufgebaut wird – überdurchschnittlich stark zu. Das wachsende Kapitalangebot stiess jedoch auf ein strukturell sinkendes Wirtschaftswachstum in den Industrieländern, so dass die erwartete Produktivität des eingesetzten Kapitals – der Realzins – fiel. Die Folgen dieser langfristigen Trends wurden durch die ultraexpansive Geldpolitik der Zentralbanken seit der Finanzkrise verstärkt. So erhöhte die weltweite Geldschwemme den Druck auf die Realzinsen zusätzlich.

Langfristige Zinsentwicklung nicht prognostizierbar

Die aktuell tiefen Zinsen könnten noch lange Realität sein, insbesondere wenn folgendes Szenario eintritt: Das Wirtschaftswachstum in den Industriestaaten pendelt sich (aufgrund von ausbleibendem Produktivitätswachstum oder schrumpfender

Bevölkerung) auf einem tiefen Niveau ein, die stetig wachsenden Staatsschulden werden mittels finanzieller Repression oder Notenpresse zurückbezahlt und die Sparquoten bleiben wegen wachsender Unsicherheit hoch.

Gegen langfristig tiefe Zinsen spricht hingegen, dass sich die globale Ersparnisschwemme mit der Zeit wieder abschwächen wird, da einige Schwellenländer mit fortschreitender Entwicklung ihre Handelsbilanzüberschüsse und Währungsreserven reduzieren dürften. Zudem ist absehbar, dass in den Industrieländern die Sparquoten in den kommenden Jahrzehnten mit der alternden Bevölkerung sinken werden. Verbessern sich die globalen Konjunkturaussichten weiter, wird auch die Nachfrage nach sicheren Anlagen wieder abnehmen. Die Zentralbanken werden dann ihre Geldpolitik wieder graduell normalisieren.

Zentralbanken bestimmen die nächsten Jahre

Für die nächsten Monate erwarten wir, dass die Schweizer-Franken-Zinsen aufgrund steigender Laufzeitprämien wieder marginal Boden gutmachen werden. Allerdings dürfte die Schweizerische Nationalbank angesichts des gegenüber dem Euro nach wie vor hoch bewerteten Frankens an den Negativzinsen von –0,75 Prozent festhalten. Erst nachdem die Europäische Zentralbank ihr jüngst bis Ende März 2017 verlängertes Anleihekaufprogramm beendet haben wird, besteht hierzulande wieder Spielraum für eine mögliche Zinserhöhung. Somit erwarten wir in der Schweiz frühestens 2017 einen ersten Zinsschritt. Bis dahin dürfte das Aufwärtspotenzial der Langfristzinsen beschränkt sein.

¹ Die Laufzeitprämie bestimmt den Renditeunterschied zwischen langfristigen und kurzfristigen Staatsanleihen. Die Prämie entschädigt den Anleger für die langfristige Bereitstellung von Kapital zu einem festen Zinssatz.

Revolutionen vor der Tür

Elias Hafner, Claudio Saputelli und Maciej Skoczek

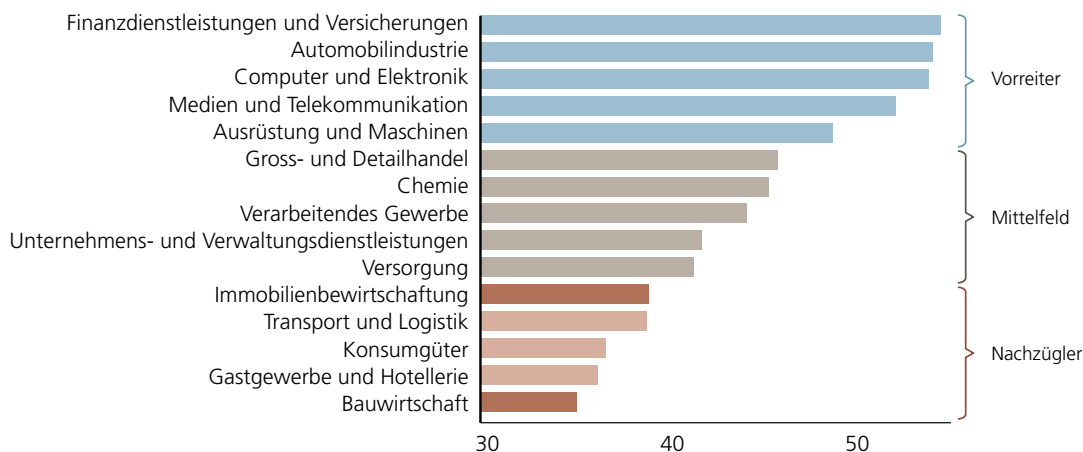
Innovation und Digitalisierung haben im Immobiliensektor in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Häuser aus dem 3D-Drucker, energieautarke Gebäude oder virtuelle Vermarktung sind nur einige Beispiele. Bahnbrechende Veränderungen in der Baubranche scheinen in den nächsten zehn Jahren zum Greifen nah.

Die Immobilienbranche hat sich in der Vergangenheit oft als resistent gegenüber Veränderungen erwiesen und neue Technologien nur langsam übernommen. So zeichnet sich die Bauwirtschaft gemäss dem industry digitization index 2012 von PricewaterhouseCoopers durch den tiefsten Digitalisierungsgrad aller 15 untersuchten Branchen aus. Die Immobilienbewirtschaftung gehört auf dem elften Rang ebenfalls zu

den digitalen Nachzüglern. In den letzten Jahren ist jedoch Schwung in den Innovations- und Digitalisierungsprozess gekommen. Zwar bleibt offen, welche Technologien sich wie schnell als Branchenstandards durchsetzen und welche im Entwicklungsstadium versanden werden. Sicher ist aber das hohe Revolutionspotenzial, das aktuell in der Immobilienbranche besteht.

Bauwirtschaft kaum digitalisiert

Industry digitization index 2012



Quellen: PwC, UBS

Standortanalyse mit Computersimulation

Die Standortwahl gehört in der Immobilienbranche zu den schwierigsten und zugleich wichtigsten Aufgaben. Ein guter Standort legt den Grundstein für den künftigen Erfolg einer Immobilieninvestition. Es gilt, die einzelnen Standortfaktoren sorgfältig zu prüfen und abzuwägen, um so deren Risiken und Chancen rechtzeitig zu erkennen. Dank extrem gesteigerter Rechenleistungen gewinnen computergestützte Standortsimulationen zunehmend an Bedeutung.

« Mit dem 3D-Druck können gegenüber dem herkömmlichen Hausbau schätzungsweise rund 60 Prozent Material, 70 Prozent Zeit und 80 Prozent Arbeitskraft eingespart werden. »

Dabei werden Daten zu allen relevanten Entscheidungs- und Umweltvariablen (wie Einzugsgebiete, Marktpotenzial, Verhaltensweisen, Haushaltsdaten usw.) ins Simulationssystem aufgenommen, was dann Rückschlüsse auf den Erfolg der Investition erlaubt. Durch die Veränderung von Datensätzen können die sich ergebenden Auswirkungen mit hohem Detaillierungsgrad simuliert und mit einfach bedienbaren Web-Applikationen visualisiert werden. So ist es dank einer frühzeitigen Analyse möglich, Misserfolge bereits in der Planungsphase zu verhindern.

Gebäudedatenmodellierung in 3D

Wurde ein geeigneter Investitionsstandort gefunden, folgt die Gebäudeplanung. Beim Building Information Modeling (BIM, Gebäudedatenmodellierung mit Hilfe von Software) speisen Architekten und Bauunternehmen ihre Planungsinformationen direkt in digitale 3D-Modelle ein. Die Gebäudedaten werden dann permanent miteinander vernetzt und abgeglichen. Ändert der Architekt in seinem Modell den Entwurf, werden automatisch alle relevanten Parameter angepasst und bei den Modellen der betroffenen Fachplaner aktualisiert. Mit BIM kann so die Planung jederzeit und schnell an die Wünsche und Bedürfnisse der Kunden angepasst werden. Die permanente optische Kontrolle zeigt zudem Fehler bereits in der Planung auf, die heute grösstenteils erst auf der Baustelle zutage treten. Dies erhöht die Planungssicherheit und verbessert schliesslich auch die Qualitätssicherung.

Doch BIM wird nicht nur bei der Planung angewandt, sondern auch bei der Bauausführung und Bewirtschaftung. Damit reicht es über die Möglichkeiten konventioneller CAD (computer aided design)-Planung hinaus. Doch für die Bauherrschaft ist es derzeit noch schwierig, geeignete Planerteams zu finden, die mit BIM vertraut sind. Während sich BIM in den USA, Grossbritannien und Skandinavien bereits weitgehend durchgesetzt hat, hinkt der deutschsprachige Raum hinterher. Immerhin wird ab 2018 in der Schweiz bei öffentlichen Ausschreibungen BIM-Kompatibilität gefordert.

3D-Druck von Gebäuden

Die BIM-Informationsdatenbank stellt die perfekte Grundlage für den nächsten revolutionären Schritt in der Bauindustrie dar, den 3D-Druck. Auf der Grundlage des BIM-Computermodells lassen sich bereits heute zur Visualisierung einer Immobilie schnelle und preiswerte Prototypen erstellen. Doch der 3D-Druck macht nicht Halt bei der Anfertigung von Miniaturmodellen. Laut Medienberichten werden zurzeit die grössten 3D-Drucker in China eingesetzt, wo bereits Decken- und Wandelemente von fünfstöckigen Häusern und grossen Villen gedruckt werden. Schon vor einem Jahr wurden in China innerhalb von 24 Stunden zehn stabile Wohngebäude in der Grösse eines Gartenhäuschens für je unter 5000 US-Dollar gedruckt. Als Druck-

material wurde flüssiger Beton verwendet, der mehrheitlich aus recyceltem Baumaterial hergestellt worden war.

Es wird geschätzt, dass mit dem 3D-Druckverfahren gegenüber dem herkömmlichen Hausbau rund 60 Prozent Material, 70 Prozent Zeit und 80 Prozent Arbeitskraft eingespart werden können. Eine Unbekannte ist momentan noch die langfristige Stabilität solcher «Schnellhäuser». Doch die Technologie schreitet zügig voran. In zwei Jahren soll ein holländischer Designer mittels 3D-Druckverfahren in Amsterdam eine Stahlbrücke über einen Wasserkanal bauen; Roboter sollen die Brücke direkt vor Ort «ausdrucken».

C2C-Konzept schont Ressourcen

Das Recycling-Konzept «Cradle to Cradle» (C2C, deutsch: von der Wiege zur Wiege) geht im schonenden Umgang mit Ressourcen noch einen Schritt weiter. Es handelt sich dabei um

eine abfallfreie beziehungsweise eine Kreislaufwirtschaft, bei der keine gesundheits- und umweltschädlichen Materialien verwendet werden. Bei C2C-Produkten werden also entweder biologische Nährstoffe in biologische Kreisläufe zurückgeführt (sprich «kompostiert») oder «technische Nährstoffe» kontinuierlich in technischen Kreisläufen gehalten (zum Beispiel Aluminium im Kreislauf von Metallgewinnung, -verarbeitung, -nutzung, -rückgewinnung). Dies steht im direkten Gegensatz zum herkömmlichen «Cradle to Grave» (deutsch: von der Wiege zur Bahre), in dem häufig Materialströme ohne Rücksicht auf Ressourcenerhaltung errichtet werden.

Das bekannteste Bauobjekt, das mit dem C2C-Zertifikat ausgezeichnet wurde, ist das «Woodcube»-Mehrfamilienhaus in Hamburg. Die 30 Zentimeter dicken, fast vollständig aus Holz bestehenden Aussenwände kommen gänzlich ohne Leim, Holzschutzmittel, Kunststoff,

Kreditgeschäft wird industrialisiert

Die Immobilienfinanzierung befindet sich im digitalen Wandel. Banken treiben den Industrialisierungsprozess im Hypothekengeschäft voran. So werden immer mehr Anträge übers Internet abgewickelt, Dossiers papierlos geführt und standardisierte Lösungen bevorzugt. Dadurch sollen die Bearbeitungs- und Durchlaufzeiten verkürzt, operationelle Risiken gesenkt, menschliche Ressourcen freigesetzt und trotz steigender Regulierungsdichte der administrative Aufwand in Grenzen gehalten werden.

Auch Smart Contracts könnten Einzug in die Immobilienfinanzierung halten. So können smarte Hypotheken künftig den Hypothekarnehmern, die ihren Zahlungsverpflichtungen nicht termingerecht nachkommen, automatisch den digitalen Schlüssel deaktivieren und den Zugang zur Wohnung verwehren. Dies würde die Schuldner disziplinieren und die Zahlungsmoral erhöhen.

Crowdfunding ermöglicht Hypothek für jedermann

Ausserhalb der klassischen Kanäle von Banken und Versicherungen entstehen im Finanzierungs-

geschäft Crowdfunding-Plattformen. Auf diesen Online-Plattformen versuchen Privatpersonen und Firmen Fremd- beziehungsweise Eigenkapital für die Immobilienfinanzierung aufzutreiben. Eine grosse Anzahl von Kapitalgebern kann dann Investitionen in unterschiedlicher Höhe beisteuern. Dies geschieht direkt, ohne Miteinbezug von Finanzintermediären. Geldgeber mit wenig Kapital haben durch Schwarmfinanzierung die Möglichkeit, in einzelne Immobilien direkt zu investieren.

Andererseits erhalten potenzielle Käufer dank Crowdfunding Zugang zu einer Finanzierung, wenn sie wegen ungenügender Bonität, zu niedrigem Kreditbetrag oder in Ländern mit unterentwickeltem Kreditsystem keinen Kredit erhalten können. Die Risikoprämien und somit die bezahlten Hypothekarzinsen sind bei dieser Finanzierungsform entsprechend hoch. Während in Grossbritannien oder den baltischen Staaten bereits signifikante Summen auf solchen Internetseiten umgesetzt werden, versuchen sich in der Schweiz die ersten Plattformen zu etablieren. Angesichts der breiten Verfügbarkeit von Hypotheken und der Vielzahl an indirekten Anlagemöglichkeiten in Immobilien dürften sich die Erfolgsaussichten hierzulande zumindest mittelfristig auf riskante Marktnischen beschränken.

Farben und Lacke sowie fremdstoffliche Dämmung aus. So könnte man das ganze Haus komplett schreddern und im Wald zerstreuen, ohne der Natur zu schaden. Mag sein, dass es noch eine Weile dauern wird, bis die C2C-Bewegung in der Bauindustrie Fuss fasst. Beschleunigend wirkt aber der Umstand, dass die Bewegung keine verträumte Umweltutopie darstellt, sondern auf eine erhöhte Wirtschaftlichkeit abzielt. Gemäss einer aktuellen Schätzung von McKinsey und der Ellen MacArthur Foundation lassen sich durch restaurative Kreisläufe bereits ab 2025 weltweit 1000 Milliarden US-Dollar pro Jahr einsparen.

Smart Materials sparen Energie ein

Baumaterialien können nicht bloss im Hinblick auf ihre Wiederverwertbarkeit umweltschonend sein, sondern auch die Energiebilanz eines Gebäudes verbessern. Bei intelligenten Materialien (Smart Materials) werden meist die Eigenschaften der Natur nachgeahmt. Diese Materialien besitzen das Potenzial, den Bedarf an externen Energiequellen eines Haushalts stark zu reduzieren oder sogar vollständig zu eliminieren. Hersteller schätzen, dass sich durch den Einsatz von intelligenten Baustoffen zwischen 30 bis 45 Prozent an Wasser, Energie und CO₂-Ausstössen einsparen lassen.

In der Gemeinde Brütten (ZH) ist aktuell das weltweit erste energieautarke Mehrfamilienhaus im Bau, das keinen Anschluss an das gewöhnliche Energienetz benötigt. Durch die konsequente Verwendung von Photovoltaikzellen in den Fassaden und in der Dachkonstruktion wird es genügend Sonnenenergie aus der Umwelt absorbieren, um die Heizung, Beleuchtung und Bedienung der Haushaltsgeräte zu gewährleisten. Eine neuartige Umwandlung von Strom in Wasserstoff ermöglicht dabei eine langfristige Speicherung der Energie.

Einen Schritt weiter geht das deutsche «Soft House», dessen Textilfassade so flexibel gebaut ist, dass die Photovoltaikzellen dem Sonnenstand folgen. Auf diese Weise lässt sich die Energiegewinnung im Tagesverlauf maximieren. Ein weiteres Highlight bietet das «Algenhaus», in dessen äusseren Glaselementen Mikroalgen gezüchtet werden, welche die Sonnenenergie mittels Photosynthese in thermische Energie umwandeln.

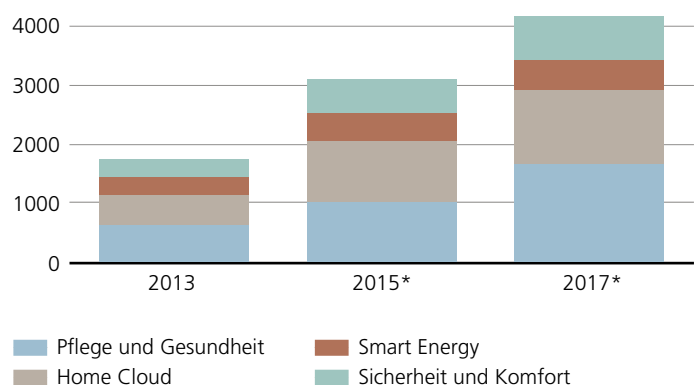
Smart Home erhöht die Lebensqualität

Das Konzept des intelligenten Hauses (Smart Home), das zu einer optimalen Energieverwendung im Gebäudeinneren beiträgt, rundet den ganzheitlichen Energiesparplan ab. Daneben sollen die Wohn- und Lebensqualität verbessert sowie die Sicherheit erhöht werden. Via Smartphone oder Tablet lässt sich in einem Smart Home jedes Gerät programmieren und fernsteuern: Klimaanlage, Heizung, Lampen, Kaffeemaschine oder sogar der Futterspender für den Hund. So werden beispielsweise Kosten eingespart, wenn die Heizleistung während der Abwesenheit minimiert und kurz vor der Heimkehr wieder hochgefahren wird. Weilt der Bewohner in den Ferien, simuliert ein Smart Home zudem seine Anwesenheit: Es schaltet Lichter oder Fernseher ein und aus, öffnet und schliesst Rollläden und schreckt somit Einbrecher ab. Ebenfalls saugt das intelligente Haus selber Staub oder schaltet die Waschmaschine ein, all dies zu Tageszeiten mit niedrigem Energietarif.

Damit das Smart-Home-Konzept künftig «en masse» umgesetzt werden kann, müssen die Technologie erschwinglicher, die Geräte untereinander kompatibler und die Datensicherheit höher werden. Denn um alle Vorteile des intelligenten Hauses gänzlich auszuschöpfen, genügt es nicht, wenn nur vereinzelte Geräte an das Smart-Home-Netzwerk angeschlossen sind. Auch sind gegenwärtig bereits im Haus vorhan-

Steigende Smart-Home-Umsätze

Europäische Smart-Home-Umsätze nach Marktsegmenten, in Millionen Euro



* Schätzung

Quellen: Deloitte, UBS

dene intelligente Geräte teils nicht untereinander kompatibel. Eine vollständige Integration (Verkabelung, Installation, Inbetriebnahme und Programmierung) kostet bei einem Einfamilienhaus schnell über 30 000 Franken. Schliesslich stellt ein schlecht geschütztes Netzwerk die perfekte Einladung für Einbrecher und Hacker dar und es besteht die Gefahr, dass die Anbieter Daten speichern und fremdnutzen.

« Der Immobilien-
sektor dürfte
bezüglich des
technologischen
Fortschritts den
anderen Branchen
über die kommen-
den zehn Jahre in
nichts nachstehen.»

Virtuelle Vermarktung dank 3D

Zunehmend kommt auch bei der Vermarktung von Wohnungen die dritte Dimension ins Spiel. Künftig dürften immer mehr bestehende Wohnungen virtuell begehbar werden. Möglich machen dies Kameras, die den Raum von einem bestimmten Punkt aus scannen. Aufgrund des gesammelten Datenmaterials kann anschliessend ein realitätsnahes 3D-Modell erstellt werden. Anstatt das Objekt wie bis anhin vor Ort zu besichtigen, können es die Interessenten beispielsweise zu Hause am Bildschirm betrachten. Andere Software lässt potenzielle Käufer gar in die Zukunft blicken. Aufgrund der Baupläne wird eine dreidimensionale Welt erschaffen, in der man sich mithilfe einer Brille bewegen kann. Dies bietet die Möglichkeit, bereits vor dem Baubeginn ein Haus einzurichten, Farben und Mate-

rialien abzustimmen oder gar den Grundriss an die eigenen Bedürfnisse anzupassen.

Eine Brille, um in die Zukunft des Immobiliensektors zu schauen, gibt es leider (noch) nicht. Der Immobiliensektor dürfte bezüglich des technologischen Fortschritts den anderen Branchen über die kommenden zehn Jahre aber in nichts nachstehen und aufgrund des aktuellen Rückstands gar Boden gutmachen.

Grundbuch 2.0

Unter dem Stichwort E-Government revolutioniert die Digitalisierung auch die öffentliche Verwaltung. Berührungspunkte zum Immobilienmarkt bestehen beim Grundbuch. Künftig sollen wichtige Grundbuchdaten bei der Hypothekarvergabe automatisch ausgetauscht werden, um das Hypothekengeschäft und auch die öffentliche Verwaltung zu entlasten. Bereits heute können dank der Plattform Terravis, einem zentralen, elektronischen, kantonsübergreifenden Auskunftssystem, die Grundbuchdaten von rund der Hälfte aller Kantone über eine einzige Schnittstelle bezogen werden.

Das Grundbuch könnte gar gänzlich verselbstständigt werden. Honduras arbeitet an der Einführung eines Systems basierend auf der Blockchain-Technologie, dem Prinzip hinter der Digitalwährung Bitcoin. Das Grundbuch wird dabei nicht zentral verwaltet, wo es anfällig für Manipulationen seitens korrupter Beamter ist, sondern dezentral. So ist der Programmcode mit allen Grundbucheinträgen auf Computern über das ganze Land verteilt, was Transparenz schafft und die Eigentumsrechte sichert. In der Schweiz bietet eine Technologisierung des Registers vor allem die Möglichkeit, die Kosten für Grundbuchauszüge und -einträge, Handänderungsgebühren sowie notarielle Beurkundungen drastisch zu senken.

Vom Nischendasein zum Hoffnungsträger

Claudio Saputelli und Sandra Wiedmer

Erst 1965 wurde das Stockwerkeigentum im Schweizer Zivilgesetzbuch aufgenommen. Ursprünglich sollten Familien und der Mittelstand angesprochen werden. Heute sind Eigentumswohnungen auch im Luxussegment anzutreffen und werden zunehmend auch als Kapitalanlage genutzt.

