

Real Estate Focus

Chief Investment Office WM
2018



Editorial

Liebe Leserin
Lieber Leser

Spinat geniesst heute noch den Ruf als Eisen-Wunder. Generationen von Kindern wurde und wird das grüne Blattgemüse daher immer wieder aufgenötigt. Dieser Mythos beruht auf einem Irrtum, dessen Ursprung über 100 Jahre zurückreicht. Damals soll sich ein Wissenschaftler um eine Dezimalstelle vertan haben, was dem Gemüse zur Verzehnfachung seines Eisengehalts verhalf. Der Eisengehalt des Spinats ist ein Paradebeispiel für einen Irrtum, der ohne Hinterfragen verbreitet und dadurch zur vermeintlichen Gewissheit wurde.

Die Debatte rund um vollautonome Fahrzeuge und deren Auswirkungen auf den Immobilienmarkt zeigt Parallelen zur Spinat-Legende. Dabei geht es nicht um den unbestrittenen Eisengehalt solcher Fahrzeuge, sondern vielmehr um die einseitige Art und Weise, wie die Debatte geführt wird. Wie beim Eisengehalt des Spinats wird in kaum einer Analyse bezweifelt, dass wir uns schon bald in vollautonomen Fahrzeugen fortbewegen werden. Zwar steht ausser Frage, dass die Assistenzsysteme dank technologischen Fortschritten immer ausgeklügelter werden. Doch in Tat und Wahrheit steht es noch in den Sternen, ob und wenn ja, wie sich der private Verkehr voll automatisieren lässt. Auch über die Auswirkungen vollautonomer Fahrzeuge auf die Immobilienmärkte scheinen sich die Visionäre einig zu sein und raten, bereits heute die Immobilieninvestitionen danach auszurichten. Eine Empfehlung, die unseres Erachtens (noch) auf schwachem Fundament steht.

Das Spezialthema des diesjährigen *UBS Real Estate Focus* ist zwar die Mobilität von *morgen* und ihre Folgen auf die Immobilienmärkte. Doch damit Sie sich bei den *heutigen* Herausforderungen am Schweizer Immobilienmarkt nicht wie die Comic-Figur Popeye auf eine regelmässige Ration Spinat verlassen müssen, haben wir uns für Sie auch dieses Jahr auf die aktuell wichtigsten Markttrends fokussiert.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.



Claudio Saputelli
Leiter Global Real Estate



Daniel Kalt
Chief Economist Switzerland

Inhalt

UBS Real Estate Focus 2018

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

11. Januar 2018

Korrektorat

24translate GmbH, St. Gallen

Desktop Publishing

Margrit Oppliger
Werner Kuonen

Fotos

Manuel Stettler Fotografie, Burgdorf

Titelbild

Gemeindsaal, Männedorf

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

SAP-Nr. 83518D-1801

6 Mobilität



6 **Mobilitätswandel**
Kein «Game Changer»

8 **Erreichbarkeit**
Zugang zu Aktivitäten
entscheidend

10 **Selbstfahrende Autos**
Revolution auf dem
Immobilienmarkt?

12 Wohnen



12 **Eigenheime**
Auf immer weniger Bodenfläche

16 **Mehrfamilienhäuser**
Nicht mehr um jeden Preis

20 **Hypotheken als Anlageklasse**
Mehr Geld von institutionellen
Investoren

23 **Crowdinvesting**
Mehr Rendite durch höhere
Risiken

26

Geschäft



38

Börse



42

Global



26 Verkaufsflächen
Einkaufszentren definieren
sich neu

29 Büroflächen
Preise korrigieren (noch)

32 Hotelinvestitionen
Potenzial liegt in den Städten

35 Parkhäuser als
Investitionsobjekte
Nischenstrategie ohne
Überrendite

38 Immobilienaktien und -fonds
Nicht günstig

42 UBS Global Real Estate
Bubble Index
Superstars oder Blasen?

46 Globaler Markt für direkte
Immobilieninvestitionen
Wo es noch Opportunitäten
gibt

49 Einfluss langfristiger Anlage-
themen auf globale
Immobilienmärkte
Älteren Bauten droht
schnellere Abschreibung

54 Überblick und Prognosen

Kein «Game Changer»

Claudio Saputelli

Die globale Urbanisierung schreitet unaufhaltsam voran und mit ihr auch die Mobilitätsnachfrage. Damit die beschränkten Verkehrskapazitäten nicht das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen, braucht es neue Lösungen. Nur Regionen, die künftig zeitlich «näher rücken», haben Aufwertungspotenzial.

Im Jahr 2050 werden laut den Vereinten Nationen zwei von drei Menschen weltweit in Städten leben. 100 Jahre zuvor waren es noch 30 Prozent. Der Urbanisierungsprozess ist in den westlichen Ländern bereits weit fortgeschritten. So lebten Ende 2015 in der Schweiz rund 84,5 Prozent der Wohnbevölkerung in städtischen Gebieten, während es in den Schwellen- und Drittweltländern insgesamt weniger als die Hälfte war.

Urbanisierung und wirtschaftliche Entwicklung verlaufen jeweils im Gleichschritt. Die Produktivität nimmt zu, wenn Menschen in Städten leben und arbeiten. Auch kann in Städten die öffentliche Versorgung (wie Strom-, Wasser-, Abwasser-, Gas- und Telekommunikationsnetz) zu niedrigeren Kosten angeboten werden. Die Urbanisierung und die damit einhergehende Entstehung und Weiterentwicklung von Ballungsräumen ist eine wichtige Voraussetzung für das Wirtschaftswachstum und letztlich den Wohlstand.

Mobilität als Schlüssel zur Effizienz

Damit das volle Potenzial der Arbeitskräfte der Wirtschaft zugutekommt, müssen sich die Menschen in den Metropolen unabhängig und schnell bewegen können. Doch hier beginnen die grossen Herausforderungen. Im Jahr 2013 fanden bereits zwei Drittel der realisierten Gesamtmobilität in städtischem Gebiet statt. Sollte der Ausbau der benötigten Infrastrukturen mit der aktuellen Bevölkerungsdynamik nicht Schritt halten können, werden die Menschen immer mehr Zeit im städtischen Verkehr verbringen. Bis 2050 dürfte sich die Nachfrage nach Mobilität verdreifachen. In Anbetracht der bereits heute signifikanten Verkehrsbehin-

derungen ist eine zusehende Lähmung des städtischen Verkehrs – mit allen ökonomischen und sozialen negativen Folgen – das Schreckgespenst vieler Stadtplaner.

Intelligente Mobilitätslösungen gefragter denn je

Die heutigen Kapazitätsgrenzen gründen unter anderem in der urbanen Entwicklung seit der Nachkriegszeit, die fast ausschliesslich durch das Auto geprägt war. Diese einseitige Tendenz gilt es zu korrigieren, und zwar mittels differenzierterem Verständnis von urbaner Mobilität und Städteplanung. Ziel ist es, sich von der Monokultur des Autos – die in den Zentren meist entweder im Stau oder auf flächenverbrauchenden Parkplätzen stehen – wegzubewegen, hin zu einem breiten Spektrum von Fortbewegungsmöglichkeiten. Hierbei werden nebst dem öffentlichen Verkehr auch Alternativen zum motorisierten Verkehr wie Fussgängerzonen und Fahrradstreifen und womöglich eines Tages selbstfahrende Autos (siehe ab Seite 10) das Mobilitätsverhalten verändern.

Tägliches Reisezeitbudget bleibt konstant

Trotz hoher Komplexität der Siedlungs- und Stadtplanung lassen sich die Konsequenzen künftiger Mobilitätskonzepte mit dem konstanten Reisezeitbudget vereinfacht aufzeigen. Dieses wurde 1994 von Cesare Marchetti beschrieben und besagt, dass Menschen in verschiedenen Ländern und Kulturen jeweils über Jahrzehnte hinweg im Durchschnitt täglich gleich lang unterwegs sind (Marchetti-Konstante). Interessant ist der dieser Beobachtung zugrunde liegende Trend: Das Reisezeitbudget sinkt trotz Verbreitung schnellerer Verkehrsmittel nicht. In Frankreich beispielsweise hat sich die



Hans-Wilsdorf-Brücke, Genf

«Urbane Wohnimmobilien bleiben auch mit dem bevorstehenden Mobilitätswandel sehr gefragt.»

durchschnittliche Reisegeschwindigkeit in den letzten 200 Jahren im Mittel um jährlich 3 Prozent erhöht. Steigt somit die Geschwindigkeit des Verkehrssystems, werden die Pendlerwege entsprechend ausgeweitet.

Auswirkungen auf den Immobilienmarkt

Stadt- und Landpreise werden sich nicht angleichen

Die «Marchetti-Konstante» gehört zu den stabilsten Mobilitätskenngrössen überhaupt. An Werktagen liegt der Wert in den untersuchten Ländern im Schnitt bei 70 bis 90 Minuten pro mobiler Person. Daraus ergeben sich für den Immobilienmarkt folgende Schlussfolgerungen:

Erstens bleiben Wohnimmobilien in urbanen Zentren und Agglomerationen innerhalb des Reisezeitbudgets auch mit dem bevorstehenden Mobilitätswandel sehr gefragt, solange attraktive Arbeitsplätze in Städten konzentriert sind.

Zweitens werden neue Regionen, die dank grösserer Verkehrsinfrastrukturprojekte oder Mobilitätsfortschritte zeitlich «näher rücken», aufwerten. Dies ist ein wichtiger Treiber der Verstädterung.