Die Überzeugung «communio est mater rixarum» – die Gemeinschaft ist die Mutter des Streits – verhinderte, dass bei der Einführung des Schweizerischen Zivilgesetzbuchs (ZGB) im Jahr 1907 das Stockwerkeigentum auf Bundesebene geregelt wurde. Was heute angesichts der Beliebtheit von Eigentumswohnungen undenkbar wäre, schlug damals keine hohen Wellen. Denn zu Beginn des 20. Jahrhunderts gab es in der Schweiz nur vereinzelt Fälle von Stockwerkeigentum. In der Folge blieben diese bis Mitte der 1960er Jahre auf kantonaler Ebene geregelt. Die Implementierung des Stockwerkeigentums hinkte damit der Entwicklung in den Nachbarstaaten hinterher, wo die akute Wohnungsnot nach dem Zweiten Weltkrieg den Aufstieg der neuen Wohnform begünstigt hatte.

Knappheit erzwingt Teilung des Eigentums

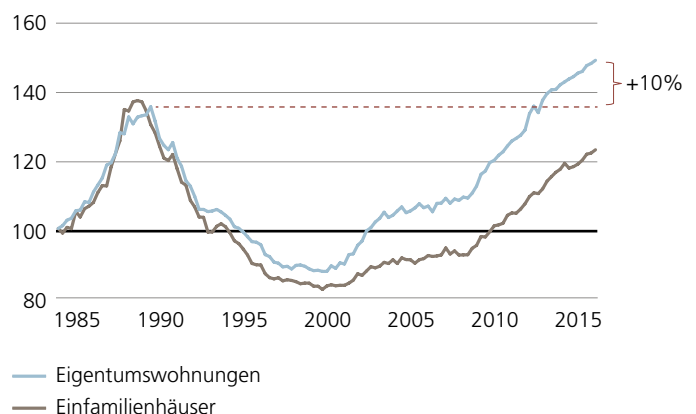
Die starke Ausdehnung der Siedlungsflächen führte in städtischen Regionen zur Verknappung und Verteuerung des Baulands und damit auch in der Schweiz zu einem Umdenken. Es wurde befürchtet, dass für immer mehr Angehörige des Mittelstands ein eigenes Einfamilienhaus nicht mehr erschwinglich wäre und dass Privatpersonen am Wohnungsmarkt von juristischen Personen und Gesellschaften verdrängt würden.

Infolgedessen wurde im Rahmen der Teilrevision des ZGB 1965 ein Bundesgesetz eingeführt, das die Begründung von gemeinschaftlichem Eigen-

tum regelte. Mittels Aufteilung der Liegenschaften in Eigentumswohnungen sollte die Übertragung von Kauf- und Baukosten auf mehrere Eigentümer ermöglicht werden, wodurch das Wohneigentum wieder erschwinglicher werden sollte. Zudem sollte das Stockwerkeigentum die Möglichkeit der Erbteilung von bestehenden Liegenschaften bieten und Unternehmen den Erwerb von Verkaufs-, Büro- oder Lagerflächen ermöglichen.

Höchststand bei Eigentumswohnungspreisen

Inflationsbereinigte Angebotspreisindizes für Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser, Index 1. Quartal 1985=100



Quellen: BFS, Wüest & Partner, UBS

Der Erfolg strafft die Kritiker Lügen

Die Kritiker einer einheitlichen Gesetzgebung befürchteten aber, dass eine Aufnahme ins ZGB zum baulichen Zerfall der Gebäude führe, weil Renovationen aufgrund von Meinungsverschiedenheiten hinausgezögert würden. Auch bestand die Ansicht, dass eine landesweite Gesetzgebung ein Auslöser hin zu einer deutlich teureren Bauweise sein könnte, da die Baukosten durch mehrere Eigentümer geteilt werden können und so die anteilmässige Kostensteigerung geringer ausfiele. Somit wären Preissteigerungen vorprogrammiert.

Dennoch erfreute sich die neue Eigentumsform zunehmender Beliebtheit und konnte sich als dritte Wohnform erfolgreich etablieren. So verdoppelte sich die Anzahl der Erstwohnungen im Stockwerkeigentum zwischen 1990 und 2000 beinahe und stieg von 122 000 auf 238 000 Einheiten. Gemessen am Gesamtwohnungsbestand machte das Stockwerkeigentum 1970 lediglich 0,6 Prozent aus, zehn Jahre später 2,4 Prozent und im Jahr 2000 bereits rund 8 Prozent.

Insbesondere seit der Jahrtausendwende erlebte das Stockwerkeigentum einen zuvor nie dagewesenen Boom, der durch die tiefen Hypothekarzinsen zusätzlich angeheizt wurde. Von 2000 bis 2015 nahm die Zahl der Erstwohnungen im Stockwerkeigentum weiter um rund 80 Prozent auf etwa 425 000 Einheiten zu. Anders ausgedrückt, waren seit der Jahrtausendwende mehr als ein Drittel aller neu erstellten Wohnungen Eigentumswohnungen. Das relativ schnelle Wachstum der Anzahl Eigentumswohnungen ist mitunter ein Grund, weshalb die Wohneigentumsquote stetig von 28 Prozent 1970 auf über 37 Prozent im Jahr 2013 kletterte.

Luxusobjekte und Buy-to-let

Boten Eigentumswohnungen vor der Jahrtausendwende noch primär dem Mittelstand die Möglichkeit, Wohneigentum zu erwerben, so führte die Zunahme der Bodenpreise dazu, dass die Wohnform des Stockwerkeigentums vermehrt auch in den Markt der Luxusobjekte eindrang. Die Handänderungen der Stockwerkeigentumsobjekte mit Verkaufspreisen von über zwei Millionen Franken betrugen Anfang 2013 bereits knapp 6 Prozent aller Transaktionen; 2007 waren es bloss 2 Prozent. Diese Entwicklung hin zu einem gehobenen Ausbaustandard

bei Eigentumswohnungen zeigte sich auch bei den Bauinvestitionen. So stiegen die Bauinvestitionen für Neubauobjekte (inklusive Einfamilienhäuser) seit 1996 durchschnittlich um satte 53 Prozent.

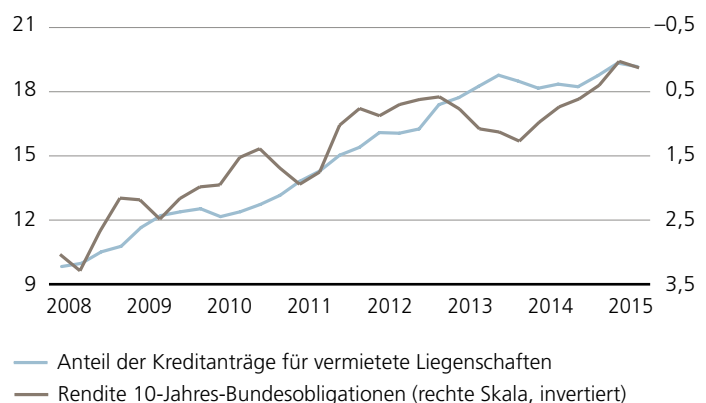
Eigentumswohnungen werden zunehmend auch als Kapitalanlage in Form von Buy-to-let genutzt, wobei Wohneigentum durch Private zwecks Vermietung erworben wird. Dieser Trend spiegelt sich bei den Kreditanträgen bei UBS wider: Seit 2007 wuchs der Anteil der Kreditanträge für nicht zum Eigengebrauch vorgesehene Liegenschaften und beträgt aktuell knapp 19 Prozent aller Kreditanträge. Stockwerkeigentum ermöglicht also Direktinvestitionen auf dem Wohnimmobilienmarkt für weniger kapitalstarke Privatanleger.

Wohnform der Zukunft

In den letzten 50 Jahren hat sich das Stockwerkeigentum in der Schweiz vom anfänglichen Nischendasein zu einem wichtigen Zugpferd des Wohnungsmarktes entwickelt. Seinen Nimbus als attraktive Investitionsform dürfte das Stockwerkeigentum jedoch teilweise wieder verlieren. Der Investitionserfolg der letzten Jahre war primär durch hohe Wertsteigerungen getrieben, die sich so nicht wiederholen dürften. Das schlecht diversifizierbare Leerstandsrisiko eines Einzelobjekts lässt die tiefen Mietrenditen gegenüber der klassischen Mehrfamilienhausinvestition als ungenügend erscheinen.

Anlagenotstand beflügelt Buy-to-let

Anteil der Kreditanträge bei UBS für Liegenschaften zur Vermietung und Rendite 10-Jahres-Bundesobligationen, in Prozent



Quellen: SNB, UBS

Als Wohnform dürfte das Stockwerkeigentum hingegen äusserst beliebt bleiben. Die hohen Bodenpreise werden auch künftig eine Aufteilung der Bodennutzung in kleinere Wohneinheiten erzwingen. Die schweizweit angestrebte Verdichtung des Wohnungsbestands macht das Stockwerkeigentum politisch sogar zum Hoffnungsträger.

« Die hohen Bodenpreise werden auch künftig eine Aufteilung der Bodennutzung in kleinere Wohneinheiten erzwingen. »

Erneuerungsfonds

Potenzielles Pulverfass unter Eigentümern...

Die schon vor hundert Jahren geäusserte Ansicht «communio est mater rixarum» bei Stockwerkeigentum scheint nicht ganz unbegründet zu sein. Beispielsweise ist der Erneuerungsfonds, in den die Mittel für künftige Renovationen an den gemeinschaftlichen Teilen der Liegenschaft einbezahlt werden, gesetzlich nicht vorgeschrieben. Eine Studie der Hochschule Luzern und des Bundesamts für Wohnungswesen zeigt, dass zwar über 80 Prozent der Stockwerkeigentümergemeinschaften in der Agglomeration Luzern über einen Erneuerungsfonds verfügen, dieser aber im Durchschnitt weniger als die Hälfte der gemeinschaftlichen Renovationskosten decken kann. Nur gerade 6 Prozent der Gemeinschaften zahlen die minimale jährliche Rate in den Erneuerungsfonds ein. Wobei die minimale Rate, unter Annahme eines sehr optimistischen Sparzinses von knapp 3 Prozent, bei knapp 1 Prozent des Gebäudeversicherungswerts liegt.

Verfügt eine Gemeinschaft über keinen oder einen unterdotierten Erneuerungsfonds, kann dies bei Renovationen an der Liegenschaft zu finanziellen Schwierigkeiten und heftigen Diskussionen unter den Eigentümern führen. Konflikte sind auch bei Querulanten vorprogrammiert, die beispielsweise bei der Verlängerung eines Baurechts oder einer Sanierung die ganze Gemeinschaft lahmlegen. Was für Stockwerkeigentümer zunächst primär ein Ärgernis darstellt, kann für Buy-to-let-Investoren aber durchaus den Investitionserfolg empfindlich schmälern. Nicht mehr zeitgemässe Wohnungen lassen sich unter Umständen schlecht vermieten; dies kann sich gravierend auf die Gesamtrendite auswirken.

...dennoch kein Handlungsbedarf

Einige Experten sehen deshalb Verbesserungspotenzial in der heutigen gesetzlichen Grundlage des Stockwerkeigentums. So befürworten sie unter anderem ein Teilobligatorium mit einer minimalen Äfnungspflicht für den Erneuerungsfonds und eine Stärkung der Rechtsposition der Gemeinschaft gegenüber einzelnen Stockwerkeigentümern. Dies kommt aber einer Bevormundung der Stockwerkeigentümer gleich. Zudem ist eine derartige Regelung unnötig, da die Bestimmungen über das Stockwerkeigentum grösstenteils nicht zwingendes, sondern dispositives (abdingbares) Recht darstellen. Diese können also von den Eigentümern entweder im Stockwerkeigentümerreglement oder durch Beschluss der Stockwerkeigentümergeinschaft nach den eigenen Bedürfnissen abgeändert werden. So würde eine sorgfältigere Ausgestaltung dieser Reglemente in vielen Fällen potenziellen Auseinandersetzungen vorbeugen. Auch ist ein unterdotierter Renovationsfonds per se kein zwingendes Indiz, dass die Gemeinschaft bei Renovationen in Schwierigkeiten gerät. Denn die Eigentümer können weitaus flexiblere Lösungen als gesperrte Konti vertraglich festlegen.

Wenig gemeinnützige Subventionierung

Matthias Holzhey

Gemeinnütziger Wohnungsbau verspricht soziale Durchmischung und faire Mieten. Diese Versprechen werden jedoch grösstenteils nicht erfüllt. Eine intransparente und kostspielige staatliche Förderung begünstigt oft die Falschen und schafft immer neue Begehrlichkeiten.

Die genossenschaftliche Organisationsform blickt in der Schweiz auf eine lange Tradition zurück. Ausgehend von der gemeinsamen Verwaltung von Allmenden kamen um die Wende vom 19. zum 20. Jahrhundert Selbsthilfvereinigungen zur Verarbeitung landwirtschaftlicher Produkte sowie Konsum- und auch Wohnbaugenossenschaften dazu. Der grösste Unterschied zwischen der Organisation als Wohngenossenschaft und der Organisation als Stockwerkeigentum oder Aktiengesellschaft liegt darin, dass bei ersterer die Wertsteigerungen des Bodens den Wert der Anteilsscheine nicht erhöhen. Mitglieder müssen in der Genossenschaft wohnen bleiben, um von der Investition zu profitieren. Umgekehrt können sich Folgemitglieder günstig einkaufen und profitieren damit von der Investition ihres Vorgängers. So schafft der gemeinnützige Wohnbau – auch wenn der Wert des Bodens steigt – günstigen Wohnraum für kommende Generationen.

Staatliche Unterstützung zentral für Wohngenossenschaften

Immer in Zeiten stark steigender Marktmieten erscheinen Wohnbaugenossenschaften als wirtschaftspolitisches Mittel, um in den Zentren eine Entspannung auf dem Mietwohnungsmarkt herbeizuführen. Der Ruf nach mehr gemeinnützigem Wohnraum wird dann auf dem politi-

Bestandsaufnahme gemeinnütziger Wohnungsbau

Die öffentliche Hand ist Eigentümerin von rund 80 000 Wohnungen in der Schweiz. Weitere 200 000 Einheiten befinden sich im Eigentum von Wohnbaugenossenschaften. Gesamthaft können also 5 bis 7 Prozent des Wohnungsbestands dem gemeinnützigen Wohnungsmarkt* zugerechnet werden. Die Mietpreise in diesen Wohnungen sind im Durchschnitt 20 bis 30 Prozent tiefer als bei bestehenden Mietverhältnissen auf dem freien Wohnungsmarkt. Relativ zu den Marktmieten aktuell ausgeschriebener Wohnungen beträgt der Preisabschlag häufig sogar mehr als 50 Prozent. Der höchste Anteil an gemeinnützigen Wohnungen findet sich im Kanton Basel-Stadt mit 10,2 Prozent, gefolgt vom Kanton Zürich mit 9 Prozent und dem Kanton Luzern mit 7,8 Prozent. In der Stadt Zürich beträgt der Anteil gar 20 Prozent.

*Gemeinnützige Wohnungen verfolgen den Zweck, dauerhaft den Bedarf an Wohnraum zu tragbaren finanziellen Bedingungen zu decken. Es gibt auch nicht-gemeinnützige Genossenschaften oder Eigentümergenossenschaften, die aber eine Minderheit darstellen.

schen Parkett der grossen Städte jeweils unüberhörbar. Soziale Durchmischung fördern und zahlbaren Wohnraum schaffen sind die zentralen Schlagworte. Im Zentrum der Argumentation steht die Meinung, dass das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf dem freien Wohnungsmarkt zu unbezahlbaren Mieten führt.

Doch in Zeiten relativ hoher Landpreise ist der genossenschaftliche Wohnungsbau *ohne* staatliche Subventionen wenig attraktiv. Wer aktuell eine Wohnbaugenossenschaft gründet und Land oder Liegenschaft zu Marktpreisen kauft, dessen Mieten werden mit den Marktmieten auf Augenhöhe stehen. Sollten die Marktmieten stark fallen, besteht ein Leerstands- oder sogar Konkursrisiko für die Genossenschaft. Um auf dem Höhepunkt des Immobilienzyklus vermehrt preisgünstigen Wohnraum anzubieten, müssen neue Genossenschaften also massiv subventioniert werden.

Die notwendige staatliche Unterstützung erfolgt typischerweise diskret, sei es durch die günstige Abgabe von Bauland oder durch A-fonds-perdu-Beiträge zu den Baukosten. Insbesondere die Abgabe oder Einzonung von Land ist ein beliebtes Fördermittel, da es keine laufenden Kosten für die Staatskasse verursacht. Zudem ist Land in den öffentlichen Bilanzen nicht zum Marktwert bewertet, so dass dessen Übertragung nur geringfügige finanzielle Konsequenzen hat. Berücksichtigt man allerdings die dem Staat entgangenen Erträge einer alternativen Bodennutzung, tritt das wahre Ausmass der Kosten zutage.

Ein an die aktuelle Realität angelehntes Rechenbeispiel soll dies illustrieren: Auf einer Hektare städtischem Land an bester Lage in Zürich lassen sich rund 200 Wohnungen zu je 80 Quadratmeter Wohnfläche realisieren. Zu Marktmieten würden die realisierbaren Einnahmen jährlich rund 6,5 Millionen Franken betragen. Auf Basis einer Kostenmiete von 1200 Franken pro Monat – hergeleitet aus der Beobachtung, dass der Staat Land typischerweise zu 10 Prozent des Marktwerts abgibt – betragen die Mieteinnahmen rund 3 Millionen Franken. Jede Wohnung wird also

monatlich mit rund 1400 Franken subventioniert, was etwa dem von der Sozialhilfe bezahlten Maximalmietzins für einen Zwei-Personen-Haushalt entspricht.

Der Preis des genossenschaftlichen Wohnungsbaus an Toplagen für die Allgemeinheit ist hoch. Die Frage drängt sich auf, ob mögliche marktwirtschaftliche Fehlentwicklungen – wie unbezahlbare Mieten und abnehmende soziale Durchmischung – damit überhaupt wirkungsvoll bekämpft werden können.

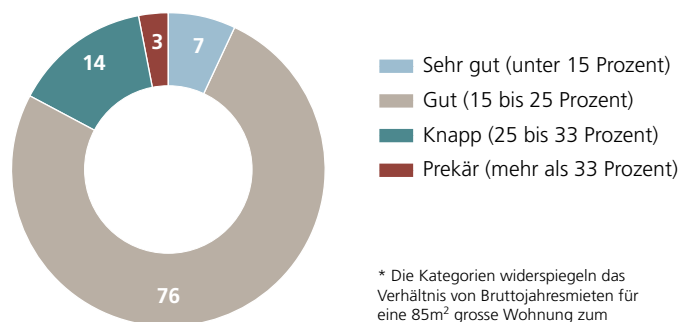
Die Mär der unbezahlbaren Mieten

Schon die Grundannahme des auf breiter Flur unbezahlbaren Wohnraums steht auf wackligem Boden und lässt sich mit dem vorhandenen Datenmaterial nicht bestätigen.

Erstens spricht die historische Mietpreisentwicklung gegen die These der unbezahlbaren Mietwohnungen. Gemäss dem Landesindex der Konsumentenpreise lagen die realen Wohnungsmieten in der Schweiz 2013 rund 20 Prozent über dem Wert von 1934. Gleichzeitig nahm aber die Fläche pro Wohnung stark zu. Die Quadratmeterpreise waren damit in diesem Zeitraum effektiv rückläufig. Weder die Verdoppelung der Bevölkerung noch die Verdreifachung des Einkommens pro Kopf seit 1934 scheinen den Preis pro Quadratmeter beflügelt zu haben.

Mieten grösstenteils gut tragbar

Verteilung der Schweizer Haushalte nach Erschwinglichkeit*, in Prozent



* Die Kategorien widerspiegeln das Verhältnis von Bruttojahresmieten für eine 85m² grosse Wohnung zum Bruttojahreseinkommen (Medianmiete und Medianhaushalte pro Gemeinde, bevölkerungsgewichtet).

Quellen: BFS, ESTV, Wüest & Partner, UBS

Zweitens sind aktuell für den Medianhaushalt Mietwohnungen in der Schweiz grundsätzlich gut tragbar. Der Medianmietzins für eine Drei-Zimmer-Wohnung liegt bei knapp 1500 Franken, während das Bruttoeinkommen eines Medianhaushalts knapp 90 000 Franken beträgt. Somit ergibt sich eine Mietbelastung von deutlich unter 25 Prozent des Einkommens. Hinzu kommt, dass die Wohnkosten für die meisten Mieterhaushalte tatsächlich noch deutlich tiefer ausfallen. Denn im Schweizer Durchschnitt liegen die Bestandsmieten (Mieten für fortbestehende Mietverhältnisse) rund 25 Prozent unter den aktuellen Angebotsmieten (Mieten für Wieder-, Erst- oder Neuvermietung).

« Der Bedarf nach staatlicher Wohnhilfe ist beim durchschnittlichen Genossenschafter nicht höher als beim breiten Durchschnitt der Bevölkerung. »

Drittens zeigt ein Vergleich des Medianhaushaltseinkommens mit den Bruttomieten auf dem Inserate-Markt für jede Gemeinde, dass das Problem lokal beschränkt ist. Nur in 129 von 2300 analysierten Gemeinden liegt die Belastung über 25 Prozent des Bruttoeinkommens. Prekär ist die Situation gar bloss in 28 Gemeinden, in denen die Mietkosten mehr als einen Drittel des Bruttoeinkommens und fast die Hälfte des verfügbaren Einkommens ausmachen. Doch mit Ausnahme von Genf, Carouge (GE) und Presinge (GE) handelt es sich dabei ausschliesslich um touristische Berggemeinden.