Drittens wird hingegen die Mobilität der Zukunft – insbesondere selbstfahrende Autos, welche die wahrgenommene Reisezeit reduzieren sollen – das Immobilienpreisgefälle zwischen Zentren und peripheren Regionen insbesondere ausserhalb des Reisezeitbudgets nicht verringern. Die einmalige Vielfalt des Mobilitätsangebots, die Erreichbarkeit unzähliger Dienstleistungen und die geballte Konzentration an Wissen werden die Grosszentren im Vergleich zu ländlichen Regionen stets überdurchschnittlich begehrt machen. Ausserdem bieten Grosszentren innerhalb der Marchetti-Konstante dank Flughäfen und direkten Bahnverbindungen Zugang zu Arbeitsplätzen in anderen (globalen) Grosszentren.

Zugang zu Aktivitäten entscheidend

Claudio Saputelli

Die meisten Schweizer Standorte weisen eine hohe Erreichbarkeit auf, auch im internationalen Vergleich. Generell steigen die Immobilienpreise mit der Zentralität einer Region sowie mit einer ähnlich guten Erreichbarkeit durch den öffentlichen Verkehr und den privaten Individualverkehr. Neue Verkehrsinfrastrukturen vermögen aber nicht immer einen Preiseffekt auszulösen.

Die verkehrstechnische Erreichbarkeit bestimmt die Attraktivität einer Region als Standort für Private und Unternehmen wesentlich mit. Denn Regionen mit hoher Erreichbarkeit sind – aufgrund tieferer Transport- und Zeitkosten – im Allgemeinen produktiver und somit auch wettbewerbsfähiger als solche mit tiefer Erreichbarkeit. Ein grundlegendes Ziel der Siedlungsgestaltung und Verkehrsentwicklung ist daher die langfristige Sicherstellung oder gar Verbesserung der Erreichbarkeit. Dieses Ziel kann einerseits durch die Ansiedlung von Aktivitätszielen nahe oder an den Wohnstandorten erreicht werden, andererseits durch eine Optimierung des Verkehrsangebots. In einem Wohlstandsland wie der Schweiz verlaufen beide oftmals Hand in Hand.

Verbesserung in fast allen Regionen

Die meisten Standorte und Gemeinden der Schweiz stechen mit einer hohen Erreichbarkeit hervor. Dies trifft nicht nur innerhalb der Schweiz zu, sondern gemäss verschiedenen Untersuchungen auch im internationalen Vergleich. Dabei wird die Erreichbarkeit sowohl durch den Bau neuer Verkehrswege verbessert, wie auch durch die Erhöhung der Fahrgeschwindigkeit, die Verbesserung der bestehenden Infrastruktur (beispielsweise die Erhöhung der Anzahl Verbindungen) oder Strassenverbreiterungen durch zusätzliche Fahrspuren.

Dank der Umsetzung grösserer Verkehrsinfrastrukturprojekte – jüngstes Beispiel ist der Gotthard-Basistunnel – verbesserte sich in der Schweiz die Erreichbarkeit in den letzten Jahren kontinuierlich. Gemäss BAKBASEL legte die Erreichbarkeit seit 2005 in fast allen Landesteilen und auf beiden

Besser erreichbar statt nur mobiler

Die Begriffe «Mobilität» und «Erreichbarkeit» werden häufig verwechselt. Mobilität beschreibt, ob, wie viele und wie leicht Personen, Güter und Dienstleistungen sich fortbewegen oder transportiert werden können. Erreichbarkeit ist hingegen bedürfnis- und zielorientiert. Sie konzentriert sich auf Reisezeiten, -kosten, -optionen, -komfort sowie Risiken, die mit dem Zugang zu wichtigen Aktivitätszielen (Arbeits-, Ausbildungs-, Einkaufs- und Freizeitstätten) verbunden sind.

Der Zweck eines auf die Bedürfnisse der Gemeinschaft ausgerichteten Transportsystems ist, den Zugang zu Aktivitätsstandorten sicherzustellen bei möglichst geringem Aufwand und niedrigen Kosten. Eine Verkehrs- und Infrastrukturpolitik muss daher primär darauf abzielen, die Erreichbarkeit zu verbessern, anstatt (nur) die Mobilität zu erhöhen.

Verkehrsträgern (öffentlicher Verkehr und motorisierter Individualverkehr) zu. Einzig die Grossstadtzentren dürften aufgrund chronischer Überlastung der wichtigsten Strassenverkehrsadern mit dem motorisierten Individualverkehr schlechter erreichbar sein als noch vor einigen Jahren, was unter anderem auch auf die landesweit starke Bevölkerungszunahme zurückzuführen ist.

Gute Erreichbarkeit stützt den Immobilienmarkt

Die gute Erreichbarkeit einer Region manifestiert sich in den lokalen Immobilienpreisen. Der Ein-

fluss der Erreichbarkeit auf die Immobilienpreise kann allerdings nicht exakt ermittelt werden. Insbesondere besteht keine allgemeingültige Definition oder methodische Vorgehensweise zur Messung von Erreichbarkeit, sodass diese oft unter vereinfachten Annahmen geschätzt wird. Gleichwohl lassen sich aufgrund verschiedener nationaler und internationaler Untersuchungen vier empirische Befunde erheben, wie Erreichbarkeit die Immobilienpreise beeinflusst:

Reisezeit zu Wirtschaftszentrum

Ein wichtiger Faktor, der auf den Wert einer Immobilie wirkt, ist die Zentralität, also die Reisezeit zum nächsten Wirtschaftszentrum und die damit verbundenen Opportunitätskosten (entgangener Nutzen) der Zeit. Entsprechend nehmen in der Regel die Immobilienpreise mit zunehmender Distanz zu einem Wirtschaftszentrum ab. Allerdings können andere Faktoren wie die topografische Lage einer Ortschaft, die Angebotssituation und – insbesondere in der Schweiz – Steuereffekte diesen Effekt überlagern und sogar zu gegenläufigen Ergebnissen führen.

Qualitätsunterschiede zwischen öffentlichem und privatem Individualverkehr

Regionen mit ähnlich guter Erreichbarkeit beim öffentlichen Verkehr und beim privaten Individualverkehr weisen tendenziell höhere Immobilienpreise auf als Regionen mit qualitativ unterschiedlicher Erreichbarkeit. Ausserdem ist die Zahlungsbereitschaft für Objekte mit guter Erreichbarkeit mit dem privaten Individualverkehr höher als für vergleichbare Objekte, die vor allem durch den öffentlichen Verkehr gut erschlossen sind. Projekte für den motorisierten Individualverkehr haben entsprechend im Durchschnitt einen stärkeren preistreibenden Effekt auf den Immobilienmarkt als Projekte für den öffentlichen Verkehr.

Reisezeitersparnis durch Verkehrsprojekte

Standorte mit einer bereits sehr guten Erreichbarkeit – wie dies in den Schweizer Grosstädten der Fall ist – können diesbezüglich kaum noch zulegen. Selbst grössere Verkehrsprojekte vermögen hier die Reisezeit oftmals nur geringfügig zu verbessern. Anders bei kleineren Standorten, die häufig ein grösseres Potenzial bezüglich der Reisezeitersparnis bergen. Ein Verkehrsprojekt

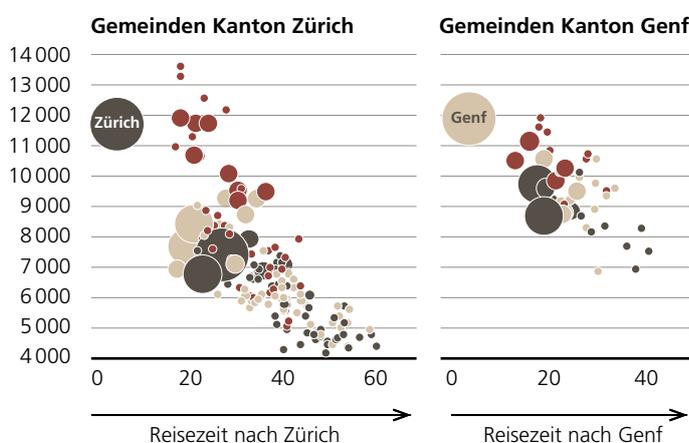
dürfte sich also vor allem in entfernteren Pendlerstandorten in den Immobilienpreisen niederschlagen.

Entwicklungspotenzial einer Region

Eine verbesserte Erreichbarkeit vermag wirtschaftliche Impulse zu erzeugen, was eine Siedlungsentwicklung auslösen und so den Wohnungsmarkt beleben kann. Doch dies geschieht nicht automatisch. Verkehrsinfrastruktur-Projekte können nur dann ihre Wirkung auf die wirtschaftliche Prosperität entfalten, wenn die bediente Region über ein eigenes Entwicklungspotenzial verfügt, beziehungsweise wenn sie durch das Infrastrukturprojekt in den Sog eines grösseren Wirtschaftszentrums gerät.

Preise steigen mit besserer Erreichbarkeit

Eigentumswohnungspreise (in CHF/m²) und Erreichbarkeit (in Minuten)*



Steuersätze relativ zu Gemeinden des Kantons

● tief ● mittel ● hoch

* Durchschnittliche Reisezeit mit dem motorisierten Individualverkehr und dem öffentlichen Verkehr ins jeweilige Zentrum; die Kreisgrössen entsprechen den Bevölkerungsgrössenklassen.

Quellen: BFS, TranSol, Wüest Partner, UBS

Revolution auf dem Immobilienmarkt?

Claudio Saputelli

Technisch gesehen könnten vollautonome Fahrzeuge schon bald Realität werden. Wie diese jedoch in der normalen Strassenumgebung funktionieren sollen, ist noch weitgehend offen. Wer als Immobilieninvestor auf ein stark verändertes Mobilitätsverhalten wettet, fährt ein grosses Risiko.