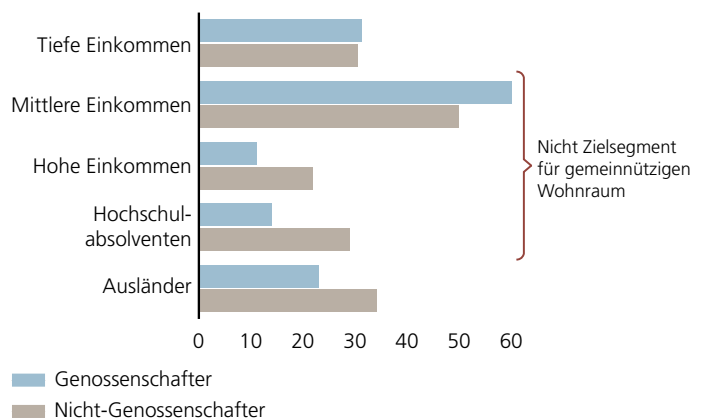
Nur wenig Abhilfe für die Bedürftigsten

Wohngenossenschaften werden typischerweise an teuren städtischen Standorten oder in einkommensstarken Gemeinden gefördert, in denen sich insbesondere Sozialhilfebezüger kaum eine Wohnung auf dem freien Markt leisten können. In der Praxis wird aber Wohnraum für mittelständische Familien angestrebt und es werden Personen bevorzugt, die sich potenziell in der Gemeinde engagieren. Der Bedarf nach wirklich gemeinnützigem Wohnraum für die bedürftigsten Bevölkerungsschichten wird bei der Förderung von Wohngenossenschaften nur am Rande thematisiert. Die angestrebte soziale Durchmischung endet beim unteren Mittelstand, um nicht unbeliebte Sozialhilfebezüger anzuziehen.

Inwiefern Wohngenossenschaften die soziale Durchmischung verbessern, dazu gibt es kaum harte Fakten. Bekannt ist aber, dass die aktuellen Mietpreissteigerungen auf dem Inserate-Markt den Bedarf nach staatlicher Unterstützung für Arme erhöht haben. Schweizweit beziehen aktuell 680 000 Personen Ergänzungsleistungen oder Sozialhilfe, was als Richtgrösse einem Anteil von 15 Prozent der Steuerpflichtigen entspricht. Doch die meisten Genossenschaften schaffen diesbezüglich kaum Abhilfe. Denn die Bewohner von gemeinnützigem

Akademiker, Ausländer und hohe Einkommen untervertreten

Anteil der Bewohner nach ausgewählten Kriterien, in Prozent



Wohnraum sind insgesamt ein normales Abbild der Gesellschaft, ohne dass die untersten Einkommensschichten deutlich häufiger vertreten wären. In einer Genossenschaft wohnen im Vergleich zum Bevölkerungsquerschnitt etwas weniger Ausländer, weniger Akademiker, mehr Kinder und mehr AHV-Bezüger. Zudem ist der Anteil von Personen mit sehr hohen Einkommen etwas geringer, dafür der Anteil mit mittleren Einkommen etwas höher, wie eine Studie aus dem Jahr 2011 für Wohngenossenschaften in der Stadt Zürich aufzeigt. Der Bedarf nach staatlicher Wohnhilfe ist damit beim durchschnittlichen Genossenschafter nicht höher als beim breiten Durchschnitt der Bevölkerung.

Harte Konfrontation mit der Realität

Der Ruf nach preisgünstigem Wohnraum ertönt immer auf dem Höhepunkt eines Preiszyklus. Doch die Schaffung von mehr und mehr gemeinnützigem Wohnraum wirkt der Wohnungsknappheit nicht entgegen, da die ökonomischen Grundprinzipien von Angebot und Nachfrage nicht aufhören zu wirken (siehe Beispiel Singapur rechts). Denn günstige Wohnungen treffen immer auf zu hohe Nachfrage, die nie befriedigt werden kann – ein Teufelskreis immer neuer Begehrlichkeiten.

Die hohen Kosten der staatlichen Förderung neuer Wohngenossenschaften in einkommensstarken Gemeinden oder innenstädtischen Lagen werden in der Debatte wenig beachtet. Auch missbraucht die Förderung von Genossenschaften, wie sie vielerorts betrieben wird, den Begriff der Gemeinnützigkeit. Nur mit der Einführung und Umsetzung von strikt(er)en Einkommensobergrenzen würden Wohngenossenschaften einen echten Beitrag zur Linderung der Knappheit von günstigem Wohnraum für Bedürftige leisten und dem Begriff «gemeinnützig» in einem breiteren Sinn gerecht werden.

Executive-Sozialwohnungen in Singapur

Der Stadtstaat Singapur ist Eigentümer von über einer Million Wohnungen, die grösstenteils im Baurecht an Bürgerinnen und Bürger Singapurs verkauft wurden. Sagenhafte 90 Prozent aller Bürger Singapurs (einschliesslich Personen mit dauernder Aufenthaltsbewilligung) oder rund zwei Drittel der Gesamtbevölkerung profitieren somit von vergünstigtem Wohnraum. Die Politik nach dem Prinzip «jedem Bürger seine Wohnung» ist das mit Abstand wichtigste Wohlfahrtsprogramm in Singapur. Die staatliche Verwaltungsgesellschaft der Wohnungen vergibt gleichzeitig die zum Kauf benötigten Hypotheken und die angesparte Altersvorsorge dient häufig als Eigenkapital. Die Qualität der Wohnungen ist dabei vergleichbar mit privaten Baustandards und die Zahl der obdachlosen Bürger ist praktisch gleich null.

Hinter der schönen Fassade bestehen aber tiefe Risse im System. Der Ausbau des staatlichen Wohnungsparks wurde durch den wirtschaftlichen Aufstieg Singapurs und die Enteignung der Landeigentümer finanziell ermöglicht. Der staatliche Wohnungspark steht ausschliesslich Bürgern Singapurs zur Verfügung. Ein Drittel der Bevölkerung – grösstenteils chinesische Migranten, aber auch westliche Zuwanderer – ist abhängig vom privaten Wohnungsmarkt, wo Knappheit herrscht. Dies liess die Preise explodieren und hat die Wohnbedingungen für «Nicht-Bürger» erschwert. Die Preise sind mittlerweile so hoch, dass auch immer mehr wohlhabende Singapurere auf staatliche Wohnungen angewiesen sind. Um dem Bedürfnis nach zahlbarem Wohnraum gerecht zu werden, werden zunehmend auch luxuriöse «Executive-Sozialwohnungen» gebaut. Anfänglich strikte Belegungsregeln und bescheidene Wohnstandards werden so zusehends aufgeweicht, da sich wohlhabendere Schichten benachteiligt fühlen. Der Begriff des sozialen Wohnungsbaus wurde in Singapur ad absurdum geführt.

Überkaufte Toplagen

Matthias Holzhey

Für Büroliegenschaften an B- und C-Lagen werden rekordhohe Risikoprämien verlangt. Angesichts des sich allmählich verbessernden Marktausblicks dürften die Renditedifferenzen zu Toplagen wieder schrumpfen. Zurzeit ist die Zentralschweiz für Büroflächeninvestitionen am attraktivsten.

Zwei Marktentwicklungen beeinflussen derzeit den Schweizer Büroflächenmarkt: Einerseits ist die Zahlungsbereitschaft für sichere Einkommensströme weiter gestiegen. So sanken im letzten Jahr die Spitzenanfangsrenditen für Büroliegenschaften von 3 Prozent auf ein neues Rekordtief von 2,5 Prozent. Dies entspricht einem Preisanstieg von fast 20 Prozent und reflektiert den Anlagedruck durch die Negativzinsen und die nochmals gesunkenen mittelfristigen Zinserwartungen für Schweizer Staatsanleihen. Andererseits wird die Sicherheit der Einkommensströme angesichts des bestehenden Überangebots an Büroflächen und tendenziell sinkender Mieten immer kritischer beurteilt. Daher dürften Nettoanfangsrenditen von 2,5 Prozent nur bei einer kleinen Minderheit der Transaktionen von Liegenschaften an Toplagen mit langfristig gesicherten Mietverträgen tatsächlich zur Anwendung kommen.

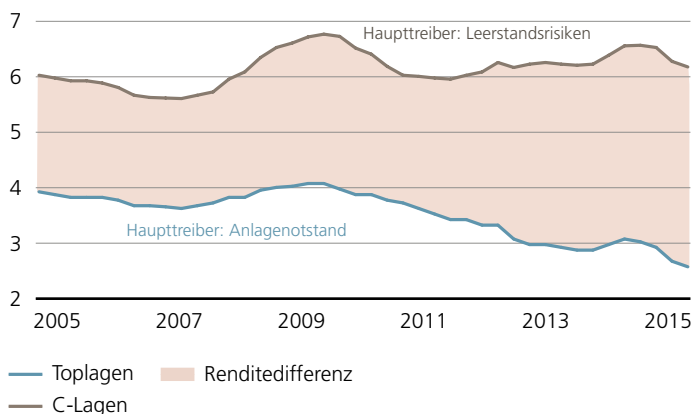
Fehlt jedoch diese Sicherheit, werden viele Investoren zurückhaltend. Die Preise für Büroliegenschaften an schlechteren Lagen oder mit ungünstigen Mietverhältnissen respektive Leerständen sind in den letzten Jahren kaum gestiegen. Dementsprechend hat sich seit 2008 eine grosse Schere in der Renditedifferenz zwischen A- und C-Lagen geöffnet. Für C-Lage-Liegenschaften liegen die Anfangsrenditen zurzeit bei 6 Prozent und damit rekordhohe 3,5 Prozentpunkte höher als für absolute Toplagen.

Graduelle Stabilisierung bei Leerständen und Mieten

Die Entwicklung der Investitionstätigkeit respektive die Flächenzunahme in den nächsten zwei Jahren lässt sich aufgrund der Anzahl Baubewilligungen relativ gut abschätzen. Die Neubautätigkeit dürfte bis zu 40 Prozent tiefer liegen als noch in den vergangenen zwei Jahren und damit wieder auf das Niveau vor Beginn des grossen Bürobaubooms ab 2008 sinken.

Risikoaverse Investoren

Nettoanfangsrenditen an Top- und C-Bürolagen (approximativ), in Prozent



Quellen: Colliers, Wüest & Partner, UBS



Roche-Turm (Bau 1) Basel

« Angebot und Nachfrage neuer Büroflächen dürften sich über die nächsten zwei Jahre ungefähr die Waage halten.»

Die Entwicklung der Büroflächennachfrage ist hingegen deutlich schwieriger zu prognostizieren. Insgesamt zeigte sich das Wachstum der Bürobeschäftigung seit Ende der 1990er Jahre äusserst rezessionsresistent. Nur 2002 stagnierte die Beschäftigtenzahl, ansonsten dürfte die Nachfrage nach Büroarbeitsplätzen jedes Jahr gestiegen sein. Ausserdem stieg die Beschäftigung in den Spitzenzeiten der Hochkonjunkturphasen 1999/2000 und 2006/2007 jährlich um mehr als 50 000 Personen, was schätzungsweise einer zusätzlichen Büroflächennachfrage von 900 000 Quadratmetern oder rund zwölf Roche-Türmen in Basel entspricht.

Seit 2009 war das Beschäftigungswachstum jedoch nur noch halb so hoch wie in den Boomphasen. Gleichzeitig legte der Wachstumsbeitrag staatlicher oder halbstaatlicher Branchen deutlich auf rund 40 Prozent zu. Für private Anleger sind dies nur bedingt gute Nachrichten.

Denn die Verwaltung, die Bildungsinstitutionen und das Gesundheitswesen entwickeln zumindest einen Teil der benötigten Büroflächen selbst. Letztes Jahr reichte die Hälfte der neu erstellten Büroflächen, um sämtliche neuen Büroarbeitsplätze ausserhalb der staatlichen und halbstaatlichen Branchen zu beherbergen.

Angesichts des mässig optimistischen Konjunkturausblicks dürfte die Bürobeschäftigung auch dieses und nächstes Jahr in derselben Grössenordnung weiterwachsen und weiterhin stark vom Staatssektor getrieben werden. Bis Ende 2017 steht damit grob geschätzt eine Zusatznachfrage nach 800 000 Quadratmetern Büroflächen einem Neubau von 700 000 Quadratmetern Büroraum gegenüber. Im Schweizer Mittel deuten die Marktdaten also auf eine Abnahme der Ungleichgewichte hin, was mit Verzögerung die Leerstände und den Druck auf die Mieten stabilisieren wird.

Risikofreudigkeit könnte sich auszahlen

Die Investitionsattraktivität in Büroflächen ist gemäss dem *UBS Swiss Office Space Investment Index* weiterhin leicht negativ. Doch eine Wende zum Besseren im Büromarkt scheint mittelfristig absehbar. Nach einem sieben Jahre dauernden Trend der Flucht in Prime-Büroflächen und einem Anstieg der Risikoprämien für Büroflächen an zweitklassigen Lagen auf Rekordwerte stellt sich daher die Frage, ob es sich langfristig lohnt, Flächen mit erhöhtem Leerstandsrisiko zu erwerben.

A-Lage-Büroliegenschaften sind aufgrund der tiefen Anfangsrenditen langfristig äusserst anfällig für Veränderungen des Zinsniveaus. Zudem scheint das Aufwertungspotenzial stark limitiert zu sein und auch die Nachhaltigkeit der Mieteinnahmen an Toplagen ist mit grosser Unsicherheit behaftet. B- oder C-Lage-Büroliegenschaften dürften risikofreudigen Investoren hingegen mittelfristig Chancen bieten. Auch wenn sich die Leerstandsrisiken vorerst noch akzentuieren dürften, ist angesichts der sich langsam verbessernden Marktbedingungen mittelfristig mit einer Reduktion der Renditedifferenz zu rechnen.

Regionale Analyse

In den Schweizer Wirtschaftsregionen sind die Bauinvestitionen für Büroliegenschaften generell stark rückläufig. Im Raum Genfersee liegen die für 2016/2017 erwarteten Bauinvestitionen aber immer noch über dem aktuellen Beschäftigungswachstum im Dienstleistungssektor. Dasselbe gilt auch für die Grossregion Basel, wo allerdings die lokalen Life-Science-Konzerne den Büroflächenbau mit eigenen Prestigebauten dominieren, so dass der Vergleich mit dem Beschäftigungswachstum etwas hinkt. Im Grossraum Zürich halten sich Angebot und Nachfrage in etwa die Waage. In der Zentralschweiz (Luzern und Zug) dürfte hingegen die Nachfrage nach Büroraum deutlich stärker wachsen als die neu verfügbaren Flächen.

Bedeutend für die Büroflächennachfrage ist auch die Branchenzusammensetzung des Beschäftigungswachstums, die regional allerdings nur mit Verzögerung erfasst wird. Basierend auf den Daten von 2011 bis 2013 sind einige klare Trends ersichtlich. So verzeichneten in der Zentralschweiz die privatwirtschaftlichen Bürobranchen ein relativ starkes Wachstum. Hinge-

gen befanden sich die wichtigen Bürobranchen Finanzdienstleistungen und Unternehmensberatungen in der Stadt Genf auf Schrumpfkurs. Ohne Wachstum beim Staat oder staatsnahen Branchen wäre die Beschäftigung in Genf sogar gesunken. In der Stadt und Region Zürich verzeichneten die zahlungskräftigsten Bürobranchen (Finanzdienstleister, Berater, Anwälte und Ingenieurbüros) immerhin ein schwaches Wachstum, wenn sie auch klar hinter den para-staatlichen Branchen wie dem Gesundheitswesen zurücklagen.

Die Unterschiede bei der Beschäftigungsentwicklung werden auch in den am Markt angebotenen Flächen reflektiert. So stieg der Büroleerstand in der Stadt Genf im letzten Jahr deutlich. Die Leerstandsquote schnellte um 2,4 Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr auf aktuell 3,9 Prozent regelrecht in die Höhe. In der Stadt Zürich sanken die Leerstände hingegen leicht auf 2,8 Prozent der Gesamtflächen. Der seit 2012 anhaltende Trend zu einem Anstieg der Leerflächen wurde damit gebrochen.

In Genf sind entsprechend auch tiefere Mieten zu erwarten. Doch die inserierten Mieten hinken der Entwicklung noch hinterher. So belaufen sich die Mietpreise an Spitzenlagen in der Stadt Genf weiterhin auf 800 Franken pro Quadratmeter, während in Zürich vergleichbare Marktmieten nach einer deutlichen Korrektur Ende 2012 bei 600 Franken pro Quadratmeter verharren. Doch in der Realität dürften die effektiven Differenzen zwischen den Mietniveaus bereits geringer sein, da deutliche Abschläge auf die inserierten Mieten – in Form von mietfreien Perioden oder einer Beteiligung an den Ausbaurkosten – eher die Norm als die Ausnahme darstellen. Eine Korrektur der Angebotsmieten um 10 bis 15 Prozent dürfte sich in Genf auch bald in den Zahlen und damit in den Bewertungen widerspiegeln.

UBS Swiss Office Space Investment Index

Der *UBS Swiss Office Space Investment Index* misst die Attraktivität von Direktinvestitionen in Büroflächen in der Schweiz. Der Index steht aktuell bei -0,14. Wir beurteilen die Investitionsattraktivität damit als leicht negativ und raten zur Vorsicht bei einem Markteinstieg. Seit dem Tiefpunkt Anfang 2014 haben sich die Aussichten als Folge verbesserter Marktperspektiven jedoch deutlich verbessert.

Bewertungsperspektive von börsennotierten Immobilienanlagen dominiert

Gemessen an den entgangenen Erträgen alternativer sicherer Anlagen sind Büroinvestitionen sehr attraktiv. Büroflächen an Spitzenlagen bieten zurzeit rund 2,5 Prozentpunkte mehr Rendite als zehnjährige Eidgenossen und fast 2 Prozentpunkte mehr als langjährige Unternehmensanleihen. Im historischen Vergleich liegen diese Renditedifferenzen klar über dem langjährigen Durchschnitt.

Doch gemessen an der Dividendenrendite des Schweizer Gesamtaktienmarkts erscheinen die Renditen von Geschäftsflächen als zu tief. Noch vor zehn Jahren lagen die Büroanfangsrenditen an Toplagen bis zu 2 Prozentpunkte über der Dividendenrendite. Aktuell liegen sie 0,5 Prozentpunkte tiefer als die Dividendenrendite, was Aktieninvestments als relativ attraktiv erscheinen lässt.

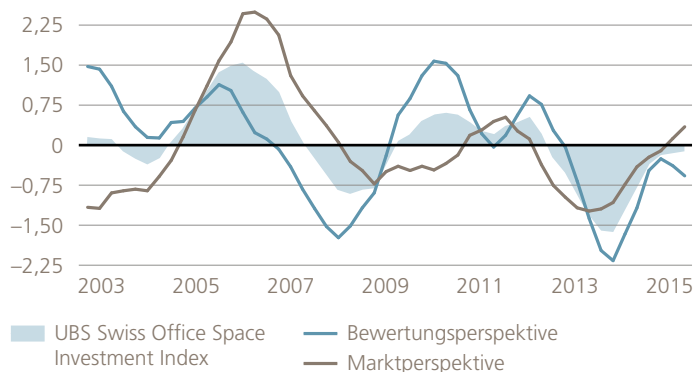
Noch deutlicher zeigen sich die Nachteile von Direktinvestitionen in Büroliegenschaften gegenüber börsennotierten Immobilienfonds oder -aktien. Bei Immobilienaktien liegt die durchschnittliche Dividendenrendite bei 4,5 Prozent, was die Anfangsrenditen von Büroflächen an Toplagen klar übertrifft. Eine so hohe Dividendenrendite schlägt gemäss Investment Property Databank (IPD) sogar die durchschnittliche Einkommensrendite von Geschäftsliegenschaften.

Marktperspektive wendet sich zum Besseren

In den letzten Quartalen hat sich die Marktperspektive graduell verbessert und ist aktuell leicht positiv. Die inserierte Fläche nahm in den letzten Quartalen zwar zu, befindet sich aber weiterhin deutlich unter den Höchstwerten nach der Rezession 2003. Positiv wirkte sich primär die Abflachung der Investitionsvorhaben aus. So dürften sich Angebot und Nachfrage neuer Büroflächen über die nächsten zwei Jahre ungefähr die Waage halten.

Investitionsattraktivität leicht negativ

UBS Swiss Office Space Investment Index und Subindizes



Quelle: UBS

Der *UBS Swiss Office Space Investment Index* schätzt das Bewertungsniveau auf dem Büroflächenmarkt ein. Die Attraktivität von Bürodirektinvestitionen ist einerseits im Vergleich mit möglichen Alternativanlagen 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 Büroinvestitionen mit Erträgen von alternativen Immobilienanlagen wie auch den Opportunitätskosten von Investitionen in Anleihen oder sonstige Aktien. In der Marktperspektive wird das Potenzial für Mietpreissteigerungen aufgrund des Auslastungsgrads analysiert.

Kaum Besserung in Sicht

Claudio Saputelli und Sandra Wiedmer

Im Schweizer Detailhandel droht als Folge des Frankenschocks die markanteste Umsatzeinbusse seit mindestens 30 Jahren. Damit bleibt das Potenzial für Mietpreiserhöhungen bei Verkaufsflächen auch im laufenden Jahr stark eingeschränkt. Die Zurückhaltung bei der Shopping-Center-Flächenexpansion dürfte anhalten.

Nahezu tektonische Verschiebungen auf verschiedenen wirtschaftlichen Ebenen hat die Aufhebung der EURCHF-Kursuntergrenze Mitte Januar 2015 hierzulande ausgelöst. Insbesondere für den Detailhandel barg die schlagartige Aufwertung des Frankens in den ersten Monaten enorme Herausforderungen, als sich das Einkaufen im grenznahen Ausland für Schweizer Konsumentinnen und Konsumenten augenblicklich um 20 Prozent verbilligte. Die Auswirkungen liessen nicht lange auf sich warten: Bereits im Februar 2015 brachen die Umsätze nominal um über 4 und real um knapp 3 Prozent gegenüber dem Vorjahr ein. Seit 2003 gab es bei den realen Detailhandelsumsätzen keinen derart starken Einbruch. Den stärksten Rückgang in diesem Zeitraum registrierte das Bundesamt für Statistik im September 2009 mit –2,6 Prozent.

Auslandeinkäufe, Touristenrückgang und Konjunkturabschwächung belasten Detailhandel

Hochrechnungen für das Jahr 2015 deuten darauf hin, dass dem Schweizer Detailhandel wegen des starken Frankens die markanteste Umsatzeinbusse seit mindestens 30 Jahren droht. Wir rechnen für 2015 mit einem nominalen Rückgang von rund 2,5 Prozent, was einem Minus von knapp 2,5 Milliarden Franken entspricht. Die nominalen Umsätze würden damit auf das Niveau von 2008 sinken. Die Frankenstärke wirkt vereinfacht dargestellt über drei

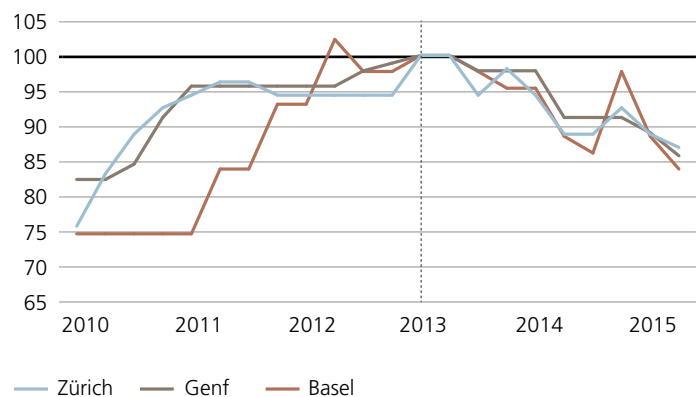
Kanäle auf die Umsatzentwicklung der Detailhändler.

Steigende Auslandeinkäufe der Schweizer

Dem Schweizer Detailhandel ist der Einkaufstourismus ins grenznahe Ausland ein immer grösserer Dorn im Auge. Durch den phasenweise extrem starken Franken kamen immer mehr Konsumenten auf den Geschmack, sich im Ausland zu tieferen Preisen einzudecken. Doch selbst als hierzulande die Preise auf breiter Front

Sinkende Spitzenmieten

Spitzenmieten bei Verkaufsflächen in Schweizer Grosszentren, Index 1. Quartal 2013=100



Quellen: Wüest & Partner, UBS

gesenkt wurden, büsste das Shoppen im Ausland kaum an Attraktivität ein.

Gemäss der IG Detailhandelsstudie Auslandeinkäufe sowie unserer Hochrechnung dürfte die Schweizer Bevölkerung 2015 für über 12 Milliarden Franken im Ausland eingekauft haben (inklusive Ferien- und Geschäftsaufenthalte sowie Online-Bestellungen im Ausland) – ein enormer Betrag, wenn man bedenkt, dass die Detailhandelsumsätze für das Gesamtjahr 2015 auf rund 95 Milliarden Franken geschätzt werden. Doch während die Umsätze seit mehreren Jahren praktisch an Ort treten (2015 waren sie gar rückläufig), bewegen sich die jährlichen Wachstumsraten der Auslandeinkäufe im hohen einstelligen Bereich.

« In der Region Zürich liegen die Mieten 5 Prozent unterhalb des Niveaus bei Erhebungsbeginn 1996. »

Ein Ende dieser Entwicklung ist kaum absehbar. Denn einerseits sind die Preise hierzulande vergleichsweise immer noch viel zu hoch, andererseits können viele stationäre Läden mit der Auswahl mancher professioneller Online-Shops kaum mithalten. Und schliesslich wurden in den letzten Jahren die bürokratischen Prozesse (Rücksendungen, Mehrwertsteuerrückerstattungen etc.) bei Auslandeinkäufen massiv vereinfacht.

Rückläufige Touristenzahlen

Die Aufhebung des EURCHF-Mindestkurses wirkt sich auch auf den Umsatz der touristischen Nachfrage aus, und zwar über die rückläufige Zahl der Tagestouristen in die Schweiz und die

Abnahme ausländischer Logiernächte. Im ersten Halbjahr 2015 sanken die Logiernächte ausländischer Gäste gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um knapp 2 Prozent. Bei den Gästen aus Europa (ohne Schweiz) ging die Zahl der Logiernächte gar um 8 Prozent zurück. Eine starke Zunahme bei den Gästen aus Asien verhinderte einen deutlich stärkeren Einbruch.

Konjunkturelle Abschwächung

Die schweizerische Konjunktur bremste 2015 stark ab. Doch auch wenn der Privatkonsum 2016, wie bereits im vergangenen Jahr, eine der wichtigsten Wachstumsstützen der Schweizer Volkswirtschaft bleiben wird, belasten ein voraussichtlicher Anstieg der Arbeitslosenrate von 3,3 Prozent 2015 auf 3,5 Prozent 2016 sowie ein geringeres Lohnwachstum das verfügbare Haushaltseinkommen und limitieren somit insgesamt den Privatkonsum und letztlich auch die Detailhandelsumsätze. Überdies ist davon auszugehen, dass die Nettozuwanderung in die Schweiz zwar auf einem hohen Niveau bleiben, aufgrund von weniger neuen Arbeitsstellen aber sinken wird.

Spitzenmieten in den Grosszentren sinken

Die Detaillisten und somit auch die Eigentümer der Verkaufsflächen stehen weiterhin vor grossen Herausforderungen, was sich in der Entwicklung der Angebotsmieten bemerkbar macht. So verzeichnete nur die Grossstadtregion Genf über die letzten knapp zehn Jahre signifikante Anstiege bei den Verkaufsflächenmieten von 45 Prozent, wobei inzwischen auch dort die Mieten mit –15 Prozent seit dem Höhepunkt im Jahr 2012 stärkere Korrekturen hinnehmen mussten. Die Angebotsmieten in den anderen drei Grossstadtregionen Basel, Bern und Zürich bewegten sich kaum. In der Region Zürich liegen die Mieten gar 5 Prozent unterhalb des Niveaus bei Erhebungsbeginn 1996.

Auch die Spitzenmieten (Mieten für Verkaufsflächen höchster Qualität an Toplagen) tendieren seit 2013 in allen fünf Schweizer Grosszentren abwärts. Gemäss Wüest und Partner sanken beispielsweise die Spitzenmieten in Bern in den letzten zwei Jahren um einen Drittel auf rund 3000 Franken pro Quadratmeter und Jahr – das aktuelle Niveau von Basel und Lausanne. Die Spitzenmieten in den Grosszentren Zürich und Genf büssten ebenso über 1000 Franken pro Quadratmeter und Jahr ein, allerdings von einem

deutlich höheren Niveau, und liegen aktuell bei 7800 Franken in Zürich und 6500 Franken in Genf. Dies steht im Einklang mit dem zunehmenden Angebot; in den Grosszentren hat sich die ausgeschriebene Verkaufsfläche in der gleichen Periode beinahe verdoppelt. In diesem Umfeld scheint es umso bedenklicher, dass die Spitzenanfangsrenditen in Zürich und Genf immer noch sinken. Mit 2,4 und 2,8 Prozent liegen sie zudem für Verkaufsflächen auf sehr tiefen Niveaus, was mit fehlenden Anlagealternativen allein kaum zu rechtfertigen ist.

« An Toplagen verdrängen bekannte Weltmarken mit hochmargigen Produkten immer mehr lokale und alteingesessene Geschäfte. »

Mittelfristig auch Topmieten gefährdet

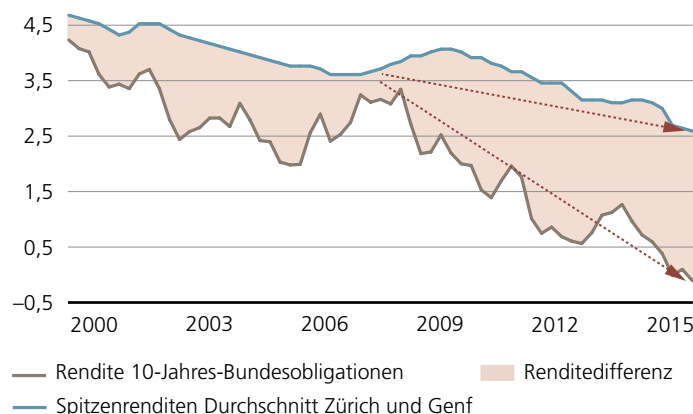
Es liegt auf der Hand, dass die Mietpreise für Verkaufsflächen auch 2016 unter Druck bleiben werden. Entsprechend erwarten wir gesamtschweizerisch leicht sinkende Mieten. Vor allem in den Grenz- und Tourismusregionen ist aufgrund der Wechselkursituation das Potenzial für Mietpreiserhöhungen stark eingeschränkt. Das Augenmerk richtet sich weiterhin auf überdurchschnittlich rentable Verkaufsflächen in Innenstädten mit hoher Passantenfrequenz. Bekannte Weltmarken mit hochmargigen Produkten (insbesondere aus der Uhren- und Schmuckbranche sowie internationale Modeketten) verdrängen an diesen Toplagen immer mehr lokale und alteingesessene Geschäfte, die oft seit Generationen in Familienbesitz sind. Da viele dieser Geschäfte sich die stark gestiegenen Mietpreise nicht mehr leisten

können, müssen sie meist schliessen. Denn ein Ausweichen auf umliegende Nebenstrassen ist in der Regel keine rentable Lösung, weil dort die Passantenfrequenzen und somit die Umsätze viel tiefer liegen. Zudem stehen einige wichtige Strassenzüge in unmittelbarer Nähe zu den Luxusmeilen auch im Sog der Spitzenmieten, was dazu führt, dass sich in diesen umliegenden Nebenstrassen nur schwer neue Mieter finden lassen.

Die Tendenz zur Homogenisierung der Einkaufsmeilen mit Fokus auf den Luxustourismus sowie die zunehmend leerstehenden Verkaufsflächen in unmittelbarer Nähe verdrängen mittelfristig die hiesigen kaufkräftigen Konsumenten. Den neu entstehenden, erfolgreichen innerstädtischen Einkaufsquartieren, die durch eine gute Durchmischung der Geschäfte und Lokale überzeugen, kann dies nur recht sein.

Hohe Zinsdifferenz zu Eidgenossen

Spitzenrenditen Verkaufsflächen in Zürich und Genf im Vergleich zur Rendite der 10-Jahres-Bundesobligationen, in Prozent



Quellen: SNB, Wüest & Partner, UBS

Shopping-Center-Landschaft im Umbruch

Sieben neue Shopping Center öffneten im Jahr 2014 in der Schweiz ihre Türen, darunter das «Esplanade Centre» im jurassischen Pruntrut sowie das «Inside» im zürcherischen Volketswil. Mit diesen Neuzugängen gab es Ende 2014 hierzulande 184 Einkaufszentren. Trotz dem Zuwachs blieb ihr Anteil am gesamten Schweizer Detailhandelsumsatz 2014 stabil bei 17 Prozent. Und zwischen 2011 und 2014 sank die Flächenproduktivität bei den aktuell 20 grössten Shopping Centern (ohne Airport- und Bahnhofcenter) um durchschnittlich rund 1000 Franken pro Quadratmeter.

Die Shopping Center haben mehrere Herausforderungen zu meistern. Vielen Schweizer Einkaufszentren fehlt eine klare Positionierung und der Mietermix wird immer ähnlicher. So machten im Jahr 2014 Bekleidungs-, Schuh- oder Accessoires-Läden 28 Prozent der Mieterschaft aus. Einige grössere Modeketten sind in jedem dritten Schweizer Einkaufszentrum vertreten und gewisse Grossverteiler gar fast in jedem zweiten. Um aus dem Mieter-Einheitsbrei herauszustechen, versuchen Shopping Center beispielsweise, mit lokalen Gastronomen zusammenzuarbeiten oder Mieter zu gewinnen, die in der Region oder schweizweit noch nicht vertreten sind. Auch Pop-up-Stores bieten eine Möglichkeit zur Differenzierung, indem Ladenflächen temporär vermietet werden, um das Angebot flexibler zu gestalten.

Schweizer Shopping Center dürften auch die starke Expansion im grenznahen Ausland spüren. In Deutschland und Österreich sind vier neue Shopping Center mit einer Verkaufsfläche von insgesamt 65 000 Quadratmetern in Planung, welche Schweizer Kundschaft abwerben könnten. Dazu kommt, dass die Schweiz die höchste Verkaufsflächendichte innerhalb Europas aufweist und die Umsätze in den letzten Jahren nur leicht gewachsen sind. Daher ist nicht auszuschliessen, dass künftig einige kleine oder mittlere Einkaufszentren an B- oder C-Standorten umgenutzt oder gar geschlossen werden müssen.

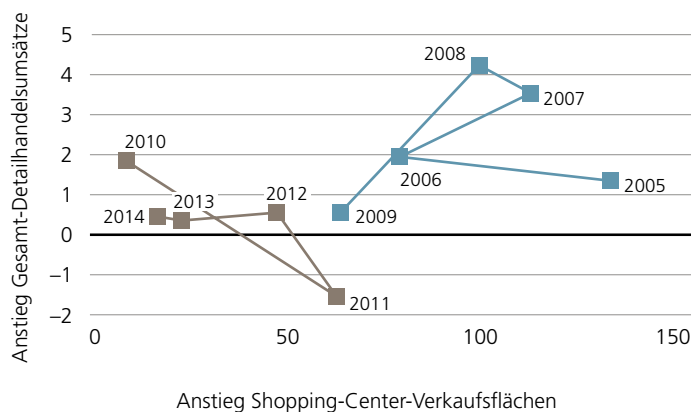
Bahnhöfe und Flughäfen als Top-Standorte

Viel erfreulicher entwickeln sich hingegen die Verkaufsflächen an Bahnhöfen und Flughäfen. Ladenflächen in der Nähe dieser Verkehrsknotenpunkte haben in den letzten Jahren, nicht zuletzt aufgrund von längeren Öffnungszeiten und Wochenendbetrieb, an Attraktivität gewonnen und gelten als Top-Standorte. Bereits im Jahr 2014 betrug der Umsatz der vier Bahnhof-Center mit einer Verkaufsfläche von über 5000 Quadratmetern (Basel, Bern, Luzern und Zürich) rund 6 Prozent des Umsatzes aller Shopping Center. Da die Pendlerströme steigen und Bahnhöfe zunehmend von «Durchlaufstationen» zu Aufenthaltsorten mutieren, werden Verkaufsflächen in Bahnhöfen immer begehrter. So erstaunt es auch nicht, dass die Vermieter vermehrt Mietzinsaufschläge durchsetzen können.

Auch beim Flughafen Zürich laufen mehrere Projekte für den Ausbau der Verkaufsflächen. Zusätzliche Kundschaft dürfte dem Flughafen vor allem «The Circle» beschern, ein Büro-, Hotel- und Einkaufskomplex, der 2018 eröffnet wird. Damit könnte der Flughafen Zürich bald zum umsatzstärksten Schweizer Shopping Center werden und das Einkaufszentrum Glatt auf den zweiten Platz verdrängen.

Rückläufiges Flächen- und Umsatzwachstum

Anstieg der Shopping-Center-Verkaufsflächen, in 1000 m²
Anstieg des Gesamt-Detailhandelsumsatzes, in Prozent



Quellen: GfK, UBS

Konkurrenz im Ausland

Maciej Skoczek

Schweizer Logistikflächen haben in der Vergangenheit tiefe Renditen abgeworfen. Mit dem Wachstum im Online-Handel steigt die Bedeutung von Standorten in unmittelbarer Nähe der Ballungsräume. Grenznahe Flächen dürften hingegen aufgrund günstigerer Konkurrenz im Ausland an Attraktivität verlieren.

Im globalen Tiefzinsumfeld wenden sich Investoren auf der Suche nach Rendite auch bisher weniger gefragten Immobilienanlagen zu. Gemäss den letzten verfügbaren Daten von Colliers flossen 2014 knapp 30 Milliarden Franken in europäische Industrie- und Logistikflächen. Gegenüber dem gesamten Investitionsvolumen in europäischen Immobilien von knapp 270 Milliarden sieht diese Zahl zwar bescheiden aus, doch sie liegt rund 85 Prozent höher als noch 2012 und stellt somit den grössten Anstieg unter allen europäischen Immobiliensektoren dar. Sehen lassen kann sich auch die Gesamtrendite von europäischen Logistikimmobilien, die 2014 mit 14,1 Prozent den Durchschnitt aller Immobilienanlagen klar übertraf; alleine die Einkommensrendite belief sich auf 6,9 Prozent.

Sinkende Preise in der Schweiz

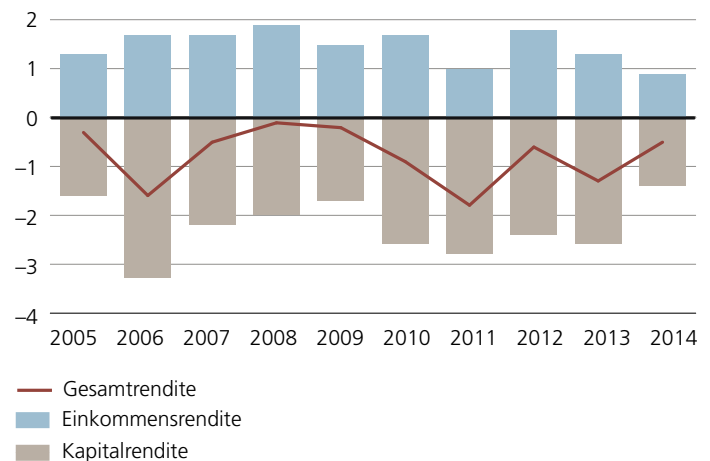
Seit 2006 flossen in der Schweiz jährlich etwa 800 Millionen Franken in den Neu- und Umbau von Lagerflächen. Bei den Renditen sehen sich Investoren auf dem Schweizer Markt für Industrie- und Logistikliegenschaften aber seit Jahren einem Dilemma gegenüber. Gemäss Investment Property Databank (IPD) erzielten sie seit 2005 zwar eine durchschnittliche Einkommensrendite von 6,1 Prozent, was 1,5 Prozentpunkte höher ist als bei allen Schweizer Immobilien, mussten aber eine Wertverminderung hinnehmen. So war die Wertveränderungsrendite mit -0,8 Prozent im

Durchschnitt negativ und um 2,3 Prozentpunkte tiefer als im Durchschnitt aller Nutzungsarten.

An guten Lagen konnten vereinzelt Preissteigerungen verbucht werden, doch vor allem peripherere Standorte kämpften mit den Folgen der Deindustrialisierung, die den lokalen Bedarf an grossen Logistikflächen deutlich senkte und zu-

Tiefe Renditen auf Industrieareale

Renditedifferenz Industrieflächen zum Gesamtportfolio, in Prozent



Quellen: IPD, UBS

nehmend Konkurrenz durch Industriebrachen schuf. Zudem müssen Logistik-Investoren oft mit (versteckten) Altlasten und grossem Investitionsbedarf rechnen, was sich in höheren Risikoprämien und tieferen Bewertungen niederschlägt.

Online-Handel definiert die Spielregeln neu

Die Logistikbranche wird derzeit durch die weltweite Zunahme des Handels und der Güterströme begünstigt und neue Lagerflächen werden nachgefragt. In Europa platzieren grosse Verteiler ihre Zentren vorwiegend in mitteleuropäischen Ländern, wie Polen oder Tschechien, wo eine zentrale Lage, tiefe Kosten sowie ein grosses eigenes Nachfragepotenzial aufeinandertreffen. Der Transportschwerpunkt hat sich in den letzten Jahren nach Osteuropa verlagert. Zudem gewinnen Standorte in der Nähe von nachfragestarken Grossstädten wie Berlin oder London ebenfalls an Bedeutung. Die Schweiz wird hingegen trotz ihrer zentralen Lage in Europa meist aussen vor gelassen und wird ihre Stellung als Logistikstandort kaum gross ausbauen können.

Der Online-Handel dürfte allerdings die Logistikbranche in den nächsten Jahren aufmischen und die Nachfrage nach Logistikliegenschaften auch hierzulande erhöhen. Zwischen 2009 und 2014 stieg der Umsatz im Schweizer Online- und Versandhandel um über 40 Prozent auf 6,9 Milliarden Franken. Gemäss Umfragen wird das Umsatzvolumen im Online-Handel bis 2020 um weitere 50 Prozent auf über 10 Milliarden Franken zunehmen. Dieses Wachstum treibt die Multichannel-Logistik voran: Die Kunden bestellen vermehrt kleinere Mengen über Onlineshops, Smartphone-Apps oder in den Läden, sie erwarten schnelle Lieferungen entweder direkt nach Hause oder an eine Abholstelle (zum Beispiel PickPost), immer häufiger sogar am gleichen Tag. Das setzt voraus, dass sich die bestellte Ware in der Umgebung des Käufers befindet. Dadurch steigt die Nachfrage nach grossen Lagerflächen und Verteilzentren in der Nähe von Ballungsgebieten. Die üblichen Läden werden dabei zunehmend zu Showrooms, wo der Kunde ein passendes Produkt nur aussucht. Die Bestellung erfolgt später online und wird aus dem Lager oder Verteilzentrum am Stadtrand nach Hause geliefert. Diese Verlagerung vom herkömmlichen Ladengeschäft ins Internet findet bereits heute beispielsweise in der Elektronik- und der Sportartikelbranche statt.

Preise bleiben unter Druck

Negativ auf die Nachfrage nach Logistikflächen wird sich hingegen die Zunahme von günstigeren Alternativen im grenznahen Ausland auswirken. Im Raum Basel kostet der Quadratmeter Lagerfläche durchschnittlich 100 bis 140 Franken pro Jahr. Zum Vergleich liegt der Mietpreis im deutschen Lörrach bei 65 bis 110 Franken. Stark exportorientierte Firmen können mit einer Verlagerung ins grenznahe Ausland deutliche Ersparnisse erzielen. Weil die Schweizer Exporteure oft eigene Lagerhallen verwenden, die hohe Qualitätsanforderungen erfüllen, wurde dieser Option bisher wenig Beachtung geschenkt. Die aktuelle Frankenstärke macht eine Auslagerung jedoch attraktiver. Ziehen inländische Produzenten diese Option vor, wird die Nachfrage nach Logistikflächen in grenznahen Schweizer Gebieten deutlich zurückgehen.

Vom europaweiten Logistikboom scheint die Schweiz nur unterdurchschnittlich profitieren zu können. Gesamtschweizerisch erwarten wir, dass die Preise für Logistikflächen deshalb auch in den nächsten Jahren unter Druck bleiben, obwohl die Flächenpreise an besten Lagen (siehe Seite 36) noch Aufwärtspotenzial bergen. In den übrigen Regionen steht und fällt der Erfolg der Investition vor allem mit der Drittverwendbarkeit. Als erfolgreiche Strategie zur Vermeidung längerer Leerstände hat sich bei bisher realisierten Projekten die Flächenaufteilung in kleinere Einheiten, gepaart mit der Umnutzung zu einem Mix aus Wohn-, Büro- oder Gewerbeobjekten, bewährt. Fehlen jedoch dem Eigentümer die Mittel für einen Umbau oder schätzt er die Chancen für eine profitable Umnutzung als zu gering ein, können mit einem Verkauf mögliche Verluste begrenzt werden.

Die optimale Lage des Lagers

Die Standortwahl ist das A und O in der Logistik. In der Schweiz hat sich das Herz der Branche entlang der A1 zwischen der Verzweigung Härkingen und Aarau angesiedelt. Diese Lage eignet sich am besten für Lieferungen in den Grossraum Zürich und Bern sowie in die Zentral- und Nordwestschweiz. So können aus Egerkingen (SO), dem Standort mit der besten Erreichbarkeit in der Schweiz, bei freier Fahrt mehr als 90 Prozent der Schweizer Bevölkerung innerhalb von zwei Stunden erreicht werden.