Strassenroboter befördern Personen von einem Ort zum anderen. Dank intelligenter Softwaresteuerung, Blitzreaktionen, unermüdlicher Aufmerksamkeit, besserer Rundumsicht und strikter Einhaltung der Verkehrsregeln ist die Sicherheit deutlich erhöht. Der mit Autofahren verbundene Zeitverlust und Stress im Stadtverkehr gehört der Vergangenheit an. Man wird zu Hause abgeholt und kann unterwegs arbeiten oder je nach Ausstattung des selbstfahrenden Autos auch schlafen. Was heute an Utopie grenzt, kann eines Tages durchaus Wirklichkeit werden. Mit fast im Wochentakt publizierten faszinierenden Neuigkeiten zu vollautonomen Fahrzeugen suggeriert die Autoindustrie, dass bereits in wenigen Jahren solche Gefährte in den Showrooms stehen werden.

Prognosen gehen davon aus, dass sich die wahrgenommene Reisezeit dadurch auf nahezu Null reduzieren würde. Dies wiederum dürfte die Autofahrer dazu bewegen, längere Strecken mit dem Auto zurückzulegen und öfter zu fahren. Da Fahrzeuge auch leer fahren würden, beispielsweise um Passagiere aufzunehmen, würden die Fahrzeugbewegungen durch die gegenwärtigen Fahrzeugbenutzer signifikant zunehmen. Ausserdem dürfte ein grosser Teil der Nicht-Fahrzeugbenutzer, wie Betagte, Behinderte oder Kinder, auf selbstfahrende Fahrzeuge umsteigen.

Viele Fragen noch ungeklärt

Allerdings dürfte die Verbreitung selbstfahrender Fahrzeuge in weiter Ferne liegen, da noch viele Hindernisse zu überwinden sind. Ein sehr heikles Thema ist die ethische Frage zur Programmierung von Algorithmen auf Leben und Tod. Technisch autonom ausgeführte Aktionen, die zur

Verletzung oder zum Tod von Menschen führen, werden von der Gesellschaft kaum akzeptiert werden – selbst dann nicht, wenn die autonome Technologie statistisch gesehen besser abschneidet als menschliche Fahrer. Ausserdem muss der Gesetzgeber eine Rechtsgrundlage für die Nutzung von selbstfahrenden Fahrzeugen schaffen. Diesbezüglich hat beispielsweise Deutschland im April 2016 einen Gesetzesentwurf verabschiedet, wonach im Zweifelsfall der Mensch auf dem Fahrersitz die Verantwortung für das Geschehen trägt. Dadurch wird also der Fahrer quasi zur ständigen Überwachung des Systems verpflichtet, was die angepriesenen Vorteile vollautonomer Fahrzeuge weitestgehend eliminiert.

Auch in technischer Hinsicht sind die Systeme nicht über alle Zweifel erhaben. So arbeitet zurzeit kein Assistenzsystem einwandfrei. Die Verkehrszeichenerkennung, die dem Fahrer beispielsweise die erlaubte Höchstgeschwindigkeit anzeigt, versagt regelmässig bei verschmutzten Strassenschildern. Und lesende Kameras steigen insbesondere bei Regen, tiefstehender Sonne, Eis oder Schmutz immer wieder aus.

Auswirkungen auf Immobilienmärkte

Städtische Parkflächen würden ausgelagert

Zum heutigen Zeitpunkt ist es noch vollkommen unklar, ob, und wenn ja, wann und in welcher Form autonome Fahrzeuge das Mobilitätsverhalten verändern werden. Gleichwohl kursieren zunehmend Berichte darüber, wie die Technologie selbstfahrender Fahrzeuge die heutigen Immobilienmärkte massiv erschüttern und Immobilieninvestoren zwingen wird, ihre Anlagestrategien zu überdenken. Folgende

wichtigste Veränderungen werden dabei ins Feld geführt, sollten vollautonome Fahrzeuge eines Tages Realität werden:

Viele Menschen dürften sich dafür entscheiden, Wegstrecken auf einem autonomen Fahrzeug zu kaufen, anstatt ein oder mehrere Autos zu besitzen. Dies würde die Nachfrage nach Garagen, Parkplätzen sowie Ein- und Ausfahrten senken, sodass bereits bestehende Flächen umgenutzt würden. Auch grosse Parkhäuser in den Stadtzentren würden obsolet, da die autonomen Autos entweder ständig in Umlauf oder in grossen vollautomatischen Parksystemen am Stadtrand geparkt wären. Zufahrtstrassen zu grösseren Wohngebäuden sowie Büros und Verkaufsfächen müssten neu gestaltet werden, um ein grossvolumiges Ein- und Aussteigen zu ermöglichen. Eine weitere Veränderung beträfe die Tankstellen (in der Schweiz aktuell ca. 3400), da die autonomen Autos an zentralen Standorten als Flotten gepflegt und betankt würden. Auch das Reismuster würde sich verändern. Reisende müssten die Fahrt nicht mehr unterbrechen, um in Hotels nahe den Hauptverkehrsachsen zu übernachten, da sie sich in den autonomen Fahrzeugen entspannen und gar schlafen könnten.

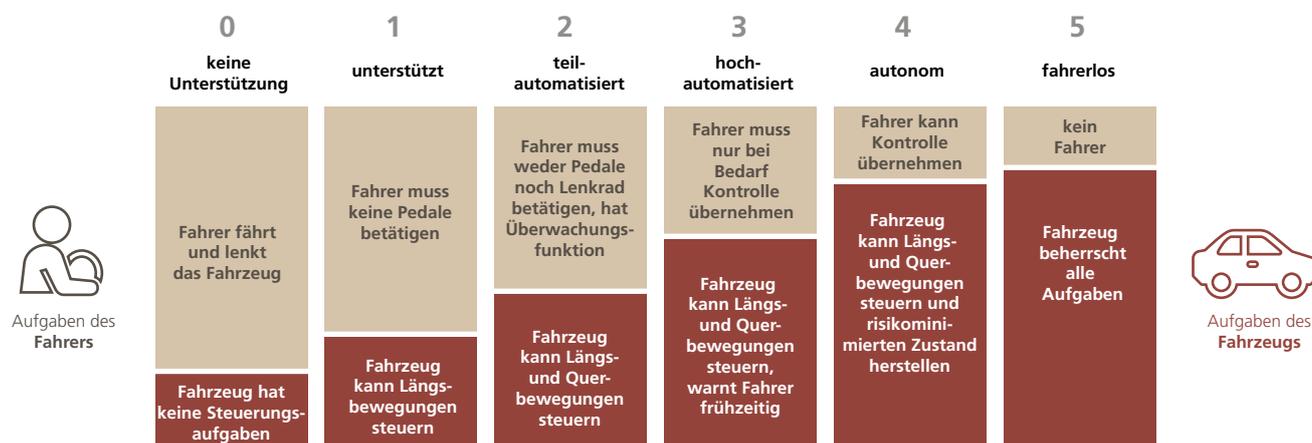
Wette auf eine Zukunftsvision

Mit der Einführung vollautonomer Fahrzeuge werden revolutionäre Veränderungen am Immobilienmarkt erwartet. Deshalb werden den Immobilienentwicklern und Regierungen bereits heute flexible langfristige Entwicklungsstrategien empfohlen. Da beispielsweise in vielen städtischen Gebieten – zumindest kurzfristig – immer noch eine Ausweitung der Parkkapazität erforderlich ist, liege das Erfolgsrezept darin, die Garagen so zu gestalten, dass sie auf lange Sicht leicht zu neuen Nutzungszwecken wie dem Einzelhandel umgebaut werden können. Doch auch ohne autonome Fahrzeuge sind Immobilienentwickler gut beraten, flexible langfristige Entwicklungsstrategien zu verfolgen.

Im besten Fall wird es wohl ein Jahrzehnt oder gar mehrere dauern, bis selbstfahrende Fahrzeuge Realität werden und jederzeit, überall sowie mindestens so sicher wie mit menschlichen Fahrern einsetzbar sein werden. Ist es dann endlich so weit, bleibt offen, ob allenfalls nicht doch viele Menschen selber fahren wollen, sei es aus Misstrauen gegenüber der Maschine oder um dem Fahrvergnügen zu frönen. Den Backstein bereits heute auf vollautonome Fahrzeuge auszurichten, ist somit eine riskante Wette.

Ein weiter Weg bis zur Vollautomatisierung

Die fünf Stufen der Automatisierung von Fahrzeugen



Quellen: mobilegeeks.de, UBS

Auf immer weniger Bodenfläche

Maciej Skoczek und Matthias Holzhey

Einfamilienhäuser haben gegenüber Stockwerkeigentum Boden gutgemacht. Denn der verschärfte Wettbewerb mit Mietwohnungen lässt die Preise für Eigentumswohnungen stagnieren. Die Verdichtung wird den Neubau von Einfamilienhäusern reduzieren, was aber die Preisentwicklung kaum beeinflussen sollte.

Das vergangene Jahr bescherte dem Eigenheimmarkt kaum neue positive Impulse. Die Hypothekarzinsen blieben stabil, das Bevölkerungswachstum fiel unter die Ein-Prozent-Marke und Mietwohnungen wurden günstiger. Dennoch verteuerten sich Eigenheime 2017 nochmals leicht. Die Preise für Eigentumswohnungen verharrten zwar auf dem Vorjahresniveau, doch diejenigen für Einfamilienhäuser stiegen um rund 2 Prozent.

Leicht steigende Eigenheimpreise erwartet

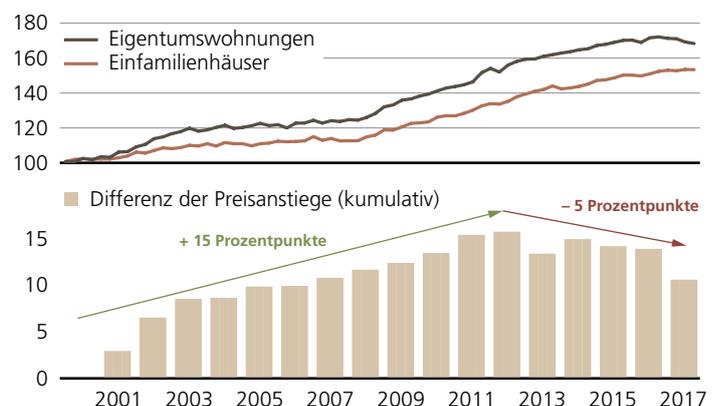
Die tiefen Hypothekarzinsen sind die Hauptstütze des Eigenheimmarkts. Denn die Nutzungskosten (Zinskosten, Unterhalt und Rückstellungen) eines Schweizer Eigenheims liegen derzeit rund 15 Prozent tiefer als die Mietkosten eines vergleichbaren Objekts. Bei einer 80-prozentigen Belehnung entspricht dies einer Eigenkapitalrendite von gut 4 Prozent. Eine vergleichbare Konstellation gab es zumindest im aktuellen Immobilienzyklus noch nicht. Aber schon vor zehn Jahren, als die laufenden Kosten eines Eigenheims die Mietkosten noch um 40 Prozent überstiegen, stand Wohneigentum hoch im Kurs. Dies lässt den Schluss zu, dass damals steigende Preise erwartet wurden. Um die Mehrkosten gegenüber einer Mietwohnung zu kompensieren, mussten die Kaufpreise jährlich mindestens um 2 Prozent zulegen (was übertroffen wurde). Umgekehrt bieten die aktuellen Ersparnisse einen Puffer gegen eine Marktkorrektur: Bei jährlichen Preiskorrekturen bis 0,5 Prozent würden Eigenheimkäufer noch keine finanziellen Einbussen erleiden.

Dieser Puffer dürfte 2018 nicht zum Tragen kommen. Die Nutzungskosten bleiben unverändert tief und die Nachfrage nach Eigenheimen

wird durch die robuste Konjunktur gestützt. Auch die Bautätigkeit von Eigenheimen dürfte auf dem letztjährigen Niveau verharrten und liegt damit weiterhin rund 15 bis 20 Prozent tiefer als im Jahr 2014. Somit erwarten wir einen weiteren leichten Preisanstieg bei Einfamilienhäusern und eine Stagnation bei Eigentumswohnungen, da letztere einem verschärften Wettbewerb durch sinkende Mietpreise ausgesetzt sind. Die absolute Höhe der Kaufpreise limitiert weiterhin die Finanzierbarkeit, so dass kleine Wohnungen gefragt und die relative Zahlungsbereitschaft für Objekte geringerer Qualität hoch bleiben.

Langfristig parallele Preisentwicklung der Marktsegmente

Inflationsbereinigte Angebotspreise (Index 2000=100) und kumulierte Differenz der Preisveränderungsraten zwischen Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern (in Prozentpunkten)



Quellen: Wüest Partner, UBS



Swiss House XXII, Preonzo (Bellinzona), Architekturbüro: Davide Macullo Architects

«Nur noch ein Viertel der erstellten Eigenheime sind Einfamilienhäuser.»

Stockwerkeigentum hatte die Nase vorn

Im aktuellen Immobilienzyklus stiegen die Preise für Stockwerkeigentum stärker als diejenigen für Einfamilienhäuser. Inflationbereinigt legten die Preise für Stockwerkeigentum im Mittel der verfügbaren Preisindizes in den letzten 20 Jahren jährlich um 2,4 Prozent, jene der Einfamilienhäuser nur um 1,9 Prozent zu. Dieser Unterschied lässt sich im Wesentlichen auf drei Ursachen zurückführen.

Einfamilienhäuser sind zu gross

Die durchschnittliche Wohnfläche eines Einfamilienhauses beträgt rund 170 Quadratmeter. Der durchschnittliche Kaufpreis liegt bei über 1 Million Schweizer Franken, was das Nachfragepotenzial auf 20 Prozent der Haushalte begrenzt. Dies begünstigt die Nachfrage nach Stockwerkeigentum, wo die Durchschnittspreise unter 800 000 Franken liegen. Die These wird dadurch bestärkt, dass in den letzten Jahren auch beim Stockwerkeigentum die Preise für relativ kleine Einheiten stärker zulegen als für Flächen über 150 Quadratmeter.

Einfamilienhäuser liegen an schlechteren Makrolagen

Sowohl der Bestand als auch der Neubau von Stockwerkeigentum befinden sich im Durchschnitt an besseren Makrolagen als Einfamilienhäuser. Ein Viertel der Eigentumswohnungen, aber bloss ein Fünftel der Einfamilienhäuser liegen an sehr guten Lagen. Solche Lagen verzeichneten in den letzten zehn Jahren jährlich einen um einen Prozentpunkt stärkeren Preisanstieg als der Landesdurchschnitt.

Zusätzlich führte der Bauboom von Eigentumswohnungen zu einer Verbesserung der baulichen Qualität von Stockwerkeigentum gegenüber Einfamilienhäusern. Nur noch ein Viertel der in den letzten Jahren erstellten Eigenheime sind Einfamilienhäuser. Auch ist der Wohnkomfort moderner Eigentumswohnungen bezüglich Lärmdämmung und Privatsphäre vergleichbar mit demjenigen von Einfamilienhäusern.

Bessere Vermietbarkeit begünstigt Stockwerkeigentum

Der Kauf von Eigentumswohnungen zur Vermietung erfreut sich grosser Beliebtheit. So hat sich der Anteil der Kreditanträge für Buy-to-let-Investitionen seit 2007 fast verdoppelt und bewegt sich seit einigen Jahren zwischen 18 und 20 Prozent aller Kreditanträge für Wohneigentum. Gerade kleine und mittelgrosse Wohnungen in Zentren und Agglomerationen bieten sich für Kleininvestoren als Investitionsobjekte an. Die Möglichkeit, zwischen Eigengebrauch und Vermietung zu wechseln, rechtfertigt eine Prämie von Eigentumswohnungen gegenüber Einfamilienhäusern.

Die Unterschiede bezüglich Grösse, Lage und Vermietbarkeit werden auch künftig die relative Preisentwicklung beeinflussen. Langfristig werden aber die beiden Trends Verdichtung und Alterung den Markt für Einfamilienhäuser prägen.

Verdichtung als Hoffnungsträger einer Trendwende

Wird die mögliche Ausnützung eines Grundstücks erhöht, so schafft dies Mehrwert für die Grundeigentümer. Einfamilienhäuser sind dank ihres hohen Landanteils prädestiniert dafür, vom Verdichtungstrend zu profitieren. Allerdings war davon ausserhalb der Zentren bis dato wenig zu spüren.

Anreize zur Verdichtung fehlen in ländlichen Gemeinden

Die meisten Einfamilienhäuser stehen in ländlichen Gemeinden. Daten zur Siedlungsflächenentwicklung zeigen, dass in den letzten zehn Jahren dort noch kaum verdichtet wurde; die Gebäudeareale stiegen im Gleichschritt mit der Bevölkerung um rund 11 Prozent an. Aufgrund der verfügbaren Landflächen und der tiefen Bodenpreise fehlten die Anreize für eine Verdichtung. Nur in den Zentren und den einkommensstarken Gemeinden stieg die Dichte, da sich aufgrund hoher Bodenpreise eine Aufteilung der Bodennutzung in kleinere Wohneinheiten lohnt. So war die prozentuale Zunahme des Gebäudeareals knapp halb so hoch wie diejenige der Bevölkerung. Doch auch in den einkommensstarken Gemeinden und den Zentren wurden zwischen 2011 und 2015 immer noch mehr Einfamilienhäuser gebaut als abgerissen.

Denn Abriss und Ersatzneubau von Stockwerkeigentum rechnet sich in den meisten Gemeinden nur, falls die Ausnützungsziffer eine Verdoppelung der Wohnflächen zulässt.

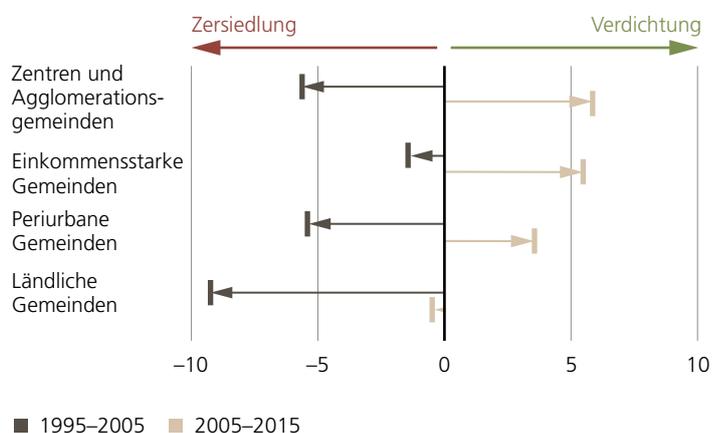
Raumplanungsgesetz schränkt Neubau von Einfamilienhäusern ein

Verdichtung bedeutet einerseits die Nutzung un bebauter Flächen innerhalb des überbauten Gebiets und andererseits die Nutzung von Geschossflächenreserven, das heisst von der Differenz der realisierten Geschossflächen zu den rechtlich zulässigen Geschossflächen. Der Ausbau dieser «inneren Reserven» bietet gemäss einer Studie der ETH Zürich und des Bundesamts für Raumentwicklung spielend Raum für mehr als eine Million Einwohner. Doch Verdichtung ist nicht zwingend. So reichen die bestehenden un bebauten Bauzonen ausser im Grossraum Zürich in praktisch allen Regionen der Schweiz, sogar in Genf und Basel, aus, um das Bevölkerungswachstum der nächsten zehn Jahre ohne jegliche Verdichtung zu absorbieren.