In den letzten Jahren ist die Staubelastung auf den Schweizer Strassen jedoch extrem angestiegen. Die Hauptverkehrsachse zwischen Bern und Zürich ist während der Stosszeiten überlastet, so dass von den Standorten um die Verzweigung Härkingen und Aarau bloss 65 statt 85 Prozent der Bevölkerung innert zwei Stunden erreicht werden können.

Die attraktiveren Standorte verschieben sich in Richtung Zürich und in die Zentralschweiz. Die landesweit beste Erreichbarkeit bietet unter Berücksichtigung der Staubelastung die Aargauer Gemeinde Würenlos, von wo in zwei Stunden rund 70 Prozent

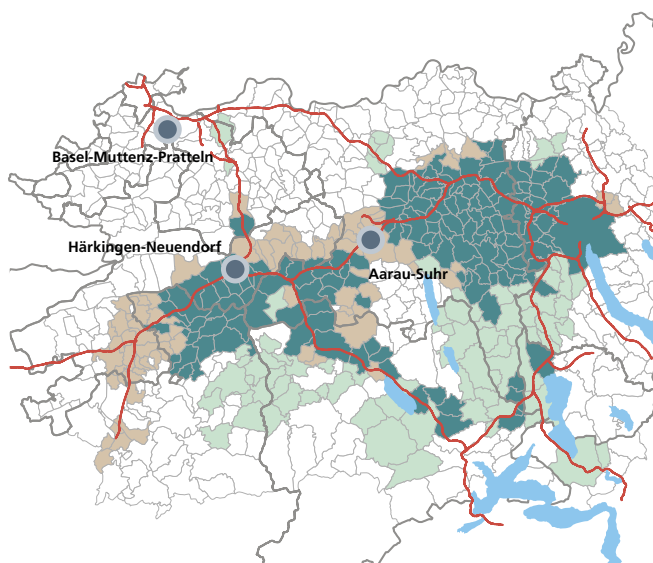
der Schweizer Bevölkerung auch zu Hauptstosszeiten erreicht werden. In der Westschweiz sind bei steigender Belastung die zentralen Gebiete Bussigny-près-Lausanne, Crissier und Ecublens (VD) nicht mehr ideal. Die besten Standorte verschieben sich aber nur unbedeutend in Richtung Yverdon-les-Bains und Genf. Eine Investition in Lagerflächen in Regionen, die auch bei erhöhter Belastung die beste Reichweite sicherstellen, dürfte sich auszahlen.

Technologie beeinflusst die Nachfrage nach Lagerflächen

Unter dem Stichwort «autonome Logistiksysteme» wird in der Schweiz unter anderem der Einsatz von Drohnen getestet. Die Verwendung von Flugobjekten für die Paketzustellung würde die Lieferzeiten verkürzen und die optimalen Logistikstandorte neu definieren. Gemäss der Schweizerischen Post könnte der kommerzielle Betrieb frühestens in fünf Jahren aufgenommen werden. Viele Probleme technischer und rechtlicher Natur sind aber immer noch ungelöst, sodass ein umfangreicher Ersatz der heutigen Kurier-Paket-Dienste in absehbarer Zukunft eher unwahrscheinlich scheint.

Zentralschweiz als Gewinnerin

Standorte mit bester Erreichbarkeit* mit und ohne Verkehrsbelastung



Lesehilfe: Die dunkelgrün eingefärbten Gemeinden weisen die beste Erreichbarkeit unabhängig von der Belastung auf. Ohne Belastung gehören auch die braun eingefärbten Gemeinden zu den besten Standorten. Zu Stosszeiten hingegen lösen die hellgrün eingefärbten Gemeinden die braun eingefärbten bei der besten Erreichbarkeit ab.

- Top-Gemeinden ohne und mit Belastung
- Gewinner-Gemeinden mit Verkehrsbelastung
- Gewinner-Gemeinden ohne Verkehrsbelastung
- Grösste Logistikstandorte

* Die Erreichbarkeit wird als gleichgewichtetes Mittel der innerhalb von 30, 60, 90 und 120 Minuten Fahrtzeit erreichten Bevölkerung berechnet. Die Verkehrsbelastung wird anhand der längeren Fahrtzeit in Stosszeiten gemessen.

Quellen: TransSol, BFS, UBS

Aufholpotenzial für die Schweiz

Elias Hafner

Self-Storage setzt in den USA jährlich Milliarden um. In der Schweiz ist die Nachfrage um ein Vielfaches kleiner und die hohen Preise beschränken die Auslastung. Dennoch bleibt die Selbstlagerindustrie eine schnell wachsende Nische.

Self-Storage – die amerikanische Erfolgsgeschichte der letzten 20 Jahre – hat so hohe Renditen abgeworfen und gleichzeitig ein so rasantes Wachstum hingelegt wie kein anderer US-Immobilien Sektor. Wer sein Geld Anfang 1995 in das Geschäft mit den Mietlagerboxen steckte und investiert blieb, besitzt heute mehr als das Zwanzigfache des Startkapitals, was einer jährlichen Gesamtrendite von fast 17 Prozent entspricht. Besonders über die Finanz- und Wirtschaftskrise erwies sich die US-Mietlagerindustrie als robust und liess seither die anderen Nutzungsarten deutlich hinter sich.

Grenzenlose amerikanische Nachfrage

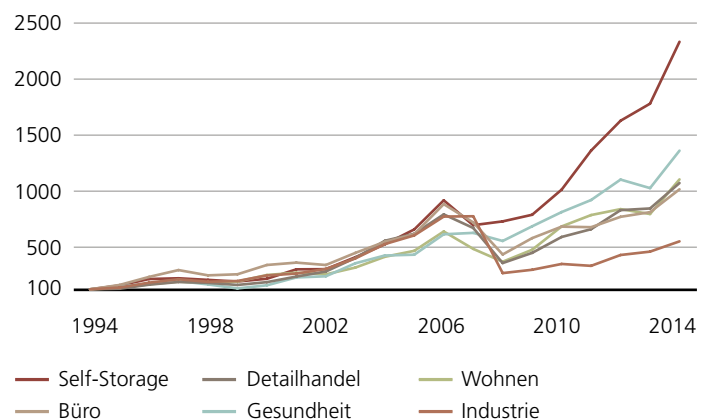
Interessanterweise wurde diese hohe Rendite im US-Self-Storage-Sektor in einem Zeitraum erzielt, in dem sich die verfügbare Lagerfläche pro Kopf mehr als verdoppelte. Bereits 1995 standen in den USA rund 0,3 Quadratmeter Mietlagerfläche pro Person zur Verfügung. Dies ist sechsmal mehr als heute in Grossbritannien, dem grössten Self-Storage-Markt Europas. Dass in den Vereinigten Staaten trotz des enormen Angebotswachstums weder ein strukturelles Überangebot entstand (der aktuelle Auslastungsgrad liegt bei rekordhohen 90 Prozent) noch ein Preiszerfall eintrat (die realen Mietpreise sind sogar leicht höher als 1995), muss in einer ebenso stark angestiegenen Nachfrage gründen.

Was ist Self-Storage?

Self-Storage ist die Vermietung von gedeckten, sichtgeschützten und abschliessbaren Lagerboxen unterschiedlicher Grösse (meist 1 bis 50 Quadratmeter) an Privatpersonen und Unternehmen. Die Mindestmietdauer beträgt in der Regel nur wenige Wochen. Die Mieter haben rund um die Uhr oder zumindest zu den Bürozeiten alleinigen Zugang zu den Boxen, was diese von konventionellen Möbellagern unterscheidet.

Höchste Rendite bei Self-Storage (USA)

Kumulierte Gesamtrendite nach US-Immobilien Sektor, Index 1994=100



Quellen: NAREIT, UBS

Heute mietet in den USA jeder zehnte Haushalt eine Self-Storage-Einheit. Der jährliche Umsatz des US-Self-Storage-Sektors beläuft sich auf knapp 30 Milliarden US-Dollar und die Börsenkapitalisierung auf über 60 Milliarden US-Dollar. Auch in Kanada, Australien und Grossbritannien stellt das Geschäft mit Mietlagern eine feste Grösse dar. Doch ausserhalb des angelsächsischen Raums ist Self-Storage für viele nach wie vor ein Fremdwort.

Schweiz als Pionierin Europas

In der Schweiz ist Self-Storage kein Novum. Bereits 1979 wurde in Zürich das erste Selbstlagerzentrum Europas eröffnet. Jedoch hat sich erst nach der Jahrtausendwende allmählich ein Markt entwickelt. In den letzten Jahren sind in und um die grössten Schweizer Städte immer mehr neue Standorte entstanden. Heute kann rund die Hälfte der Schweizer Bevölkerung in weniger als 15 Autominuten ein Selbstlagerzentrum erreichen. Gemäss dem europäischen Self-Storage-Dachverband FEDESSA wurden per Ende März 2015 in der Schweiz an 45 Standorten insgesamt 74 000 Quadratmeter vermietbare Fläche angeboten. Das entspricht zwar einem Flächenplus von 24 Prozent gegenüber dem Vorjahr, aber bloss 0,9 Quadratmeter pro 100 Personen.

Im europäischen Durchschnitt stehen für 100 Personen 1,5 Quadratmeter, in Grossbritannien und den Niederlanden 5 und in den USA gar über 70 Quadratmeter zur Verfügung. Kommt es in absehbarer Zeit auch hierzulande zu einem Self-Storage-Boom? Oder ist in der Schweiz die Nachfrage nach Mietlagerboxen strukturell tiefer? Ein Vergleich der Nachfrage-treiber kann Aufschluss geben.

Umzüge, Keller und Konjunktur

Der Bedarf an Self-Storage-Flächen lässt sich in drei Nachfragegruppen einteilen: die kurz- und die langfristige Privatanfrage sowie die Unternehmensnachfrage.

Kurzfristige Privatanfrage

Umzüge, beispielsweise wegen eines Arbeitsplatzwechsels, aber auch Erbschaftsverteilungen bei Todesfällen oder Renovationen rufen oft nach einer Zwischenlagermöglichkeit zur Überbrückung. In den USA wird diese temporäre Nachfrage begünstigt durch eine höhere Arbeits-

marktmobilität mit kürzeren Kündigungsfristen. In der Schweiz hingegen reicht die Kündigungsfrist meistens, um eine neue Wohnung zu finden, oder man pendelt vorübergehend vom bisherigen Wohnort. Auch bei Auslandsaufenthalten können Mietlager eine temporäre Lösung bieten, was in der Schweiz durch die hohe Anzahl an internationalen Unternehmen und Expats begünstigt wird.

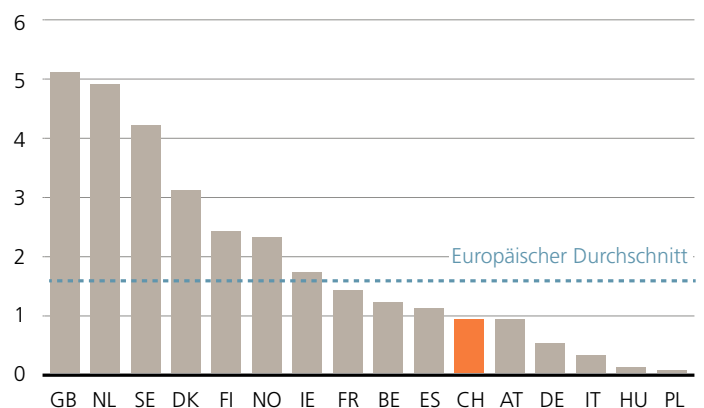
Langfristige Privatanfrage

Weiter kann Self-Storage als längerfristige, permanente Erweiterung der Wohnung genutzt werden. Wesentliche Bestimmungsfaktoren sind hierbei das Konsum- und Hortungsverhalten der Haushalte, Lageralternativen und der verfügbare Stauraum in der eigenen Wohnung. In den USA sind nur rund 40 Prozent der Einfamilienhäuser ganz oder teilweise unterkellert, bei den Mietwohnungen dürften es weit weniger sein. Im Gegensatz dazu besitzt in der Schweiz die grosse Mehrheit der Wohnungen einen Keller.

In westlichen Ländern steigt bei höherem Urbanisierungsgrad tendenziell das Self-Storage-Angebot pro Kopf, denn kleinere Wohnungen mit weniger Stauraum befinden sich typischerweise in den Städten. Gemäss den Zahlen der Weltbank leben in den USA 81 Prozent der Bevölkerung in städtischen Gebieten. Auch die europäischen Self-Storage-Spitzenreiter

Schweiz mit Rückstand

Vermietbare Self-Storage-Fläche in m² pro 100 Personen, 2015



Quellen: FEDESSA European Self Storage Annual Survey 2015, UBS

Grossbritannien (82 Prozent), Niederlande (90 Prozent) und Schweden (86 Prozent) weisen einen erhöhten Urbanisierungsgrad auf. In der Schweiz hingegen sind es bloss 74 Prozent.

Unternehmensnachfrage

Neben der privaten besteht auch eine gewerbliche Nachfrage nach Lagerfläche. In wirtschaftlich guten Zeiten oder saisonalen Spitzen können Büro- und Produktionsflächen zu eng werden. Auch Aktenarchive sind typische Selbstlagerungen. Sowohl in den USA wie auch in der Schweiz machen Kommerzielle weniger als 20 Prozent der Kundschaft aus. Hier besteht ein Aufholbedarf gegenüber dem europäischen Durchschnitt, wo jeder vierte Kunde ein Unternehmen ist.

« Wer hierzulande kurzfristig etwas zwischenlagern möchte, für den sind die Kosten zweitrangig. »

Teure Boxen als Strategie

Das beschränkte Angebot scheint aktuell die hiesige Nachfrage zu befriedigen. So hat sich die Auslastung in der Schweiz zwar zwischen 2014 und 2015 leicht erhöht, es steht aber immer noch über ein Fünftel der Mietlagerfläche leer. Negativ auf die Auslastung wirken sich die hohen Preise aus. Durchschnittlich kostet in der Schweiz ein Quadratmeter Lagerfläche gut 30 Franken pro Monat. Je nach Standort reichen die Preise von 20 Franken an den günstigsten Lagen bis 35 Franken in Zürich und Genf, was über dem mittleren Mietpreis von Wohnungen in diesen Städten liegt. In New York hingegen kostet ein Quadratmeter Wohnraum im Mittel eineinhalb bis zweimal so viel wie eine entsprechende Mietlagerfläche.

Die hohen Boxenmieten in der Schweiz widerspiegeln einerseits das vergleichsweise teure Industriebauland. Andererseits sind die Margen hierzulande nach wie vor relativ hoch. Das schweizerische Preisniveau ist daher auch ein Abbild der Preissensitivität der Nachfrage: Wer kurzfristig etwas zwischenlagern möchte, für den sind die Kosten zweitrangig. Mit steigender Lagerdauer wird der Preis aber zum zentralen Kriterium und es werden günstigere Alternativen, wie kostenfreie Einlagerung bei Bekannten, konventionelle Mietlager oder gar Verkauf oder Entsorgung, bevorzugt.

Die Nachfrage nach langfristigem Self-Storage dürfte nur bei deutlich tieferen Preisen merklich grösser sein. Im aktuellen Marktumfeld scheint es daher profitabler, die kurzfristige Nachfrage zu bedienen und das Preisniveau hoch zu halten. Hohe Margen werden aber zusätzliche Konkurrenz schaffen und den Preiswettbewerb lancieren.

Wachstum – aber nicht à la USA

Das effektive Nachfragepotenzial in der Schweiz dürfte aufgrund tieferer Arbeitsplatzmobilität, relativ niedriger Urbanisierung und eines weit grösseren Kellerangebots der Haushalte um ein Vielfaches geringer sein als im Mutterland des Self-Storage. Schliesslich dürften aber ein höherer Bekanntheitsgrad die Nachfrage und tiefere Preise die Auslastung zumindest begrenzt ansteigen lassen. Ein Aufschliessen des Schweizer Markts ins europäische Mittelfeld scheint daher nicht unrealistisch. Aktuell würden dafür weitere 50 000 Quadratmeter beziehungsweise rund 30 zusätzliche Standorte benötigt. Auch die Megatrends Urbanisierung und Alterung der Bevölkerung – mit den damit verbundenen Umzügen in kleinere Wohneinheiten und dem Anstieg an Erbschaftsverteilungen – werden in der Schweiz den künftigen Bedarf an Lagerboxen erhöhen. Eine Erfolgsgeschichte wie in den USA ist aber für die Schweiz nicht zu erwarten.

Risiken überwiegen

Elias Hafner und Thomas Veraguth

Immobilienfonds haben ein Rekordjahr hinsichtlich Bewertung und Preisvolatilität hinter sich, nicht aber punkto Rendite. Steigende Leerstände machen sich zunehmend bei den kommerziellen Fonds und in Deutschschweizer Wohnliegenschaftsportfolios bemerkbar. Fundamentale Risiken überwiegen das Aufwertungspotenzial durch tiefe Zinsen.

Mitte Januar 2015, als die Schweizerische Nationalbank mit der Aufhebung des Euro-Mindestkurses Turbulenzen an den Finanzmärkten auslöste, erwiesen sich Schweizer börsennotierte Immobilienfonds als Fels in der Brandung. Während der Swiss Performance Index (SPI) innerhalb von zwei Tagen insgesamt fast 14 Prozent absackte, hielten sich die Kurse für Immobilienfonds fast unverändert. Bis Ende März stiegen sie dann – beflügelt durch die gesunkenen Zinsen – im Durchschnitt um 8 bis 10 Prozent auf neue Höchststände.

Doch im Mai korrigierten die Kurse und machten die vorangegangene Jahresperformance wieder zunichte. Darauf folgte bis zum Jahresende eine zinsgetriebene Achterbahnfahrt: Stiegen die Zinsen, so sanken die Kurse der Immobilienfonds und umgekehrt. Dies resultierte in einer anhaltend hohen Volatilität für das Gesamtjahr von durchschnittlich 12,1 Prozent, fast das Doppelte des langjährigen Durchschnitts. Trotz aller Rekordstände erzielten Immobilienfonds 2015 aber nur eine Gesamterendite von 4 Prozent, verglichen mit über 7 Prozent im Durchschnitt der letzten sieben Jahre.

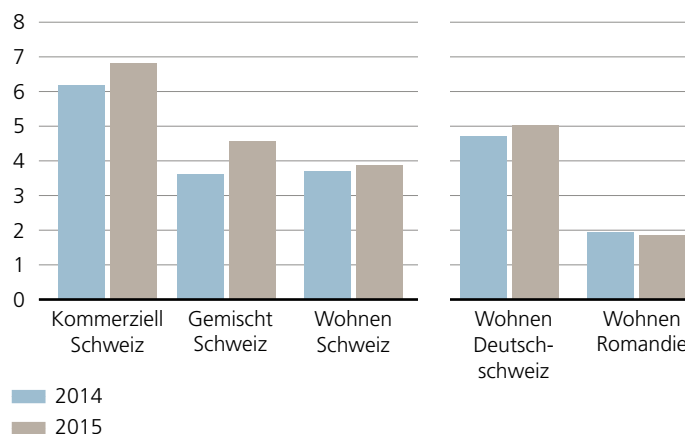
Bessere Fundamentalentwicklung in der Romandie

Die börsennotierten Immobilienfonds verzeichneten 2015 ein Wachstum der Nettoinventarwerte (Net Asset Value, NAV) von 1,5 Prozent

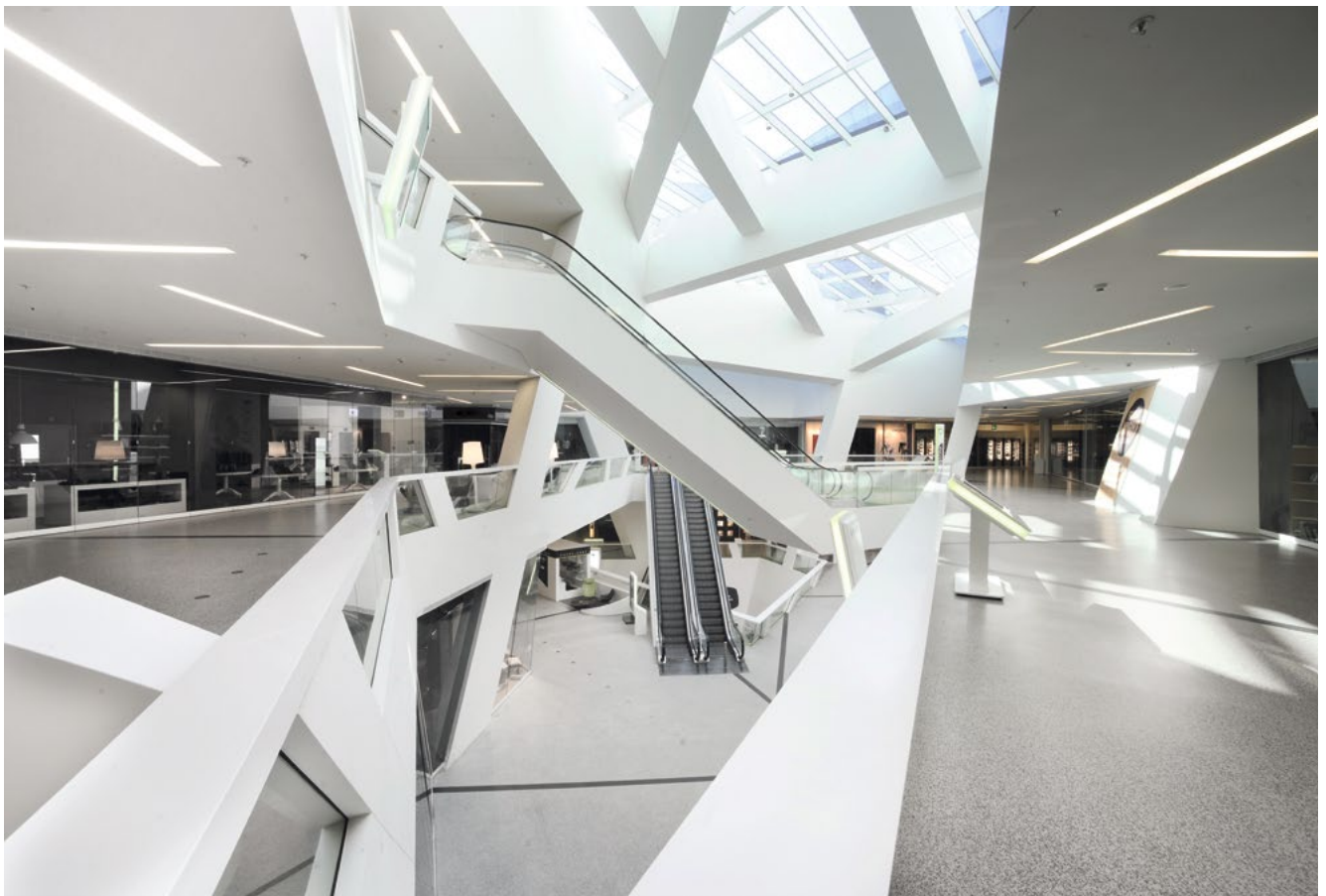
im Vorjahresvergleich. Dabei stiegen die Portfoliowerte der Fonds mit vorwiegend kommerziellen Liegenschaften im Portfolio (Büro-, Verkaufs- und Gewerbeflächen) weniger stark als derjenigen mit gemischter Nutzung (kommerzielle und Wohnliegenschaften) sowie derjenigen mit vorwiegend Wohnnutzung. Bei den auf die Westschweiz fokussierten Wohnimmobilienfonds stiegen die NAV deutlich stärker als bei den überwiegend in den übrigen Landesteilen investierten Wohnimmobilienfonds.