Doch die Nutzung der «inneren Reserven» ist eines der Ziele des neuen Raumplanungsgesetzes (RPG) in der Schweiz. In den Agglomeratio-

Kaum Verdichtung in ländlichen Gemeinden

Differenz zwischen Veränderungen der Bevölkerung und des Gebäudeareals* nach Gemeindetypen (in Prozentpunkten)



*Gemäss Arealstatistik des BFS vom 15. Dezember 2017

Quellen: BFS, UBS

nen und ländlichen Gebieten steht die Nutzung nicht bebauter Flächen im Siedlungsgebiet gegenüber einer Erhöhung der Ausnutzungsquoten im Vordergrund. Um Verdichtung zu erzielen, wird die relativ hohe Ausnutzung solcher Flächen angestrebt, was den Neubau von Einfamilienhäusern verdrängt.

An hochpreisigen Lagen werden Einfamilienhäuser mit grossen Geschossflächenreserven weiterhin durch Neubauten im Stockwerkeigentum ersetzt. Doch bereits heute werden solche Liegenschaften – als Investitions- oder Prestigeobjekte – mit Aufschlägen gehandelt. Hinzu kommt, dass Einzonungsgewinne laut neuem RPG durch die Mehrwertabgabe wieder geschmälert werden, da bei einer Einzonung eine Abschöpfung von mindestens 20 Prozent des Mehrwerts vorgesehen ist. In den meisten Kantonen wird gleichermassen auch der durch eine Aufzonung geschaffene Mehrwert besteuert. Unter dem Strich wird das Angebot an Einfamilienhäusern in Zukunft langsamer wachsen als bisher.

Demografisch bedingtes Überangebot an Einfamilienhäusern

Mittel- bis langfristig wird das geringere Angebot an Einfamilienhäusern aber nicht ausreichen, um eine nachhaltige Trendwende bei der Preisentwicklung herbeizuführen. Denn die Hauptnachfragegruppe nach grossen Wohneinheiten wird bis 2030 alterungsbedingt nur halb so stark zunehmen wie die Gesamtbevölkerung. In den Bergkantonen der Zentralschweiz, Appenzell Innerrhoden und Graubünden dürfte die Nachfrage nach Einfamilienhäusern sogar schrumpfen.

Der seit 2014 anhaltenden Aufholbewegung der Preise für Einfamilienhäuser gegenüber denjenigen für Eigentumswohnungen dürfte also bald die Luft ausgehen. Generell werden sich aber die Preise beider Marktsegmente langfristig eng folgen. Der intensive Wettbewerb und die relativ hohe Transparenz auf dem Eigenheimmarkt verunmöglichen, dass sich die Preise einzelner Segmente auf lange Sicht abkoppeln.

Angebots- und Transaktionspreisindizes im Vergleich

Langfristig sind kaum Unterschiede zwischen einem Preisindex auf Basis von Angebots- oder von Transaktionspreisen feststellbar. In den letzten zehn Jahren stiegen Transaktionspreisindizes jedoch etwa 15 Prozentpunkte stärker als Angebotspreisindizes. Drei Gründe erklären den Unterschied:

- (1) In Perioden stark steigender Nachfrage werden Transaktionspreise über die inserierten Preise hochgeboten. In den Schweizer Hotspots dürfte dies zeitweise Realität gewesen sein. Die Verkäufer passen ihre Erwartungen jedoch schnell an die veränderten Marktgegebenheiten an.
- (2) Transaktionsdatensätze ermöglichen eine genauere Qualitätsbereinigung. Änderungen der Qualität wie Mikrolage und Gebäudezustand der gehandelten Objekte werden also aus der Preisentwicklung herausgerechnet. Die Mikrolage der gehandelten Objekte nahm in den letzten fünf Jahren tendenziell ab, was die Transaktionspreisindizes steigen liess.
- (3) Bei Transaktionspreisindizes werden hochpreisige Regionen stärker gewichtet. Da seit 2000 die Preise an guten Lagen stärker stiegen, trug dies zur Abkoppelung der Transaktionspreise bei.

Nicht mehr um jeden Preis

Matthias Holzhey und Elias Hafner

Trotz stark steigender Leerstände sind die Angebotsmieten erst moderat gesunken, was auch psychologische Gründe hat. In den nächsten drei Jahren dürfte sich aber die Abwärtsbewegung beschleunigen. Mehrfamilienhauspreise haben ihren Höhepunkt erreicht und ohne anhaltende Hilfe der Zentralbanken drohen Wertebussen.

Der Konkurrenzkampf auf dem Mietwohnungsmarkt verschärft sich weiter. Per Mitte 2017 standen 2,4 Prozent aller Mietwohnungen leer. Eine höhere Leerstandsquote bei Mietwohnungen wurde letztmals 1998 mit 2,8 Prozent verzeichnet. Doch Investoren lassen sich vom höheren Leerstand bisher nicht abschrecken; die Zahl der bewilligten Neubauwohnungen sank in den vergangenen Quartalen kaum. Der Wohnungsbestand dürfte in diesem Jahr somit um rund 1,1 Prozent zulegen.

Allzeithoch beim Leerstand absehbar

Der praktisch gleichbleibenden Wohnbautätigkeit steht eine tiefere Zusatznachfrage gegenüber. Die Nettozuwanderung dürfte dieses Jahr knapp 60 000 Personen betragen, sodass voraussichtlich rund 10 000 Wohnungen weniger zusätzlich nachgefragt werden als 2013. Der Rückgang ist gänzlich der geringeren Nettozuwanderung aus EU-Ländern geschuldet, die in den letzten vier Jahren von 75 auf 60 Prozent der Gesamtzuwanderung schrumpfte.

Verschiedene Faktoren zeichnen dafür verantwortlich. Die ökonomische Erholung in der Eurozone, insbesondere auf der iberischen Halbinsel, liess die Nettozuwanderung aus Spanien und Portugal in den letzten fünf Jahren drastisch auf einen vernachlässigbaren Anteil sinken. Doch auch der schwächelnde Arbeitsmarkt der Schweiz verlor an Sogwirkung. Bei anhaltenden Trends für Wohnbau und Bevölkerung dürfte die Leerstandsquote also spätestens 2019 ein neues Rekordniveau erreichen.

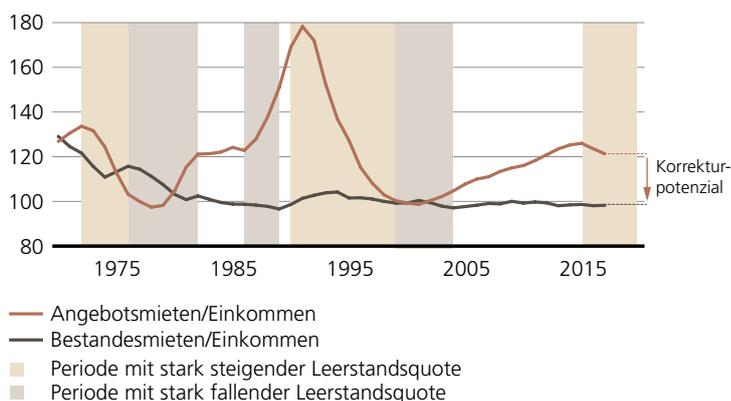
Mieten erst moderat gesunken

Herrscht in einem Markt extreme Wohnungsknappheit, so reagieren die Angebotsmieten (Mieten für Neu- und Wiedervermietung) typischerweise schnell auf Veränderungen der Leerstandsquote. Fallen die Leerstandsquoten in einer Wirtschaftsregion auf eine Grössenordnung von 0,5 Prozent, so schiessen die Mieten in der Regel nach oben.

Dies konnte von 1985 bis 1991 beobachtet werden, als die gesamtschweizerische Leerstandsquote unter diese Schwelle sank und die Angebotsmieten teuerungsbereinigt um rund 50 Prozent kletterten. Im aktuellen Immobilienzyklus war eine vergleichbare Wohnungsknappheit nur am Genfersee festzustellen. Die Mieten

Korrekturpotenzial bei Angebotsmieten

Verhältnis der Angebots- und Bestandesmieten zu Einkommen (Index 2000=100)



Quellen: BFS, Wüest Partner, UBS

legten hier denn auch zwischen 2002 und 2015 jährlich um 5 Prozent zu – doppelt so stark wie in der Gesamtschweiz.

Nehmen die Leerstände in solch angespannten Märkten wieder zu, brechen die Mieten auch rasch ein. So gingen die Mieten am Genfersee seit 2015 bereits um 9 Prozent zurück, obwohl die Leerstände bei Mietwohnungen mit 0,8 Prozent immer noch erst ein Drittel so hoch sind wie im Schweizer Mittel. Gesamtschweizerisch sanken die durchschnittlich inserierten Mietpreise nur moderat. So steht der Angebotsmietindex knapp 3 Prozent unter dem Höchststand von Mitte 2015. In den meisten Städten und Agglomerationen, aber auch im Grossteil der Peripherie waren nur selektiv rückläufige Mieten auszumachen. Die Westschweiz (ohne Genfersee) verzeichnete im letzten Jahr gar noch einen Anstieg von 1 Prozent.

Verlustaversion verzögert Marktberreinigung

Dass die Angebotsmieten auch in Gemeinden mit deutlich steigenden Leerständen kaum gesunken sind, dürfte unter anderem auf psychologischen Gründen beruhen. Verlustaversion – der Drang, Verluste zu vermeiden – ist eine empirisch gut erforschte Verhaltensweise. Für viele Investoren wiegt ein finanzieller Verlust psychologisch bis zu doppelt so schwer wie ein gleichwertiger Gewinn.