Steigende Mietzinsausfälle

Mietzinsausfallquoten der Immobilienfonds nach Nutzung und geografischem Fokus, in Prozent



Quellen: Jahres- und Halbjahresberichte diverser Schweizer börsennotierter Immobilienfonds, UBS, per 18. Dezember 2015



Westside Bern

« Die relativ attraktiven Ausschüttungsrenditen und die möglichen Wertsteigerungen dürften bereits in den aktuell hohen Agios enthalten sein.»

Die angestiegene Bautätigkeit der letzten Jahre macht sich landesweit immer stärker in Form von höheren Leerständen bemerkbar. So nahmen die Mietausfallquoten 2015 bei kommerziellen Fonds um fast 1 Prozentpunkt innert Jahresfrist auf knapp 7 Prozent zu; auch bei den qualitativ guten Portfolios ist das Überangebot auf dem Geschäftsflächenmarkt zu spüren. Bei den gemischten Fonds stieg die Mietausfallquote in vergleichbarem Umfang, während sie bei den Wohnimmobilienfonds kaum zunahm. Wohnimmobilienfonds mit Fokus auf die Romandie konnten gar sinkende Quoten verzeichnen – ein Ausdruck des nach wie vor ausgetrockneten Mietwohnungsmarkts in den Westschweizer Ballungsräumen. Bei den Wohnimmobilienfonds mit Schwerpunkt Deutschschweiz stiegen hingegen die Miet-

ausfälle durchs Band, denn insbesondere im Mittelland nehmen die Leerstände zu.

Tiefe Zinsen schüren Erwartungen

Im Frühjahr 2015 kletterten die durchschnittlichen Agios (Aufpreise der Börsenkurse gegenüber den Nettoinventarwerten) auf knapp 40 Prozent – eine noch nie zuvor erreichte Marke. Bis Ende Jahr sanken die Agios auf durchschnittlich 27 Prozent, nach wie vor deutlich über dem längerfristigen Mittel von gut 15 Prozent. Während börsennotierte Immobilienfonds mit vorwiegend kommerziellen Liegenschaften im Portfolio aktuell durchschnittliche Aufschläge im Bereich des längerfristigen Mittels aufweisen, liegen die Agios bei den Fonds mit überwiegend Wohnimmobilien und gemischten Portfolios derzeit bei 30 Prozent.

Diese hohen Agios widerspiegeln das Tiefzinsumfeld. Dabei wirken die niedrigen Zinsen über drei Kanäle auf die Bewertungen der Immobilienfonds.

Attraktive Ausschüttungsrendite

Erstens bieten derzeit Immobilienfonds mit durchschnittlich 2,9 Prozent eine attraktive Ausschüttungsrendite, insbesondere im aktuellen Marktumfeld mit negativen Renditen auf Schweizer Staatsanleihen bis zu einer Laufzeit von 11 Jahren. Seit 1998 lag die Ausschüttungsrendite im Durchschnitt 1 Prozentpunkt über der Rendite von Zehn-Jahres-Bundesobligationen. Aufgrund der deutlichen Mehrrendite dürfte die Nachfrage nach Immobilienwerten robust bleiben, was die Bewertungen stützt.

Aufwertungspotenzial

Zweitens erwarten die Marktteilnehmer, dass sich die noch weiter gesunkenen Zinsen mittelfristig auch in höheren Bewertungen der zugrunde liegenden Portfolios widerspiegeln werden. Mit tieferen Diskontraten rechnen Investoren vor allem bei den Wohnimmobilienfonds, denn am Transaktionsmarkt wechseln vergleichbare Liegenschaften teils zu weit tieferen Renditen die Hand, als bei den Bewertungen der Bestandsportfolios der Fonds angewendet werden. Wir schätzen die Bewertungen am Direktmarkt aber zunehmend als zu optimistisch ein und schliessen leichte Bewertungskorrekturen nicht aus, da die Mieten speziell im kommerziellen Bereich unter Druck bleiben werden.

Tiefere Finanzierungskosten

Und schliesslich vergünstigen tiefe Zinsen auch die Finanzierung. Die mittleren Fremdkapitalkosten der grössten fünf Immobilienfonds liegen aber bereits bei knapp 1,5 Prozent. Das unmittelbare Zinssparpotenzial ist damit so gut wie ausgeschöpft. Denn die kurzfristigen Hypothekenzinsen dürften kaum noch sinken und die längerfristigen Hypotheken werden über mehrere Jahre verteilt auslaufen.

Risiken sprechen für Gewinnmitnahmen

Über die nächsten zwölf Monate erwarten wir nur leicht steigende Langfristzinsen. Unseres Erachtens sind die relativ attraktiven Ausschüttungsrenditen und die möglichen Wertsteigerungen insbesondere im Wohnsegment aber

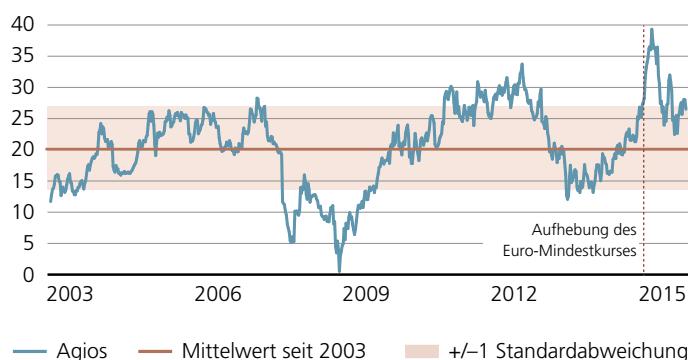
bereits in den aktuell hohen Agios enthalten. Nur bei noch tieferen Zinsen könnte mit weiteren Kursanstiegen gerechnet werden. Würden die Zinsen jedoch wider Erwarten merklich ansteigen, hätte dies Kapitalabflüsse aus der Anlageklasse und grössere Korrekturen zur Folge.

Ein weiteres Risiko für die Kursentwicklung ist die zunehmend herausfordernde Angebots-Nachfrage-Situation. In einem Umfeld tiefer Inflation und steigender Leerstände sind Mietsteigerungen immer schwieriger zu erzielen und rückläufige Mieteinnahmen sind nicht auszuschliessen. Um Leerstände zu vermeiden, werden häufig mietfreie Perioden und Mietpreinsnachlässe insbesondere bei Geschäftsflächen gewährt. Bei Wohnimmobilienfonds mit Fokus Westschweiz dürften sich tiefe Mietausfallquoten und eine anhaltend moderate Wohnbautätigkeit im Vergleich zum Nachfragewachstum positiv in den Bewertungen niederschlagen.

Da wir zurzeit die Risiken höher einschätzen als die Chancen, raten wir von neuem Engagement in Immobilienfonds ab. Für bestehende Positionen empfehlen wir eine Portfolioallokation im mittleren einstelligen Prozentbereich. Selektive Gewinnmitnahmen bieten sich bei Positionen an, bei denen eine gute Kursentwicklung überwiegend durch einen Bewertungsanstieg erzielt wurde.

Historisch hohe Agios

Agios ausgewählter Schweizer börsennotierter Immobilienfonds*, in Prozent



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

Quellen: Bloomberg, UBS

Anlegerfokus auf Dividendensicherheit

Stefan R. Meyer

Der positive Effekt fallender Zinsen schwindet und die sinkende Flächennachfrage lässt die Leerstände steigen. Gefragt ist nun primär ein proaktives Management der Leerstandsrisiken. Für Investoren zählen die Bilanz- und Portfolioqualität des Unternehmens sowie der Ausschüttungsgrad.

Die Immobilienaktienkurse legten Anfang 2015 deutlich zu und übertrumpften den Schweizer Aktienmarkt besonders in der zweiten Januarhälfte signifikant. Einerseits konnte der nach der Aufgabe der Euro-Kursuntergrenze massiv teure Franken Immobilienunternehmen, die ausschliesslich in der Schweiz tätig sind, kurzfristig nichts anhaben. Andererseits fielen auch die Zinsen deutlich und liessen weitere Zinskosteneinsparungen erwarten und den Anlagedruck ansteigen. Ab Ende des ersten Quartals korrigierten die Immobilienaktien wieder. Im dritten Quartal entwickelten sie sich im Einklang mit dem Gesamtaktienmarkt, bevor sie im Schlussquartal einen Endspurt hinlegten und das Jahr mit einer Gesamtrendite von 10 Prozent abschlossen.

Der makroökonomische Rückenwind der letzten Jahre ist 2015 deutlich abgeflaut. Die Zinsen sind zwar nach wie vor rekordtief, scheinen aber kaum noch Impulse zu liefern, sodass die Transaktionspreise stagnieren. Da sich die Dynamik bei der Flächennachfrage aufgrund der globalen wirtschaftlichen Unsicherheiten und der Konjunkturabkühlung in der Schweiz im vergangenen Jahr merklich abschwächte, stiegen die Leerstände deutlich an, insbesondere für Büro- und Luxuswohnflächen. In diesem Kontext müssen sich Anleger in Immobilienaktien zunehmend die Frage nach den Leerstandsrisiken und der Dividendensicherheit stellen. Ausschlaggebend hierfür sind die Trends bei auslaufenden Mietverträgen, Investitionsausgaben, Gewinnen aus Neubewertungen, Fremdkapitalkosten, Eigen-

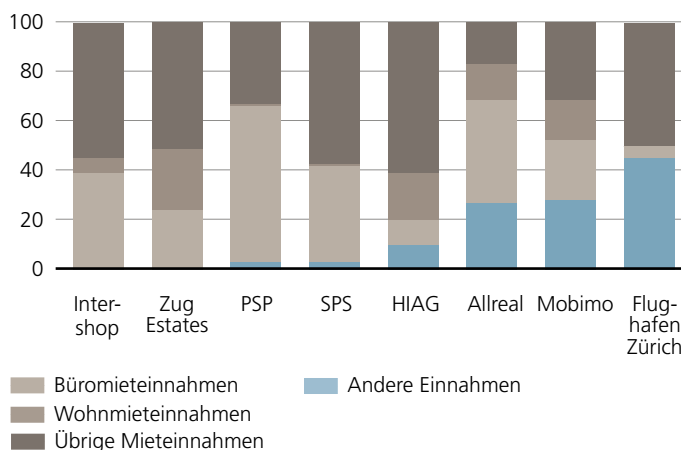
kapitalquoten und Dividendenausschüttungsgraden.

Investitionen verlagern sich von Neubau zu Modernisierung

Bei fast allen Immobilienfirmen stieg die Leerstandsquote in den letzten zwei Jahren, sodass die Neubauaktivität unterdessen deutlich zurückging. Trotzdem dürften die aggregierten Investitionsausgaben der börsennotierten Schweizer Immobilienfirmen auch 2015 nahe den historischen Höchstwerten verharrt haben. Denn zur Wiedervermietung und Werterhaltung müssen beste-

Hoher Gewinnanteil aus Mieteinnahmen

Segmentierung des Betriebsgewinns vor Neubewertungen, in Prozent



Quellen: Geschäftsberichte der Unternehmen 2014, UBS

hende Gebäude modernisiert werden. Kommerzielle Neubauten hingegen werden praktisch ausschliesslich nur noch in Angriff genommen, wenn sie vorvermietet werden können.

Flughafen Zürich und PSP Swiss Property steigerten ihre Investitionsausgaben im vergangenen Jahr signifikant. Bei Flughafen Zürich handelt es sich um den grossen Neubau «The Circle» gleich beim Flughafen Kloten. PSP tätigte primär Modernisierungsinvestitionen, was die Wiedervermietungschancen klar erhöhen dürfte. Dies ist wichtig, denn PSP hat 2016 mit einem Fünftel all seiner Mieteinnahmen den höchsten Anteil an auslaufenden Mietverträgen. Mit einem knappen Sechstel verzeichnet Mobimo dieses Jahr den zweithöchsten Wiedervermietungsbedarf, während die übrigen Firmen Anteile von 10 Prozent oder weniger aufweisen. Wiedervermietungen bergen jeweils Chancen und Risiken zugleich – von höheren Mietpreisen bis zu neuen Leerständen ist alles möglich. In einem nunmehr schwächeren Marktumfeld sind jedoch die Risiken gestiegen.

Fremdkapitalkosten stagnieren, Neubewertungsgewinne bleiben zunehmend aus

Die durchschnittlichen Fremdkapitalkosten der an der Schweizer Börse gehandelten Immobilienfirmen fielen vom letzten Hoch 2007 bei 3,5 Prozent um über ein Drittel auf 2,2 Prozent 2014. Wir erwarten künftig nur noch sehr selektiv fallen-

de Finanzierungskosten. Langfristig leicht steigende Zinsen, wovon wir derzeit ausgehen, werden zu einem moderaten Belastungsfaktor werden.

2014 wiesen Firmen mit umfangreichen Entwicklungsprojekten signifikante Neubewertungsgewinne auf. Bei HIAG, Zug Estates und Swiss Prime Site machten die Neubewertungsgewinne auf Liegenschaften jeweils 30 bis 50 Prozent des publizierten Betriebsgewinns aus. Bei den übrigen Firmen waren die Gewinnbeiträge durch Neubewertungen mit 0 bis 4 Prozent dürftig. Dieser Trend dürfte sich 2016 fortsetzen. Die grössten Entwicklungsportfolios für die kommenden drei bis fünf Jahre relativ zum Immobilienbestand – und somit die grössten Chancen auf Neubewertungsgewinne – haben Swiss Prime Site, Mobimo, Flughafen Zürich, HIAG Immobilien und Zug Estates.

Dividendensicherheit bei hoher Eigenkapitalquote und tiefem Ausschüttungsgrad

Im aktuell anspruchsvollen Umfeld glänzen die Vorteile von Qualität besonders. Die Qualitäten eines Immobilienunternehmens liegen einerseits in einer soliden Bilanz, die allgemein mit einer Eigenkapitalquote von mindestens 40 Prozent einhergeht. Die bestkapitalisierten Bilanzen mit einem Eigenkapitalanteil von über 50 Prozent haben in absteigender Reihenfolge Zug Estates, PSP Swiss Property, HIAG Immobilien und Flughafen Zürich. Knapp solid sind die Bilanzen von

Überblick Firmen

Swiss Prime Site: Die dynamischste Gesellschaft, die sich immer wieder neu erfindet und rasch und entschlossen neue Marktopportunitäten, wie zuletzt das Management von Immobilienanlagemöglichkeiten für Pensionskassen, wahrnimmt.

PSP Swiss Property: Die konservativste Immobilienfirma mit dem grössten Liegenschaften-Portfolio an der Zürcher Bahnhofstrasse und anderen Top-Lagen.

Flughafen Zürich: Stärkt seine attraktive Flughafenlage durch Effizienz und Qualität sowie den Neubau «The Circle».

Allreal: Die integrierteste Immobiliengruppe, denn sie besitzt eine eigene Generalunternehmung.

Mobimo: Regional und nach Segmenten das ausgewogenste Immobilienunternehmen mit einem guten Drittel des Portfolios in der Westschweiz und anteilmässig gleichen Einnahmen aus Wohn-, Büro- und Verkaufsflächen.

Intershop: Die älteste börsennotierte Immobiliengesellschaft der Schweiz, hält eine Beteiligung an einer europäischen Immobiliengruppe und hat mit einem Portfolioanteil von einem Drittel die signifikanteste Ausrichtung auf Gewerbe- und Logistikliegenschaften.

Zug Estates: Die regional fokussierteste Gesellschaft mit Liegenschaften ausschliesslich in der Region Zug.

HIAG Immobilien: Die jüngste börsennotierte Gesellschaft und der dominierende Entwickler von Industriearealen.

Quelle: UBS

Intershop und Mobimo, wobei die Eigenkapitalquote von Intershop per Jahresmitte 2015 temporär unter 40 Prozent fiel. Gründe waren die Zahlung der Jahresdividende und die Ausgabe einer neuen Anleihe zur Refinanzierung von Anfang 2016 fälligen Hypotheken. Bei Mobimo führte die Akquisition von Dual Real Estate Investment in der zweiten Jahreshälfte 2015 dazu, dass sich der Eigenkapitalanteil temporär auf gut 40 Prozent verminderte.

Gleichzeitig liegt die Unternehmensqualität in einem Portfolio mit modernen Liegenschaften an möglichst zentralen Lagen. Diese bieten auch in einem rauerem Marktumfeld die besten Wiedervermietungs Aussichten und somit nachhaltige Mieteinnahmen. Das Immobilienportfolio von PSP Swiss Property glänzt mit dem höchsten Anteil an zentralsten Lagen, doch auch die Port-

folios der übrigen grossen Immobilienfirmen weisen insgesamt eine hohe Lagequalität und einen guten Ausbaustandard auf.

Bei der Beurteilung der Dividendennachhaltigkeit ist im aktuellen Umfeld der Ausschüttungsgrad entscheidend. Während hier ein hoher Wert eine anlegerfreundliche Haltung zeigt, erlaubt ein etwas moderaterer Grad die Beibehaltung einer stabilen, nachhaltigen Dividende, auch wenn die Gewinne etwas unter Druck geraten sollten. Aus Gründen der Nachhaltigkeit weisen Unternehmen mit einem hohen Gewinnanteil aus stabilen Mieteinnahmen meist einen hohen Ausschüttungsgrad auf. Je höher jedoch die volatileren Gewinnanteile sind, umso tiefer sind entsprechend die Ausschüttungsgrade. Zur letzten Kategorie zählt insbesondere der Flughafen Zürich und in moderaterem Ausmass auch Allreal.

Informationsübersicht zu den grössten börsennotierten Schweizer Immobilienaktien

Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent

	SPS	Flughafen Zürich	PSP	Allreal	Mobimo	Inter- shop	Zug Estates	HIAG
Marktkapitalisierung¹	5252	4532	3846	2025	1306	821	723	721
Leerstandsquote								
2013	6,4	1,2	8,0	4,7	3,9	12,5	2,7	18,5
2014	6,6	1,6	10,0	7,9	5,4	11,0	4,4	18,0
2015E ²	6,5–7	—	<10	<7,6	5,1 ³	10–12	<6,5	16,3 ³
Dividendenwachstum								
2009–2014	1,1	12,5	3,8	1,9	1,1	0,0	—	—
2014–2017 ⁴	0,0	9,9	1,1	2,5	0,0	0,0	3,8	4,4
Ausschüttungsquote								
Dividendenstrategie ²	80	35–45	>70	<80	≥CHF 9.50	CHF 20 seit 2007	≤40	4 ⁶
2014	95	40	88	80	98	80	36	117
2015 ⁴	95	44	91	75	96	81	39	99
Durchschnitt 2009–2014	95	39	86	73	96	83	39 ⁵	—
Dividendenrendite								
2015 ⁴	4,9	2,1	3,9	4,6	4,5	4,8	1,3	3,9
2016 ⁴	4,9	2,2	3,9	4,7	4,5	4,8	1,3	4,1
Eigenkapitalquote³	44	53	56	47	44	38	60	54

¹ in Mio. CHF per 13. November 2015 ² laut Firmenangaben ³ per 1. Halbjahr 2015 ⁴ Konsenserwartungen ⁵ 2012–2014 ⁶ des Nettoinventarwerts
Diese Tabelle ist eine Referenzliste und stellt keine Empfehlungsliste dar.

Quellen: Unternehmen, UBS, per 13. November 2015

Zeit, den Hebel zu reduzieren

Thomas Veraguth und Sandra Wiedmer

Bei börsennotierten Schweizer Immobiliengesellschaften ist in den letzten Jahren der finanzielle Hebel insgesamt leicht gesunken, was die Bilanzen solider erscheinen lässt. Doch dahinter verbergen sich teilweise nicht nachhaltige Wertsteigerungen der Immobilienportfolios. Unternehmen, die dem marktbedingten Wertminderungsrisiko aktiv begegnen, sind am besten für eine allfällige Preiskorrektur gewappnet.

Die börsennotierten Schweizer Immobilienaktiengesellschaften erlebten seit 2002 einen fulminanten Aufschwung. Hauptsächlich angetrieben durch das rasante Wachstum der Branchenführer, aber auch dank zahlreicher Börsengänge schwollen die bewirtschafteten Aktiven von 2002 bis 2014 um rund 240 Prozent auf 34 Milliarden Franken an. Dieser Zuwachs erfolgte unter anderem durch Neuverschuldung. Gemäss unserer Schätzung belief sich die Fremdfinanzierung per Ende 2014 auf 18,3 Milliarden Franken, verglichen mit lediglich 5,7 Milliarden Franken im Jahr 2002. Erkauften die Schweizer Immobilienaktiengesellschaften ihre Erfolgsgeschichte also mit Schulden?

Vermeintlich gestärktes Eigenkapitalpolster

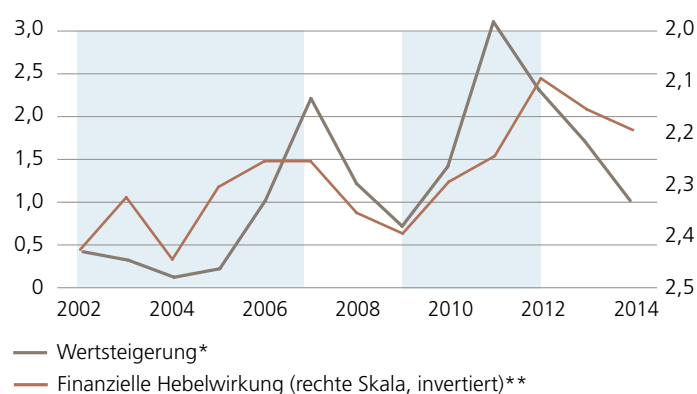
Rückläufige Zinskosten und marktbedingt stark gestiegene Immobilienwerte in den Bilanzen machten den Einsatz von Fremdkapital in den letzten Jahren attraktiv. Gemäss unseren Berechnungen purzelten die durchschnittlich bezahlten Fremdkapitalzinsen der börsennotierten Schweizer Immobiliengesellschaften seit 2002 um mehr als 1 Prozentpunkt auf aktuell etwas über 2 Prozent. Die Differenz zwischen den Einkommensrenditen und den Fremdkapitalkosten der Immobilienportfolios dürfte im Jahr 2002 rund 1,5 Prozentpunkte betragen haben. Aktuell schätzen wir diese auf über 2 Prozentpunkte, was einem Anstieg von 40 Prozent gegenüber 2002 entspricht. Da sich diese Differenz

vergrösserte, verbesserte eine zusätzliche Verschuldung die Eigenkapitalrentabilität. Somit nahm der Anreiz sich zu verschulden deutlich zu.

Dennoch zeigen die aggregierten Daten der Schweizer Immobilienaktiengesellschaften, dass der finanzielle Hebel oder das Verhältnis von Gesamtaktiven (Immobilienaktiven und Beteili-

Starke Wertsteigerungen mildern den Hebel

Finanzielle Hebelwirkung und Wertsteigerung, in Prozent



* Wertsteigerungsrendite von direkt gehaltenen Schweizer Bestandsliegenschaften

** Verhältnis von totalen Aktiven zum Eigenkapital; eigenkapitalgewichteter Durchschnitt Schweizer börsennotierter Immobilienaktiengesellschaften

Quellen: Bloomberg, IPD, UBS

gungen, liquide Mittel und andere Aktiven) zum Eigenkapital (liberierte Aktien und einbehaltene Gewinne) von über 2,4 im Jahr 2002 auf unter 2,2 im Jahr 2014 leicht sank. Offensichtlich nutzten die Unternehmen diese lange Aufschwungsperiode, um ihr Eigenkapitalpolster zu stärken, und zwar um schätzungsweise fast 1,5 Milliarden Franken.

« Falls die Mieteinnahmen mittelfristig nicht weiter angehoben werden können, besteht ein Korrekturpotenzial von fast 10 Prozent. »

Der rasante Aufschwung der Schweizer Immobilienengesellschaften scheint somit nicht auf einer unkontrollierten Schuldenanhäufung zu fussen. Es besteht jedoch das Risiko, dass der effektive Hebel aufgrund marktbedingter Wertsteigerungen unterschätzt wird. Seit 2002 nahmen die Immobilienwerte in schweizweiten Gesamtportfolios im Durchschnitt um fast 20 Prozent zu. Diese signifikante Wertsteigerung vermochte die Bilanzen deutlich zu stützen, was den effektiven Hebel kaschierte. Insbesondere nach der Finanzkrise 2008/2009 senkte ein starker Wertanstieg den finanziellen Hebel signifikant, da trotz deutlich sinkender Fremdkapitalkosten die Schulden der Immobilienaktiengesellschaften langsamer anstiegen als deren Immobilienwerte.

Nachhaltigkeit der Bewertungen fraglich

Die Marktrisiken rund um die Immobilienbewertung sind dennoch nicht zu unterschätzen. Die jährlichen marktbedingten Kapitalgewinne nahmen zwischen 2010 und 2014 deutlich zu; ihr Anteil an der gesamten Immobilienrendite stieg

auf etwa einen Drittel. Dies ist mehr als doppelt so viel wie im langjährigen Durchschnitt und zeigt, dass die Mieteinnahmen nicht mit den Wertsteigerungen mithalten konnten. Dadurch sehen wir die Nachhaltigkeit dieser Wertsteigerungen in Frage gestellt.

Zudem überstiegen seit 2010 die jährlichen Immobilienwertrenditen die Inflationsraten deutlich. Eine solche Abkoppelung der Wertsteigerungen von der Inflation führte in der Vergangenheit zu Korrekturen und kann sich auch diesmal als nicht nachhaltig entpuppen. Falls die Mieteinnahmen mittelfristig nicht weiter angehoben werden können, besteht ein Korrekturpotenzial von fast 10 Prozent. Eine derartige Marktkorrektur müsste vollumfänglich dem Eigenkapital der Gesellschaften belastet werden, wodurch der durchschnittliche finanzielle Hebel gemäss unseren Schätzungen auf 2,5 anstiege – ein in den letzten 15 Jahren nie erreichter Wert. Risiken im Zusammenhang mit steigenden Zinsen, rückläufigen Mieteinnahmen oder steigenden Leerständen sind bei diesem Szenario noch nicht berücksichtigt. Kommt es jedoch zu einem graduellen Immobilienmarktabschwung, dürften die Börsenpreiskorrekturen aufgrund des aktuellen Niveaus an finanziellem Hebel insgesamt im einstelligen Bereich bleiben. Allerdings könnte die Performance unter den Gesellschaften stärker divergieren, da die Hebel aktuell von rund 1,7 bis 4,5 reichen.

Aktives Risikomanagement favorisiert

Wir raten Anlegern Gesellschaften zu favorisieren, die diese Risiken durch ein aktives Management ihrer Bilanz bereits antizipieren, sprich den finanziellen Hebel reduzieren. Möglichkeiten dazu bieten Gewinnmitnahmen durch den Verkauf von Liegenschaften, eine bessere Fristenkongruenz zwischen den Mietverträgen und den Finanzierungslaufzeiten und schliesslich die Rückzahlung von Schulden, was im jetzigen Negativzinsumfeld ohnehin prüfenswert ist. Als besonders wichtig erachten wir auch die Nachhaltigkeit der Dividendenzahlungen. Diese sollten allein durch die operative Tätigkeit finanziert werden, damit sie nicht an der Substanz der Gesellschaft zehren. Denn in den kommenden Jahren werden Wertsteigerungen die Bilanzen kaum mehr stützen.

Mehrheit der Weltstädte überbewertet

Matthias Holzhey und Maciej Skoczek

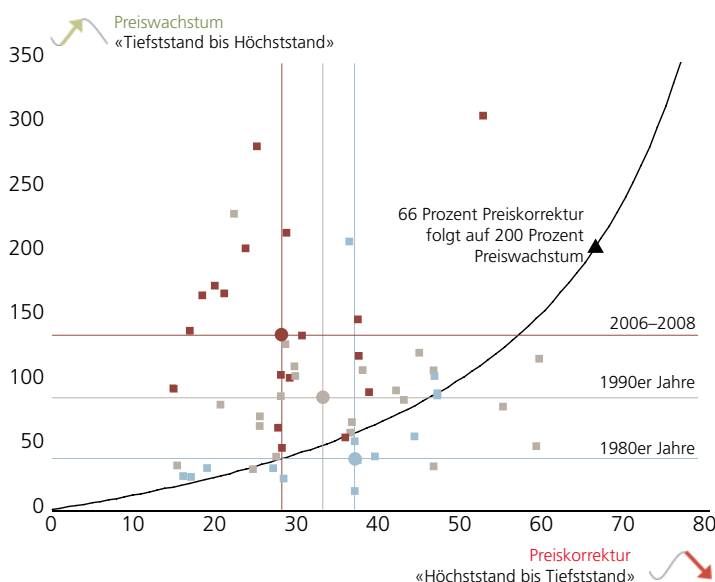
Der *UBS Global Real Estate Bubble Index* quantifiziert das Risiko einer Immobilienblase in den Eigenheimmärkten von 15 ausgewählten Finanzzentren rund um den Globus. London und Hongkong weisen Symptome einer Immobilienblase auf, zehn Städte deutliche Anzeichen einer Überbewertung – auch Genf und Zürich.

Auf Wohnimmobilienmärkten lassen sich in gewissen Zeitabständen grössere Korrekturen beobachten. In den vergangenen 40 Jahren gab es weltweit drei Korrekturwellen. Ein erster Immobilienzyklus endete um 1980, als die Wohnimmobilienmärkte der betroffenen Länder durchschnittlich fast 40 Prozent korrigierten, was die vorherigen realen Preisanstiege wieder auslöschte. Der zweite Zyklus endete Anfang der 1990er Jahre ebenso heftig, wenn auch viele der korrigierenden Märkte nicht mehr auf die Tiefstände der frühen 1980er Jahre zurückfielen. Das Ende des dritten Zyklus 2008 war einer der Auslöser der globalen Finanzkrise.

Den weltweiten Korrekturen ab 2008 von durchschnittlich knapp 30 Prozent gingen im Mittel reale Preisanstiege von 130 Prozent seit Mitte der 1990er Jahre voraus. Somit folgte die schwächste der drei Korrekturperioden auf den stärksten Preisanstieg. Ein Grund dafür liegt in der Geldpolitik der Zentralbanken. Unter dem Schlagwort «Quantitative Lockerung» schwoll die weltweite monetäre Basis seit 2007 auf mehr als das Dreifache an und beflügelte so die Preise von Vermögenswerten. Dieser Impuls verkürzte diese letzte Korrekturphase und ebnete den Weg für einen neuen Immobilienboom. Mittlerweile wurden die Verluste nach der Finanzkrise denn auch wieder mehr als wettgemacht.

Abschwächung der Korrekturphasen

57 Preiskorrekturen in globalen Städten und Ländern, inflationsbereinigt, in Prozent



Preiswachstum bis zum Höchststand und nachfolgende Korrektur

- Frühe 1980er Jahre
- Frühe 1990er Jahre
- 2006 bis 2008

Bemerkung: Die schwarze Linie stellt die zum Ausgleich des vorangehenden Preisanstiegs notwendige Preiskorrektur dar. Die horizontalen und vertikalen Linien zeigen die Median der Preisanstiege beziehungsweise -korrekturen in der entsprechenden Periode.

Quelle: UBS



City of London

« Der Wohnimmobilienmarkt in Genf befand sich 2011 noch in der Blasenzone.»

Index fokussiert auf Städte

Am Ursprung einer Immobilienblase steht fast immer ein realwirtschaftlicher Boom. Weltstädte und globale Finanzzentren gehören zu den wirtschaftlichen Gewinnern der letzten 20 Jahre. Die Städte erstarkten wieder als Standorte wirtschaftlicher Leistungserbringung, womit die Zentrums-lagen massiv an Wert zulegten. So stiegen die realen Wohnimmobilienpreise in vielen Finanzzentren seit 1998 auf mehr als das Doppelte.

Dies führte jedoch zusehends zu einer Abkoppelung der Immobilienpreise von der Realwirtschaft und den lokalen Einkommen. So verstärkten einerseits internationale Kapitalflüsse den Nachfrageüberhang in den Innenstädten. Andererseits heizten tiefe Zinsen den Kauf von Wohneigentum an und erhöhten die Profitabilität von spekulativen Buy-to-let-Investitionen. In der Summe bilden alle diese Faktoren einen gefährlichen Nährboden für Übertreibungen und die Entstehung von Immobilienblasen.

Globale Städte deutlich überbewertet

Aktuell sind zwölf von 15 Städten gemäss dem *UBS Global Real Estate Bubble Index* überbewertet. London und Hongkong stehen in der Blasenrisikozone, dicht gefolgt von Vancouver, Sydney und San Francisco. Ebenfalls überbewertet sind Amsterdam, Genf, Zürich, Paris, Frankfurt, Tokio und Singapur. Die US-Städte New York und Boston sind im historischen Vergleich fair bewertet, während Chicago sogar unterbewertet ist.

Städte in oder nahe an der Blasenrisikozone sind anfällig für starke Preiskorrekturen bei einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Auffallend ist, dass in den vier Städten mit den höchsten Werten des Immobilienblasenindex (London, Hongkong, Sydney, Vancouver) die Preisexzesse teils stark durch ausländisches Kapital getrieben waren.

Zunehmende Überhitzungstendenzen in Europa

Die untersuchten europäischen Städte verzeichneten in den letzten Jahren einen starken Anstieg der Wohnungspreise und der Bewertungen. Die Massnahmen zur quantitativen Lockerung durch die Europäische Zentralbank und die Bank of England sowie die schon seit längerer Zeit günstigen Finanzierungsbedingungen spielten dabei eine wichtige Rolle. In London stiegen die Wohnungspreise seit 2013 um real 40 Prozent und liegen bereits wieder oberhalb der rekordhohen Niveaus von 2007. London genießt eine hohe internationale Anziehungskraft und profitiert von seinem Status als sicherer Hafen. Doch auch in anderen europäischen Städten wie Paris, Amsterdam und Frankfurt sind die Bewertungen hoch.

In Paris überschritten die Eigenheimpreise zwar bereits den Zenit – seit 2011 korrigierten sie um mehr als 10 Prozent – doch angesichts der Preissteigerungen von 170 Prozent seit 1998 kann keine

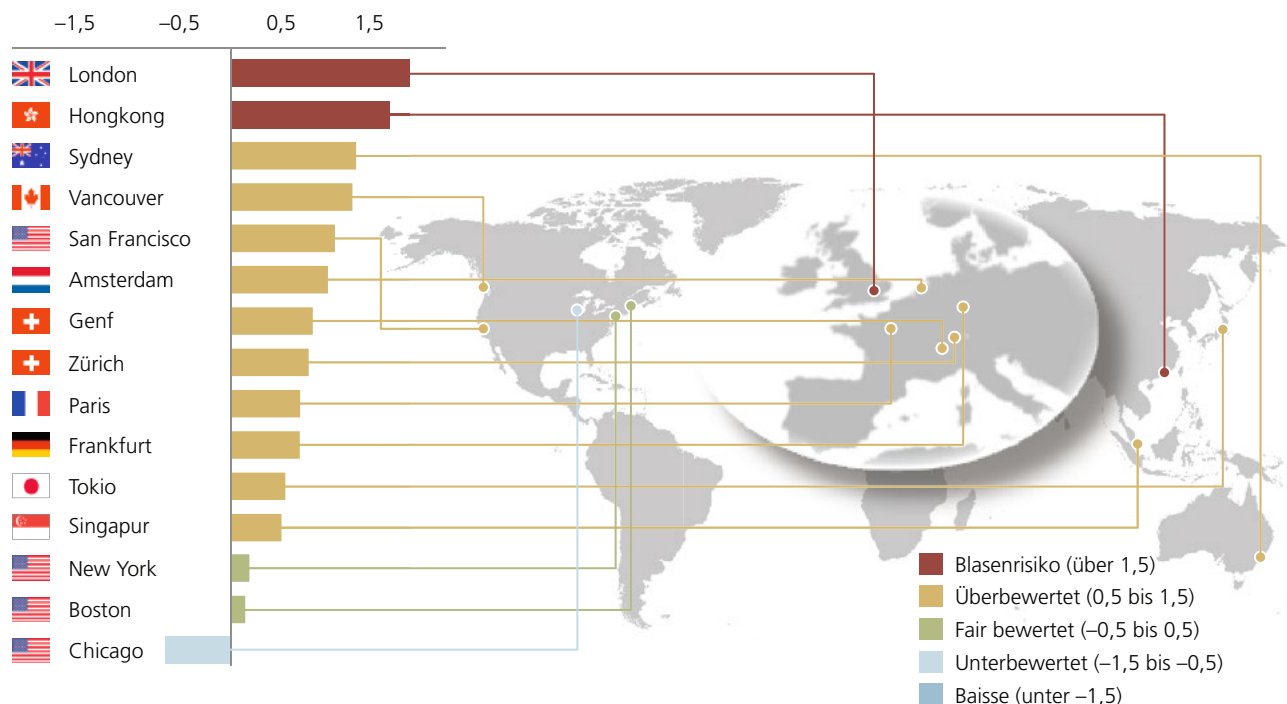
Aussagekraft des UBS Global Real Estate Bubble Index

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

Der *UBS Global Real Estate Bubble Index* zeigt für 15 ausgewählte Weltstädte, wie stark die fundamentale Bewertung der jeweiligen Wohnimmobilienmärkte von der langfristigen Norm abweicht. Stieg der Index in der Periode von 1985 bis 2009 über 1, so setzte innerhalb der folgenden drei Jahre in 95 Prozent aller Fälle eine deutliche Preiskorrektur ein. Über den genauen Zeitpunkt, die Dauer und die Intensität der Korrektur können keine exakten Aussagen gemacht werden.

UBS Global Real Estate Bubble Index

Aktuelle Indexstände für Eigenheimmärkte ausgewählter Weltstädte



Der *UBS Global Real Estate Bubble Index* ist der gewichtete Durchschnitt von fünf standardisierten Sub-Indikatoren. Analysiert werden die Entwicklung des Preis-Einkommen-Verhältnisses, des Preis-Miet-Verhältnisses und des Preisverhältnisses von Stadt zu Land. Zusätzliche Indikatoren sind das Wachstum des Hypothekenvolumens und der Bautätigkeit. Eine detaillierte Beschreibung der Methodik und der zugrunde liegenden Annahmen finden Sie in der Publikation *UBS Global Real Estate Bubble Index* vom 29. Oktober 2015.

Quelle: UBS

Entwarnung gegeben werden. Auch die Tragbarkeit bleibt tief: Zum Kauf von 60 Quadratmetern Wohnfläche werden über dreizehn Jahreseinkommen in einem höher qualifizierten Dienstleistungsberuf benötigt. Amsterdam korrigierte nach 2008 deutlich, wobei die Wohneigentumspreise um fast 25 Prozent fielen. Doch mittlerweile haben die Eigenheimpreise zu einem Rebound angesetzt und sich stark vom Landesdurchschnitt und von den lokalen Einkommen abgekoppelt. Obwohl eine anhaltende Beschleunigung der Preisdynamik aufgrund der relativ schwachen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht zu erwarten ist, besteht nach wie vor Korrekturpotenzial. In Frankfurt stiegen die Preise seit 2011 um mehr als 20 Prozent an. Doch das Ende der Fahnenstange dürfte trotz erhöhter Bewertung noch nicht erreicht sein. Das Preisniveau ist im internationalen Vergleich und auch in Relation zu den lokalen Einkommen weiterhin tief. Entscheidend wird die Entwicklung der deutschen Wirtschaft und des Finanzplatzes Frankfurt sein.

Schweiz – Blasengefahr in Genf vorerst gebannt

In Genf stiegen die Preise für Wohneigentum seit dem Jahr 2000 teuerungsbereinigt um rund 110 Prozent. Unter den untersuchten Städten weisen nur Paris und Hongkong ein noch stärkeres Preiswachstum auf. Mit einem Anstieg von 80 Prozent in derselben Periode liegt Zürich zwar deutlich hinter Genf, doch immer noch im oberen Mittelfeld der untersuchten Städte. Beide Schweizer Finanzzentren stehen in der Überbewertungszone, die Limmatstadt mit 0,86 und die Rhonestadt mit 0,91 Indexpunkten.

Abkühlung in Genf

Der Wohnimmobilienmarkt in Genf befand sich 2011 noch in der Blasenzone. In den letzten drei Jahren folgte eine Abkühlung aus der Blasenrisiko- in die untere Hälfte der Überbewertungszone. Einerseits fielen die Preise um 5 Prozent, während die Einkommen und die Mieten stabil blieben. Andererseits stiegen die Preise in der übrigen Schweiz weiter an, so dass sich die Preisdifferenz zwischen Genf und der Gesamtschweiz etwas reduzierte.

Zürich mit zweitstärkstem Preisanstieg seit 2009

Der Immobilienblasenindex für Zürich stieg in den letzten Jahren deutlich an. Seit Ende der Finanzkrise weist die Deutschschweizer Finanzmetropole mit plus 25 Prozent das zweitstärkste Preiswachstum aller untersuchten Städte auf; nur Sydney verzeichnete noch höhere Wachstumsraten. Ab 2012 hinkte die Preisentwicklung jedoch auch in Zürich der Gesamtschweiz hinterher.

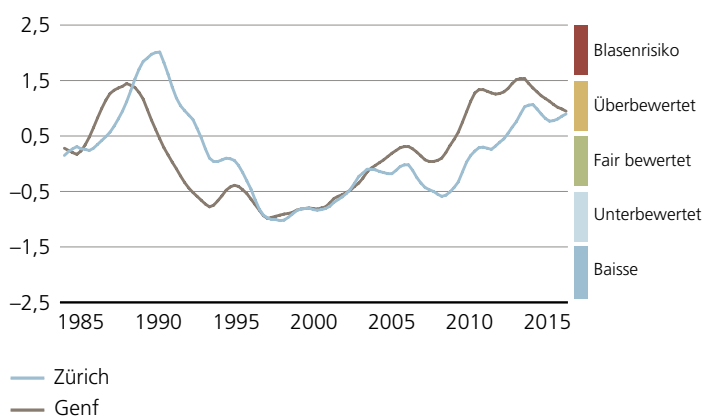
Zinssensitivität in der Schweiz am höchsten

Die Überbewertung der Wohnungsmärkte in Zürich und Genf zeigt sich in einem im internationalen Vergleich sehr hohen Preis-Miet-Verhältnis. In Zürich werden 35 Jahresmieten benötigt, um ein vergleichbares Eigenheim zu erwerben, was ein internationaler Spitzenwert ist. Dies entspricht einer Rendite von nur 2,8 Prozent. Somit ist in den Schweizer Städten die Zinsabhängigkeit der Eigenheimpreise sehr ausgeprägt, denn ein Zinsanstieg wirkt sich bei tieferen Renditen stärker auf die Kaufpreise aus als bei höheren Renditen.

Auch das Preis-Einkommensverhältnis ist in Zürich und Genf in den letzten Jahren stark angestiegen. Im Vergleich mit den anderen Finanzzentren sind die Bedingungen für die lokale Bevölkerung dennoch sehr komfortabel. Es werden rund acht Jahreseinkommen benötigt, um eine 60 Quadratmeter grosse Wohnung zu erwerben. In London müssen etwa 15 und in Hongkong sogar 24 Jahreseinkommen aufgewendet werden.

Überbewertete Schweizer Städte

UBS Global Real Estate Bubble Index für Zürich und Genf



Quelle: UBS

Erhöhte Vorsicht zum Ende des Zyklus

Thomas Veraguth, Nena Winkler und Cyril Demaria

Immobilienanlagen können bei privaten wie auch institutionellen Investoren das Risiko-Ertrags-Verhältnis des Portfolios verbessern. Dabei kann direkt oder via verschiedene indirekte Anlagevehikel in Immobilien investiert werden. Hat sich der Investor für eine Anlageform entschieden, bieten sich je nach Risiko-präferenz und Anlagehorizont verschiedene Strategien an. Nicht zuletzt ist die Position im Immobilienmarktzyklus von grosser Bedeutung für einen Ein- oder Ausstieg.