Auf dem Immobilienmarkt zeigt sich dieses Verhalten beispielsweise darin, dass die Marktliquidität rasant fällt, wenn die Kaufpreise für Eigenheime sinken. Potenzielle Verkäufer halten insbesondere dann an ihrer Liegenschaft fest, wenn der aktuelle Marktpreis unter dem Einstandspreis der Liegenschaft liegt. Aus demselben Grund zögern Vermieter auch bei längeren Leerständen mit einer Reduktion der Angebotsmieten. Denn es handelt sich dabei – relativ zu den einkalkulierten Mieteinnahmen – um einen sicheren Verlust respektive um eine Verschlechterung, was als Verlust wahrgenommen wird.

Zuwarten kann sich bei Neubauten lohnen

Kann eine inserierte Wohnung wochenlang nicht vermietet werden, muss das Risiko eines anhaltenden Leerstands gegen den Einnahmerückgang bei einer Mietsenkung abgewogen werden. Falls bei einer Neuvermietung das Miet-

niveau oder die Mietvorstellungen nicht mehr den Marktgegebenheiten entsprechen, müssen diese oft um mehr als 10 Prozent gesenkt werden, damit die Wohnungen wieder vermietet werden können.

Bei Neubauten führt eine Senkung in dieser Grössenordnung zu einem spürbaren Renditerückgang, da die tieferen Mieten in der Regel an alle Mieter weitergegeben werden müssen. Das Warten auf den erhofften Mieter scheint damit das kleinere Übel zu sein. Es verwundert daher nicht, dass gerade bei Neubauten die Leerstände stark gestiegen sind. Hier steht nunmehr rund jede neunte Wohnung leer. Als Alternative zur Mietsenkung versuchen Vermieter vermehrt mittels Anreizmassnahmen Mieter anzulocken, was aber mehr Nachteile als Vorteile bringen kann.

Anreize können die Falschen anlocken

Mietfreie Perioden und Staffelmieten, Einkaufsgutscheine sowie gratis Umzüge – die Zahl der Mietwohnungsinserate mit zusätzlichen Anreizen hat in den letzten zwei Jahren deutlich zugenommen. Anreize erzielen Aufmerksamkeit und haben den Vorteil, dass die effektiven Mietzinsen und somit die Bewertung der Liegenschaft nicht gesenkt werden müssen. Bei Geschäftsliegenschaften, wo langjährige Vertragslaufzeiten bestehen, gehören solche Zückerchen heute schon fast zum Standard. Die Erfolgsaussichten von Anreizen bei Mietwohnungen sind aber fraglich. Auch ein Einkaufsgutschein oder ein gratis Umzug dürfte nur wenig Einfluss auf das Wohnbudget und somit auf die Zahlungsbereitschaft des potenziellen Mieters haben.

Mietanreize können vielmehr ungewollte Nebenwirkungen haben. Sie können Misstrauen wecken, dass mit der Wohnung oder dem Vermieter etwas nicht stimmt, was das Image einer Überbauung verschlechtern kann. Zudem besteht die Gefahr einer negativen Auslese der Mieterschaft. Je kürzer die geplante Mietdauer, desto mehr Wert hat eine temporäre Reduktion oder ein fester Geldbetrag. Personen, die stark auf Gratismietmonate reagieren, dürften daher mit grösserer Wahrscheinlichkeit nach kürzerer Zeit wieder ausziehen.

Handeln empfohlen bei Bestandesliegenschaften

Bei Bestandesliegenschaften lässt sich der Einnahmerückgang hingegen im Normalfall auf eine Wohnung beschränken. Gerade in Regionen mit noch steigendem Vermietungsrisiko wird sich eine rasche Anpassung der Mieten an die neue Realität auszahlen. Ausserdem ist bei Wohnungen, die qualitativ nicht dem Marktstandard entsprechen, eine Sanierung langfristig günstiger als drastische Mietsenkungen.

Mietrückgang beschleunigt sich

Bleiben die Leerstände länger erhöht, so steigt entsprechend der Druck auf die Mieten. Für das laufende Jahr erwarten wir eine Korrektur der Angebotsmieten um rund 2,5 Prozent. Die Korrekturphase dürfte damit aber noch nicht abgeschlossen sein. Ohne deutliche Trendwende bei der Bautätigkeit oder eine neue «Einwanderungswelle» dürften die Angebotsmieten bis 2020 um mindestens 10 Prozent unter das Niveau von 2015 rutschen.

Überangebotsrisiko im Tessin und der Westschweiz

In den Wirtschaftszentren sind die Leerstandsquoten tief und dürften auch in den nächsten Quartalen kaum ansteigen. Im Mittelland und in vielen peripheren Regionen erhöht der strukturelle Leerstand die Vermietungsrisiken. So haben die Kantone Solothurn und Wallis mit je rund 6 Prozent den höchsten Anteil an leeren Mietwohnungen, aber auch im Aargau stehen knapp 4,5 Prozent aller Mietwohnungen leer. Einen

stark negativen Trend weist aktuell das Tessin auf. Aufgrund einer angestiegenen Zahl an Baubewilligungen und des Einbruchs der Zuwanderung aus Italien dürfte die Zahl der leeren Mietwohnungen bis zur Jahresmitte nochmals deutlich zunehmen. Ebenfalls ist das Überangebotsrisiko in den Westschweizer Kantonen Freiburg, Jura und Neuenburg sowie im Waadtländer Hinterland merklich angestiegen.

Mietwohnungsleerstandsquote¹ (2017) und Absorptionsrisiko² (4. Quartal 2017) nach Kanton (Kürzel) oder MS-Region (in Prozent)



¹ Mietwohnungsleerstandsquote unter Verwendung des von UBS geschätzten Mietwohnungsbestands

² Das Absorptionsrisiko 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 fünf bzw. sechs Quartale ermittelt. Das Potenzialwachstum wird aufgrund des Bevölkerungswachstums der vergangenen drei Jahre geschätzt.

Quellen: BFS, Docu Media, UBS

Die Bestandesmieten haben sich langfristig sehr stabil entwickelt. So stiegen sie in der Schweiz seit 1982 teuerungsbereinigt im Einklang mit den Löhnen um rund 0,5 Prozent pro Jahr. Im historischen Vergleich sind die Bestandesmieten also nicht überhöht; wir erwarten denn auch keine breite Korrektur in den nächsten Jahren. Doch zurzeit sind die Angebotsmieten durchschnittlich noch rund 20 Prozent höher als die Bestandesmieten. Durch die erwartete Korrektur der Angebotsmieten wird sich diese Differenz reduzieren. Einerseits sinkt dadurch das Mietsteigerungspotenzial bei Mieterwechseln in Bestandesliegenschaften. Andererseits verringert dies den Spielraum, bestehende Mietverhältnisse bei steigendem Referenzzinssatz anzupassen. Denn die Angebotsmieten stellen eine Obergrenze für die Miethöhe in bestehenden Verträgen dar.

Investitionsausblick

Bewertungen am Höhepunkt

Immer tiefere Kapitalisierungssätze trieben die Preiserally bei Wohnrenditeliegenschaften über die letzten zehn Jahre. Seit 2007 stiegen die Preise für Mehrfamilienhäuser gesamtschweizerisch um knapp 60 Prozent. Bei um rund 15 Prozent höheren Mieten in diesem Zeitraum impliziert dies einen Rückgang der Nettoanfangsrenditen von leicht unter 5 Prozent auf aktuell 3,5 Prozent. Regional reichen die Renditen zurzeit von weniger als 2 Prozent (Zürich Kreis 1) bis über 5 Prozent (Goms).

Angesichts einer negativen Verzinsung von Schweizer Staatsanleihen mit Laufzeiten bis über zehn Jahre sind solche Renditen für viele Investoren weiterhin attraktiv. Die Zinsen dürften aber aufgrund global weniger expansiver Zentralbanken in den nächsten zwölf Monaten leicht ansteigen. Vor dem Hintergrund steigender Leerstände und sinkender Mieten dürften die Kapitalisierungssätze 2018 nicht weiter sinken. Die Preise bei Wohnrenditeliegenschaften dürften also ihren Höhepunkt erreicht haben. Dass Investoren kaum noch mit Aufwertungsgewinnen rechnen, widerspiegelt sich auch an den Börsen: Im zweiten Semester 2017 korrigierten die Kurse der Wohnimmobilienfonds deutlich. Die Erwartungen auf weiter steigende Preise für Wohnrenditeinvestitionen sind verpufft.

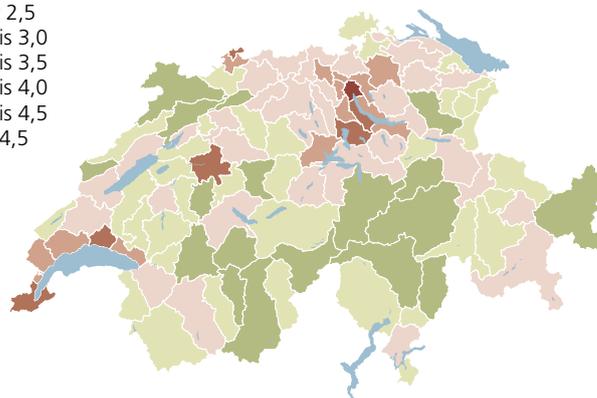
Wertberichtigung droht

Massgeblich entscheidend für den künftigen Investitionserfolg ist die längerfristige Zinsentwicklung. Sobald die Zentralbanken die Zinsen nicht mehr nach unten verzerren, werden diese höher tendieren. Ein schwacher Anstieg der Zinskurve von bis zu 0,5 Prozentpunkten dürfte die Preise für Mehrfamilienhäuser aber nicht auf breiter Front unter Druck setzen. In einem solchen Szenario bleibt der Anlagenotstand bestehen. Ein Anstieg der zehnjährigen Eidgenossen auf beispielsweise 2 Prozent brächte aber deutliche Abschreiber mit sich. Investoren müssten mit Wertkorrekturen von rund 20 Prozent rechnen. Da die Preise an Spitzenlagen in den letzten Jahren stärker auf sinkende Zinsen reagierten, dürften diese bis zu 30 Prozent an Wert einbüßen. Umgekehrt reagieren die Preise in peripheren Lagen schwächer auf Zinsschwankungen. Allerdings ist dort das Risiko von Einnahmeausfällen, sei es aufgrund höherer Leerstände oder tieferer Mieten, im aktuellen Marktumfeld akzentuierter. Am attraktivsten schätzen wir zurzeit Agglomerationsstandorte in Pendlerdistanz der grossen Zentren ein, die Nettoanfangsrenditen von gut 3 Prozent bieten bei gleichzeitig moderaten Leerstandsrisiken.

Ein Franken Miete in Zürich doppelt soviel Wert wie in den Bergen

Nettoanfangsrenditen* nach MS-Regionen (in Prozent)

- unter 2,5
- 2,5 bis 3,0
- 3,0 bis 3,5
- 3,5 bis 4,0
- 4,0 bis 4,5
- über 4,5



* Nettoertrag nach Abzug aller Kosten (inkl. Instandsetzung), in Prozent des Kaufpreises
Quelle: Schätzungen UBS

Mehr Geld von institutionellen Investoren

Elias Hafner

Für Pensionskassen und Versicherer sind die Anreize gestiegen, Hypotheken zu vergeben. Durch die anhaltende Verschärfung der Bankenregulierung dürften die Banken Marktanteile verlieren. Den institutionellen Investoren stehen mehrere Türen für Hypothekarinvestitionen offen.

Der Schweizer Hypothekarmarkt hat vergangenes Jahr die Grenze von 1000 Milliarden Schweizer Franken überschritten. Banken halten rund 95 Prozent des Volumens, während Versicherer und Pensionskassen nur einen kleinen Teil des Marktes ausmachen. Doch eine Trendwende scheint eingeläutet. Die Hypothekarpositionen der Versicherer zeigten 2015 und 2016 mit je rund 6 Prozent eine Wachstumsbeschleunigung und auch die Hypothekarbücher der Pensionskassen nahmen 2016 nach mehreren Jahren rückläufiger Entwicklung mit 5 Prozent deutlich zu. Bei Banken hingegen hat sich das Wachstum verlangsamt. Grossbanken haben zuletzt gar ihren Hypothekenbestand reduziert. Die ersten verfügbaren Zahlen der Versicherer für 2017 deuten darauf hin, dass ihr Hypothekarvolumen weiterhin schneller wächst als jenes der Banken.

Institutionelle mit langfristigem Horizont

Banken finanzieren ihre Hypothekarkredite überwiegend mit kurzfristig abrufbarem Fremdkapital. Somit stellen Festhypotheken bei Banken ein klassisches Zinsdifferenzgeschäft dar. Vereinfacht gesagt, erhalten sie dabei den Hypothekarsatz und zahlen zugleich den Sparern einen Zins auf deren Einlagen.

Im Gegensatz dazu investieren Versicherer und Pensionskassen das einbezahlte Kapital ihrer Versicherten, das künftige Rentenversprechen oder Schadenssummen decken sollte. Die Duration der Verpflichtungen bei Pensionskassen beträgt rund zehn bis 15 Jahre. Deshalb bevorzugen Versicherer und Pensionskassen bei der Kreditvergabe längere Laufzeiten und bieten standardmässig 15, teilweise gar bis 25 Jahre an. Zudem sind sie bei der Vergabe bezüglich

der Höhe der Belehnung und dem Risiko der Marktsegmente generell konservativer. Somit besteht nebst den ungleichen Marktanteilen auch eine gewisse Segmentierung des Marktes.

Regulierung und tiefe Zinsen verschieben Anreize

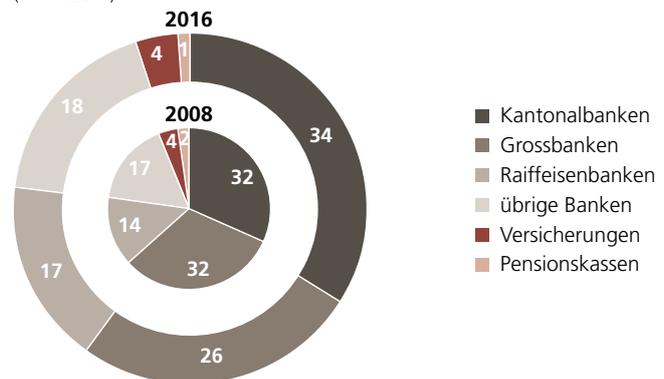
Es gibt vorwiegend drei Gründe, weshalb institutionelle Investoren derzeit vermehrt in den Hypothekarmarkt drängen:

Regulierung

Die seit der Finanzkrise erhöhten Standards für Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen unter Basel III haben die Finanzierung bei den Banken kostspieliger gemacht. Gleichzeitig haben der antizyklische Kapitalpuffer der Schweizerischen Nationalbank sowie schärfere Selbstregulierungsmassnahmen die Hypothekarvergabe bei Banken zusätzlich verteuert beziehungsweise erschwert.

Institutionelle haben kleinen Anteil

Schweizer Hypothekarmarkt nach Kreditgeber per Ende 2008 und 2016 (in Prozent)



Quellen: BFS, FINMA, SNB, UBS

Die Regulierung der Hypothekervergabe bei institutionellen Investoren hat sich insgesamt weniger verschärft.

Negativzinsen

Mit der Einführung von Negativzinsen im Januar 2015 haben sich die Anreize zur Vergabe von Hypotheken gleich doppelt zugunsten von institutionellen Investoren verschoben. Da Banken den Grossteil ihrer Privatkunden nicht mit Negativzinsen belasten, droht sich ihre Ertragslage deutlich zu verschlechtern. Um eine Margen-

erosion im Hypothekergeschäft zu verhindern, erhöhten Banken die Aktivmarge: Trotz merklich gesunkener Zinsen haben sich die Hypothekersätze bei Banken kaum nach unten bewegt. Andererseits sind viele Vorsorgeeinrichtungen von Negativzinsen betroffen. Gemäss der Swisscanto Pensionskassenstudie 2017 zahlen 58 Prozent der Kassen Negativzinsen oder Guthabengebühren. Damit besteht ein Anreiz, einen Teil der festverzinslichen beziehungsweise der Geldmarkt-Positionen in Hypotheken umzuschichten.

Selber, mit einem Partner oder indirekt

Pensionskassen und Versicherer, die ihr Geld im Hypothekemarkt investieren wollen, haben mehrere Optionen.

Selbständige Vergabe von Hypotheken

Eine Möglichkeit besteht darin, dass Pensionskassen und Versicherungen selber Hypotheken vergeben und so den ganzen Ertrag entlang der Wertschöpfungskette abschöpfen. Per Mitte Dezember 2017 boten grössere institutionelle Investoren zehnjährige Hypotheken gemäss Richtsätzen bei rund 1,3 Prozent an (Banken: 1,5 Prozent). Ob sich eine selbständige Vergabe lohnt, hängt stark von den Unterhaltskosten der nötigen Infrastruktur ab. Tendenziell gilt: Je grösser das Hypothekerbuch ist und je länger dieses betrieben werden soll, desto eher können hohe Initial- und Fixkosten getragen werden.

Zusammenarbeit mit einem Hypothekarpartner

Institutionelle können aber auch einen Teil der Wertschöpfungskette an einen Partner abtreten. Beispielsweise bietet die Kooperation mit Vermittlerplattformen einen schnellen Zugang zu Neukunden. Pensionskassen oder Versicherer können aber auch nur als Geldgeber auftreten. Dabei übernimmt der Hypothekarpartner, beispielsweise eine Bank, die gesamte Administration. Die Rendite für den institutionellen Geldgeber hängt dabei von der Laufzeit ab; sie dürfte aktuell grösstenteils in der Spanne von knapp 0,5 bis 1,0 Prozent liegen. Hingegen können die Hypothekarpartner einen Zusatzertrag erzielen,

ohne die Hypotheken zwingend auf ihr Buch zu nehmen. Bei der Trennung von Kreditprüfung und Kreditvergabe müssen aber die Anreize richtig gesetzt werden. Beispielsweise, indem der Partner stets einen Anteil der Hypothek auf seine Bilanz nimmt oder indem bei der Kreditprüfung nicht bekannt ist, ob der Institutionelle oder der Hypothekarpartner als Investor auftritt und das Ausfallrisiko trägt.

Indirekte Investitionen

Schliesslich ist es auch möglich, indirekt über Anlagestiftungen oder Hypothekenfonds zu investieren. Seit Ende 2016 haben verschiedene grosse Banken dafür Anlagegefässe geschaffen und teils von der eigenen Bilanz Hypotheken in diese transferiert. Zu den Vorteilen dieser Lösung zählen ein schneller Aufbau eines Hypothekar-Engagements und eine breite Diversifikation. Ebenfalls besteht die Möglichkeit der Anteilsrückgabe. Die Renditeerwartungen unterscheiden sich je nach Hypothekenfonds vor allem aufgrund der durchschnittlichen Laufzeit (weniger als ein Jahr bis sechs Jahre) und liegen zurzeit bei rund 0,2 bis 0,5 Prozent. Harte Kriterien bei der Auswahl der Hypotheken sollen verhindern, dass diese Anlagegefässe nur die «schlechten» Kredite erhalten. Anders als bei direkten Hypotheken-Investitionen müssen hier die Positionen zu Marktwerten verbucht werden, was bei Zinsänderungen zu unbeliebten Schwankungen der Deckungsgrade führen kann.