Renditetreiber

Die Gesamtrendite von Immobilieninvestitionen setzt sich aus den Mieteinkommen und der Änderung des Kapitalwerts zusammen. Auf lange Sicht tragen Mieteinnahmen etwa 80 Prozent zur annualisierten Gesamtrendite bei. So hat der globale Immobilienmarkt laut Index der Investment Property Databank (IPD) in den letzten 14 Jahren eine durchschnittliche Gesamtrendite von 7,4 Prozent, eine Einkommensrendite von 6,1 Prozent und einen Kapitalgewinn von 1,2 Prozent erzielt. Obwohl manche Strategien

ihren Schwerpunkt auf Wertsteigerung legen, sind Mieteinnahmen der zentrale Beweggrund klassische Immobilienanlagen zu halten. Mieteinnahmen hängen von der Bonität der Mieter ab, variieren aber auch mit dem Vermietungsstand. Entscheidend ist daher das Zusammenspiel zwischen der Immobilienanlage als solcher (Angebot) und der Entwicklung der wirtschaftlichen Lage der Mieter (Nachfrage).

Kapitalgewinne oder -verluste hängen in erster Linie von der Entwicklung der Kapitalisierungs-raten (der Bewertung zugrunde liegende Renditen) ab, zu denen zukünftige Erträge diskontiert werden. In den USA ist Real Capital Analytics (RCA) zufolge die Kapitalisierungsrate für erstklassige Büroimmobilien von 10,5 Prozent Anfang 2010 auf das derzeitige niedrige Niveau von 4,9 Prozent gesunken. Auch die Anlegererwartungen im Hinblick auf die Veränderungen des betrieblichen Nettoergebnisses (Net Operating Income, NOI) sowie bezüglich der Knappheit eines bestimmten Immobilientyps sind wichtige Treiber der Immobilienbewertungen.

Eigenschaften von Immobilienvehikeln

Investmentvehikel	Liquidität	Kontrolle über Investition	Anzahl Liegen-schaften	Trans-aktions-kosten	Diversi-fikation	Korrelation zu Finanz-märkten	Not-wendiges Investment-Know-how
Börsennotierte REITs/ Immobilienaktien	Hoch	Tief	30–200	Tief	Hoch	Hoch	Tief
Börsennotierte Immobilienfonds	Mittel	Tief	20–100	Tief	Hoch	Mittel	Tief
Private Real Estate/ Nicht börsennotierte Immobilienfonds	Tief	Tief	10–50	Mittel	Mittel bis hoch	Tief	Mittel
Direkte Immobilienanlagen	Tief	Hoch	≥1	Hoch	Tief	Tief	Hoch
Immobilien Property Clubs	Tief	Mittel	5–30	Mittel	Mittel	Tief	Mittel
Immobilienmandate	Tief	Hoch	5–20	Mittel	Tief	Tief	Hoch

Quelle: UBS



Rolex Learning Center EPFL Ecublens (VD)

« Auf lange Sicht tragen Mieteinnahmen etwa 80 Prozent zur Gesamtrendite bei.»

Vehikel

Anleger können entweder direkt oder indirekt in den Immobilienmarkt investieren. Bei Direktinvestitionen erfolgt ein rechtlicher und wirtschaftlicher Eigentumstransfer der Liegenschaft vom Verkäufer an den Investor, während bei indirekten Immobilienanlagen Anteile an einem Anlageinstrument erworben und somit die Anlageentscheide abgetreten werden. Bei indirekten Immobilieninvestitionen besteht die Wahl zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Anlagen, wie nicht börsennotierte Immobilienfonds und Private-Real-Estate-Anlagen. Generell können Anleger als Eigen- und Fremdkapitalgeber indirekt in den Immobilienmarkt investieren.

Die liquideste Anlageform sind von Immobilienunternehmen ausgegebene börsengehandelte Finanztitel (zum Beispiel Immobilienaktien oder -schuldtitle). Börsennotierte Immobilienaktien werden gewöhnlich mit einem Auf- oder Abschlag auf den Nettoinventarwert (Net Asset Value, NAV) der zugrunde liegenden Immobilien

gehandelt. Real Estate Investment Trusts (REITs) sind eine staatlich regulierte Form börsennotierter Immobilität, die eine Doppelbesteuerung auf Unternehmens- und Anlegerebene vermeiden. Der globale Immobilienaktienmarkt weist insgesamt eine Marktkapitalisierung von etwa 1600 Milliarden US-Dollar auf.

Direktengagements hingegen sind die am wenigsten liquiden Immobilieninvestitionsformen. Zwischen den beiden Enden des Liquiditätsspektrums können die Anleger aus zahlreichen indirekten Instrumenten wählen, die in börsennotierte und/oder nicht börsennotierte Immobilienanlagen investieren. Diese Instrumente sind meist wenig liquide und vorwiegend für qualifizierte Investoren mit einem langen Anlagehorizont geeignet. Auch weisen diese Anlagen eine relativ geringe Korrelation zu den Finanzmärkten auf, da der NAV der Liegenschaften auf der Beurteilung externer Schätzungsexperten beruht. Diese Produkte sind in der Höhe ihres NAV bewertet.

Solche beschränkt liquiden Instrumente sind Immobilienfonds und Dachfonds (oder Mandate), die ein vergleichsweise hohes Diversifikationspotenzial aufweisen, da spezialisierte Immobilienanlagenmanager die Liegenschaften oder die Fonds beziehungsweise die Manager nach strengen Rentabilitätskriterien auswählen und in abgestimmten Portfolios zusammenstellen. Immobilienfonds werden als offene (ohne Begrenzung der Anlagenbasis) oder geschlossene (mit einem festen Anlagenpool) Strukturen angeboten. Im Gegensatz zu offenen Strukturen können bei geschlossenen Instrumenten neue Anteile am Fonds nur über eine Kapitalerhöhung gezeichnet werden und Rücknahmen sind nur unter strikten Bedingungen möglich. Die Liquidität geschlossener Fonds ist somit bloss in einem limitierten Sekundärmarkt gegeben.

Strategien

Core-Immobilien

Core-Immobilien sind voll vermietete Objekte an erstklassigen Standorten mit hochwertigen Mietern und niedrigen Ausfallrisiken. Der Schwerpunkt liegt auf Ertragsstabilität. Dennoch können auch Core-Immobilien erheblichen Kapitalgewinnen oder -verlusten unterliegen, da sie in den Fokus von umfangreichen grenzüberschreitenden Kapitalzu- oder -abflüssen geraten können. Bei Core-Immobilien, die länger als einen Immobilienzyklus gehalten werden, erholen sich die Kapitalwerte meist nach einem deutlichen Abschwung wieder. Trotzdem bringt der Erwerb einer Core-Liegenschaft zu einer vergleichsweise niedrigen Anfangsrendite ein erhöhtes Durationsrisiko (Zinsänderungsrisiko) mit sich, weil im Vergleich zu einer Liegenschaft mit höherer Rendite ein grösserer Teil des Ertrages in der Zukunft liegt.

Core-Plus-Immobilien

Core-Plus-Immobilien unterscheiden sich leicht von Core-Anlagen im Hinblick auf den Standort, die vertragliche Mietstruktur, die Qualität des Gebäudes und die Mieterstruktur. Sie haben folglich ein etwas höheres erwartetes Risiko-Ertrags-Profil. Core- und Core-Plus-Strategien machen mehr als 75 Prozent der weltweiten marktfähigen Immobilienanlagen aus.

Value-Add-Strategien

Für risikofreudigere Investoren eignen sich Value-Add-Strategien, die attraktive Einkom-

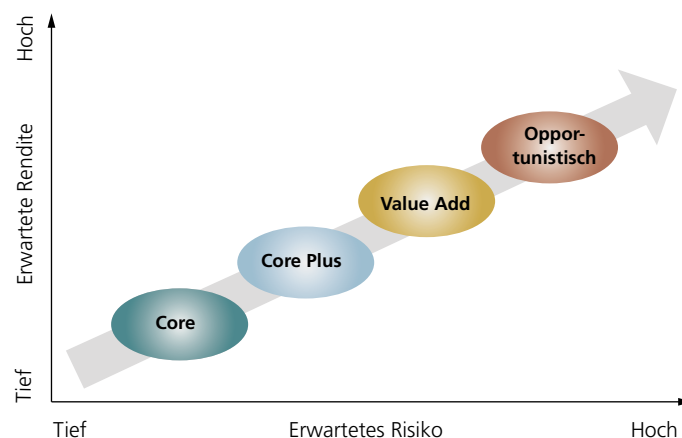
mensrenditen bieten können, aber vor allem auf eine zukünftige Wertsteigerung abzielen. Aufgrund der antizipierten Wertsteigerung ist diese Strategie mit einer höheren Volatilität verbunden. Im Vergleich zu Core-Strategien erfordern Value-Add-Investitionen eine noch sorgfältigere Planung der Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkte, ein aktives Management von Liegenschaften mit Sanierungs- und/oder Neuentwicklungsbedarf sowie eine allfällige Neupositionierung. Value-Add-Strategien beinhalten auch den Kauf von Liegenschaften mit erhöhten Leerständen, denn eine erfolgreiche Steigerung der Belegungsrate (beispielsweise durch Umnutzung oder Sanierung) dient der Wertsteigerung des Gebäudes.

Opportunistische Investitionen

Am oberen Ende des Risikospektrums zielen opportunistische Investitionen auf Liegenschaften mit hohem (Neu-)Entwicklungspotenzial und erheblichen Leerständen ab. Die Anleger erwarten hier, einen hohen Anteil ihres Ertrags durch Wertsteigerungen zu generieren, weshalb eine präzise Ausstiegsstrategie unerlässlich ist. Neben den üblichen Immobilienmarktrisiken muss der Anleger auch erhebliche finanzielle Risiken tragen können (zum Beispiel Leverage). Diese Strategie ist häufig bei Private Real Estate Funds anzutreffen.

Risikoprofile von Immobilieninvestitionen

Schematische Darstellung



Quelle: UBS

Empfehlung

Der 2009/2010 begonnene Aufwärtszyklus ist in den meisten Industrieländern weit fortgeschritten; die Kapitalisierungsraten sind so tief wie am Höhepunkt des letzten Zyklus im Jahr 2007. Vor allem in globalen Zentren (beispielsweise in London, New York und Hongkong) wurden die Bewertungen durch grenzüberschreitende Kapitalflüsse deutlich in die Höhe getrieben, die 2015 gemäss RCA mehr als 30 Prozent des gesamten Immobilientransaktionsvolumens ausmachten.

« Riskantere Strategien sollten einen Ausstieg vorbereiten, ausser der Anlagehorizont kann deutlich verlängert werden. »

Anleger, die dieses oder nächstes Jahr mit einem Ende der derzeitigen Aufwärtsentwicklung rechnen, müssen in den nächsten Quartalen über einen Marktausstieg entscheiden. Core-Immobilien-Anleger können Gewinne durch den Verkauf von Liegenschaften mitnehmen, den Verschuldungsgrad reduzieren oder aber mit Blick auf den stabilen Cashflow investiert bleiben und allfällige temporäre Kapitalverluste aussitzen. Value-Add- und opportunistische Strategien können auch mit steigenden Leerständen konfrontiert werden sowie gar mit einer langfristigen Wertminderung. Riskantere Strategien sollten daher einen Ausstieg vorbereiten, ausser der Anlagehorizont kann deutlich verlängert werden.

Private-Real-Estate-Investitionen

Langfristig orientierten Anlegern, die eine gewisse Illiquidität hinnehmen können, raten wir zu Private-Real-Estate-Investitionen, um die Rendite-treiber ihres Portfolios zu diversifizieren. Solange der zusätzlich erwartete Ertrag ausreichend hoch und die Auswirkungen der Volatilität begrenzt sind, bieten Private-Real-Estate-Investitionen einen Mehrwert für das Portfolio, was für das Illiquiditätsrisiko entschädigt. Zum Zyklusende hin sind jedoch nicht alle Private-Real-Estate-Investitionen attraktiv. Denn im aktuellen Umfeld liegt bei Private Real Estate Funds eine rekordhohe Summe an nicht in Immobilien investiertem Kapital brach. Zusätzlich erschwert die grosse Verfügbarkeit billiger Fremdfinanzierung die Platzierung von Kapital.

Innerhalb von Private Real Estate Funds bevorzugen wir solche, die sich auf Komplexität und gezieltere Ertragsfaktoren sowie Nischenanlagen konzentrieren. Die Berücksichtigung spezialisierter Strategien und Fondsmanager ist über die Zeit hinweg der Schlüssel zu Mehrerträgen. Wir legen den Schwerpunkt auf Value-Add- und opportunistische Strategien, bei denen erfahrene Manager Wert schaffen können, beispielsweise durch die Aufwertung oder Neupositionierung von Liegenschaften. Dank der langen Bindungsdauer des Kapitals können sich Manager von Private Real Estate Funds auf die Entwicklung oder Umstrukturierung von Anlagen konzentrieren, ohne unter dem Druck einer regelmässigen Ertragsausschüttung zu stehen. Deshalb können Private Real Estate Funds auch langfristige Trends, wie eine steigende Nachfrage nach Pflegeheimen, effektiver berücksichtigen als börsennotierte Instrumente.

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

Externe Vermögensverwalter und Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und / oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen. **Australien:** 1) **Kunden von UBS Wealth Management Australia Ltd:** Diese Mitteilung wird von UBS Wealth Management Australia Ltd. ABN 50 005 311 937 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231127) ausgestellt: Der Inhalt dieses Dokuments ist allgemeiner Art und stellt keine persönliche Beratung zu Finanzprodukten dar. Die Publikation berücksichtigt weder die Ziele noch die finanzielle Situation oder Bedürfnisse einer bestimmten Person. Vor jeglichen Anlageentscheidungen sollte ein Empfänger Beratung von einem unabhängigen Finanzberater einholen und alle relevanten Angebotsunterlagen oder Offenlegungsdokumente prüfen. 2) **Kunden von UBS AG:** Diese Mitteilung wird durch UBS AG ABN 47 088 129 613 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231087) ausgestellt: Diese Publikation wird durch UBS AG ausgestellt und verteilt, auch wenn in vorliegendem Dokument eine gegenteilige Bestimmung enthalten ist. Die Publikation ist einzig zur Verwendung durch «Firmenkunden» gemäss der Definition in Section 761G («Wholesale Clients») des Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act») bestimmt. Unter keinen Umständen darf die Publikation von UBS AG einem «Privatkunden» gemäss der Definition in Section 761G des Corporations Act zur Verfügung gestellt werden. Die Research-Services von UBS AG stehen einzig «Firmenkunden» zur Verfügung. Die Publikation enthält nur allgemeine Informationen und berücksichtigt weder die persönlichen Anlageziele noch die finanzielle oder steuerliche Situation oder besonderen Bedürfnisse einer bestimmten Person. **Bahamas:** Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS (Bahamas) Ltd verteilt und darf nicht an Personen verteilt werden, die laut «Bahamas Exchange Control Regulations» als Bürger oder Einwohner der Bahamas gelten. **Bahrain:** UBS ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlagendienstleistungen. **Brasilien:** Erstellt durch UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, eine Einheit, die durch die Comissão de Valores Mobiliários («CVM») beaufsichtigt wird. **Deutschland:** Herausgeberin im Sinne des deutschen Rechts ist UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2–4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lizenziert und wird durch diese beaufsichtigt. **Dubai:** Der Vertrieb von Research erfolgt durch UBS AG Dubai Branch innerhalb DIFC ausschliesslich an professionelle Kunden und darf nicht innerhalb der Vereinigten Arabischen Emirate weitergegeben werden. **Frankreich:** Diese Publikation wird an Privatkunden und «Prospects» von UBS (France) SA, einer französischen «Aktiengesellschaft» mit einem Aktienkapital von EUR 125 726 944 vertrieben. Ihr Domizil ist an der 69, boulevard Haussmann, F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA ist als Finanzdienstleister entsprechend den Bestimmungen des französischen «Code Monétaire et Financier» ordnungsgemäss zugelassen und ist eine unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden 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. **Italien:** Dieses Dokument

wird an Kunden der UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 4 – Mailand, eine ordnungsgemäss von der «Banca d'Italia» als Finanzdienstleister zugelassene und unter der Aufsicht von «Consob» und der «Banca d'Italia» stehende italienische Bank, verteilt. **Jersey:** UBS AG, Niederlassung Jersey, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. **Kanada:** In Kanada wird diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. an Kunden von UBS Wealth Management Canada verteilt. **Luxemburg:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS (Luxembourg) S.A., 33A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B 11142, einer lizenzierten Bank unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank und der «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), der denen 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 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. **Saudi-Arabien:** Diese Publikation wurde von UBS Saudi Arabia (eine Tochtergesellschaft der UBS AG) genehmigt, einer geschlossenen saudiarabischen Aktiengesellschaft nach dem Recht des Königreichs Saudi-Arabien mit der Handelsregisternummer 1010257812, die ihren angemeldeten Geschäftssitz in Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Königreich Saudi-Arabien hat. UBS Saudi Arabia ist von der «Capital Market Authority of Saudi Arabia» zugelassen und reguliert. **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 Gesetzen Taiwans oder mit dem Einverständnis der Kunden oder auf deren Wunsch zugestellt. **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 Januar 2016

© UBS 2016. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

Allreal 1, 2. Flughafen Zuerich 1. Intershop Holding AG 1, 2, 3. Mobimo Holding 1. PSP Swiss Property 1, 2, 4. Swiss Prime Site 1, 2. Zug Estates 1.

- 1 UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften erwarten innerhalb der kommenden drei Monate von diesem Unternehmen/dieser Rechtseinheit eine Vergütung für Investmentbanking-Dienstleistungen oder beabsichtigen, solche in Rechnung zu stellen.
- 2 UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften haben bei der Emission oder Platzierung von Wertpapieren dieses Unternehmens/dieser Rechtseinheit oder dessen/deren verbundenen Unternehmen in den letzten zwölf Monaten als Manager/Co-Manager fungiert.
- 3 In den letzten zwölf Monaten haben UBS Securities LLC und/oder ihre verbundenen Unternehmen von diesem Unternehmen/dieser Rechtseinheit Vergütungen für Produkte und Dienstleistungen ausser Investmentbanking-Dienstleistungen erhalten.
- 4 Als Mitarbeiter der UBS AG werden leitende Angestellte oder Verwaltungsratsmitglieder bezeichnet.

Per 6. Januar 2016



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

Überblick und Prognosen

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

	2016 ¹	2015 ²	2014	2013	2012	2011	10 Jahre ³
Treiber	Konjunktur und Einkommen						
	Bruttoinlandprodukt, real	1,4	1,0	1,9	1,8	1,1	1,9
	Bruttoinlandprodukt pro Einwohner, real	0,3	-0,2	0,6	0,6	0,0	0,8
	Löhne, real	0,9	1,9	0,8	1,0	1,5	0,9
	Inflation und Zinsen						
	Durchschnittliche Jahresteuierung	-0,4	-1,1	0,0	-0,2	-0,7	0,3
	3-Monats-Libor CHF ⁴	-0,8	-0,8	-0,1	0,0	0,0	0,5
	Rendite 10-Jahres-Bundesobligationen ⁴	0,2	-0,1	0,4	1,3	0,6	1,4
	Bevölkerung und Beschäftigung						
Wohnen	Bevölkerungsbestand	1,0	1,1	1,2	1,3	1,1	1,1
	Arbeitslosenquote	3,5	3,3	3,2	3,2	2,9	3,1
	Beschäftigung, in Vollzeitäquivalenten	0,7	0,6	0,8	1,3	1,7	1,4
	Eigenheime						
	Angebotspreise Eigentumswohnungen	-1,0	1,5	2,2	3,3	5,1	4,8
	Angebotspreise Einfamilienhäuser	0,0	2,0	1,3	4,7	3,7	4,1
	Wachstum Hypothekarkredite an Private	3,1	3,4	3,5	5,1	5,1	4,0
	Mietwohnungen						
	Angebotspreise	-0,5	1,0	2,2	2,9	3,1	2,8
Geschäft	Angebotspreise Neubau	-2,0	-1,5	5,8	1,3	1,1	-0,9
	Preisindex Bestandesmieten	-	0,9	1,2	0,4	0,6	1,4
	Hypothekarischer Referenzzinssatz ⁴	1,8	1,8	2,0	2,0	2,3	2,5
	Netto-Cashflow-Rendite ⁵	4,3	4,4	4,2	4,1	4,4	4,5
	Wertänderungsrendite ⁵	1,2	1,7	1,8	2,4	2,6	3,2
	Gesamtrendite ⁵	5,5	5,8	6,1	6,5	7,1	7,8
	Leerstände und Wohnbau						
	Leerwohnungsquote	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9
	Baubewilligungen, am Wohnungsbestand	-	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4
Börse	Büroflächen						
	Angebotsmieten	-2,0	2,5	0,2	5,4	4,9	-1,4
	Angebotsziffer	-	7,1	6,6	6,3	6,6	6,6
	Netto-Cashflow-Rendite ⁵	4,8	4,5	4,4	4,2	4,4	4,9
	Wertänderungsrendite ⁵	-1,0	-0,5	-0,2	0,8	1,8	2,7
	Gesamtrendite ⁵	3,8	4,0	4,2	5,1	6,3	7,7
	Verkaufsflächen						
	Angebotsmieten	-3,0	-1,0	-3,3	1,4	6,3	0,8
	Netto-Cashflow-Rendite ⁵	4,7	4,5	4,2	4,2	4,3	4,5
Börse	Wertänderungsrendite ⁵	0,0	0,5	1,0	2,1	2,7	3,8
	Gesamtrendite ⁵	4,7	5,0	5,3	6,3	7,1	8,5
	Immobilienaktien						
	Gesamtrendite	-	9,6	13,6	-6,9	12,3	6,1
	Korrelation zum Swiss Performance Index ⁶	-	0,61	0,45	0,51	0,44	0,57
	Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	-	30,1	20,5	21,9	24,4	22,4
	Geschätzte Prämien ⁷	-	12,3	5,4	8,1	14,2	16,6
	Volatilität	-	13,0	8,0	10,1	8,9	10,2
	Immobilienfonds						
Börse	Gesamtrendite	-	4,2	15,0	-2,8	6,3	6,8
	Korrelation zum Swiss Performance Index ⁶	-	0,22	0,17	0,06	0,17	0,13
	Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	-	24,6	19,1	20,8	19,9	17,3
	Geschätzte Agios ⁷	-	28,9	19,0	17,2	28,6	26,9
	Volatilität	-	12,1	7,6	8,4	6,6	7,2
	Benchmark						
	Gesamtrendite Immobilien-Anlagestiftungen	-	4,7	5,1	5,7	6,5	6,9
	Gesamtrendite Swiss Performance Index	-	2,7	13,0	24,6	17,7	-7,7
	Volatilität Swiss Performance Index	-	18,3	10,6	12,8	11,5	18,4
Börse	Gesamtrendite Swiss Bond Index («AAA»)	-	2,4	8,5	-3,3	2,2	7,6

¹ Prognose UBS

² Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 5. Januar 2016)

³ Mittelwert 2006 bis 2015

⁴ Ende Jahr

⁵ Direktanlage Bestandesliegenschaften

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

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

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