Liegenschaftswerte

Als direkte Folge des Tiefzinsumfelds schichten institutionelle Investoren sehr viel Kapital in Renditeimmobilien um. So haben Pensionskassen zwischen 2007 und 2016 ihr Engagement in Obligationen von 38 auf 32 Prozent reduziert und gleichzeitig die Immobilienquote von 17 auf fast 23 Prozent erhöht. Nach wie vor besteht eine rege Nachfrage seitens institutioneller Investoren nach Renditeliegenschaften, jedoch scheint die Vorsicht bei den Anlegern zugenommen zu haben. Dies bringt Hypotheken – die bei konservativer Belehnung mehr Obligation als Immobilieninvestition sind – auf den Radar.

« Die Segmentierung dürfte weiter zunehmen, was das Hypothekenwesen fristenkongruenter und somit robuster macht. »

Banken dominieren weiter, aber stärkere Segmentierung

Die Überrendite von Hypotheken gegenüber festverzinslichen Papieren erscheint auf den ersten Blick sehr attraktiv. Dies ist – nebst dem Negativzinsumfeld – in hypothekenspezifischen Eigenschaften begründet. Hypotheken sind eine illiquide Anlageklasse, wofür Investoren eine Entschädigung fordern. Institutionelle Investoren sind aufgrund ihres langfristigen Anlagehorizonts in der Lage, dieses Risiko zu tragen, wodurch sie die Illiquiditätsprämie abschöpfen. Zudem weisen Hypotheken im langjährigen Vergleich ein ähnlich tiefes Ausfallrisiko wie

Obligationen und ein Diversifikationspotenzial auf. Aber wie die Subprime-Krise gezeigt hat, kann die Ausfallquote zeitweise deutlich höher liegen. Wegen ein paar Basispunkten Mehrrendite zahlt es sich für institutionelle Investoren somit kaum aus, ihre traditionell konservativen Hypothekervergaberichtlinien zu lockern. Auch sollte das Hypothekenengagement nicht zu einer deutlichen Verkürzung der Kapitalbindung führen, da sich sonst eine Laufzeitenlücke zwischen Aktiv- und Passivseite öffnet.

Während die durch die Negativzinsen verursachten Marktverzerrungen mittelfristig nicht Bestand haben dürften, könnte sich die «Regulierungskluft» zwischen Banken – beispielsweise aufgrund von Basel IV – und institutionellen Investoren durchaus weiter öffnen. Banken sehen sich daher gezwungen, einen Teil des «Hypothekarkuchens» aufzugeben beziehungsweise stärker auf den serviceorientierten und weniger zinssensitiven Teil der Kreditwertschöpfungskette zu fokussieren. Per Ende 2016 bestand bei Versicherern ein Potenzial für zusätzliche Investitionen in Hypotheken von schätzungsweise 37 Milliarden Franken (exklusive Überdeckung). Pensionskassen dürfen grundsätzlich 50 Prozent ihres Gesamtvermögens in schweizerische Grundpfandtitel investieren. Bei einem Kapital in der zweiten Säule von gut 800 Milliarden Franken wäre das auch bei einem solch unrealistisch hohen Anteil immer noch weniger als die Hälfte des Marktes. Deshalb werden die Banken weiterhin den Schweizer Hypothekemarkt dominieren. Tendenziell dürfte aber die Segmentierung des Marktes weiter zunehmen, was das Hypothekenwesen fristenkongruenter und somit robuster macht.

Mehr Rendite durch höhere Risiken

Elias Hafner und Maciej Skoczek

Schwarminvestitionen in den Schweizer Wohnimmobilienmarkt sind dank Abstrichen bei der Makrolage und hohem Fremdkapitaleinsatz ein Renditewunder. Bei anhaltender Schönwetterlage auf dem Immobilienmarkt bessert dies den Anlageerfolg deutlich auf. Doch insbesondere für Kleininvestoren besteht ein Klumpenrisiko.

Es klingt wie eine Erzählung aus dem Schlaraffenland: Im aktuellen Tiefzinsumfeld mit einer vermeintlich sicheren Anlageklasse jährlich 7 Prozent Rendite erzielen. Dies stellen Immobilien-Crowdinvesting-Plattformen in Aussicht. Ab 2015 sind in der Schweiz solche Plattformen entstanden und haben seither Mehrfamilienhäuser im Wert von über 200 Millionen Franken an Investoren vermittelt. Die hohen Renditeversprechen haben sie dabei grösstenteils eingehalten. Traditionelle Alternativen zu Schwarminvestitionen sind Buy-to-let (Kauf zur Vermietung) und Wohnimmobilienfonds, die mit 4 bis 5 Prozent beziehungsweise 2 bis 3 Prozent zurzeit aber deutlich weniger abwerfen.

Renditeunterschiede unter der Lupe

Die grossen Unterschiede bei den Eigenkapitalrenditen, insbesondere zwischen Schwarminvestitionen und Wohnimmobilienfonds, lassen sich grösstenteils durch Unterschiede in der Bruttomietrendite, in den Kosten für die Bewirtschaftung des Immobilienportfolios und im Fremdkapitaleinsatz erklären.

Bruttomietrendite – Diversifikation, Liquidität und Lage besser bei Fonds

Crowd-Anbieter stellen durchschnittlich Nettomieteinnahmen im Verhältnis zum Kaufpreis der Liegenschaft von fast 4,5 Prozent in Aussicht. Die Portfolios der Wohnimmobilienfonds hingegen werfen im Durchschnitt 3,5 bis 4 Prozent vom Marktwert des Fondsvermögens ab.

Die tiefere Rendite bei börsennotierten Fonds ist erstens auf Vorteile gegenüber einzelnen Mehrfamilienhausinvestitionen zurückzuführen, wie eine bessere Diversifikation und eine höhere Liquidität. Dafür sind Investoren bereit, einen

Was ist Crowdinvesting?

Im Zentrum des Schwarminvestierens (englisch Crowdinvesting) in Immobilien steht die Idee, dass eine Vielzahl an Investoren mit jeweils relativ geringem Kapitaleinsatz über Onlineplattformen Mehrfamilienhäuser erwirbt. So können auch Kleininvestoren zu Miteigentümern einer Wohnrenditeliegenschaft werden und von den Mieteinnahmen und der Wertentwicklung profitieren.

Aufpreis zu bezahlen, was die Rendite schmälert. Bei Crowdinvesting hingegen wird das Risiko nur auf wenige Wohnungen verteilt und der Sekundärmarkt ist noch unerprobt.

Zweitens befinden sich Fondsliegenschaften im Durchschnitt an besseren Makrolagen. Nur rund 25 Prozent der Schweizer Bevölkerung wohnt in Gemeinden mit höherem Makro-Ranking als das Medianobjekt der Fondsportfolios. Das Medianobjekt bei Crowdinvesting ist hingegen in einer weit schlechteren Gemeindekategorie domiziliert; gut 60 Prozent der Bevölkerung lebt in Gemeinden mit einem besseren Rating.

Drittens berücksichtigen die Fonds-Zahlen bereits einen Mietzinsausfall von rund 4 Prozent.¹ Dieser liegt deutlich über der durchschnittlichen Leerstandsquote bei Mietwohnungen in den investierten Gemeinden, die portfoliogewichtet unter 2 Prozent liegt. Beim Crowdinvesting wird – trotz klar schlechterer Makrolagen – ein Leerstandspuffer von nur rund 1,5 Prozent eingerechnet, obwohl die entsprechende Leerstandsquote in diesen Gemeinden über 5 Prozent beträgt.

¹ Die Mietausfallrate entspricht dem Minderertrag durch Leerstand und Inkassoverluste auf Mietzinsen im Verhältnis zu Sollnettomietzinsen.

Und viertens handelt es sich bei den Mieteinnahmen des Crowdfunding um erwartete Werte. Für Objekte, bei denen Quadratmeterpreise verfügbar sind, entsprechen die Mieten denjenigen von Wohnungen mit höchster Qualität in der jeweiligen Gemeinde gemäss den Angebotsmieten von Wüest Partner. Dies ist angesichts der Mikrolagen der Crowdfunding-Objekte optimistisch angesetzt.

Unter Berücksichtigung dieser Faktoren relativiert sich der Unterschied in der Bruttomietrendite. Immobilienplattformen scheinen daher nicht zu einem besonders vorteilhaften Preis-Risiko-Verhältnis einzukaufen.

Bewirtschaftung – Immobilienfonds haben ihren Preis

Bei der Bewirtschaftung des Immobilienportfolios fallen Unterhalts- und Reparaturkosten, Verwaltungskosten sowie allfällige Steuern an. Bei den Crowd-Portfolios werden für Unterhalt und Reparaturen rund 5 Prozent der Mieteinnahmen einkalkuliert. Bei den meist neuen oder frisch renovierten Objekten ist dieser Wert kurzfristig durchaus realistisch, dürfte aber längerfristig zu tief liegen. Wohnimmobilienfonds weisen hier effektive Kosten von 10 bis 15 Prozent auf.

Schwarm-Plattformen verrechnen für die Verwaltung des Portfolios durchschnittlich rund 10 Prozent. Bei den Immobilienfonds beläuft sich hingegen die Vergütung der Fondsleitung und Depotbank (inklusive externe Verwalter und Berater) auf insgesamt 15 bis 20 Prozent der Mieteinnahmen.

In der Besteuerung bestehen ebenfalls Unterschiede. Crowdfunding unterliegen beim Endinvestor den Ertrags- und Kapitalsteuern. Immobilienfonds sind zudem selber steuerpflichtig: Je nach Art der Investition (direkt oder indirekt) und regionalem Fokus variiert die Steuerbelastung stark und beläuft sich im Durchschnitt auf fast 15 Prozent.

Zusammengefasst stehen bei Crowdfunding Kosten vor Privatsteuern von durchschnittlich 15 bis 20 Prozent der Mieteinnahmen zu Buche gegenüber mehr als 40 Prozent bei Wohnimmobilienfonds. Somit resultiert eine Rendite auf das investierte Kapital von rund 3,5 Prozent bei

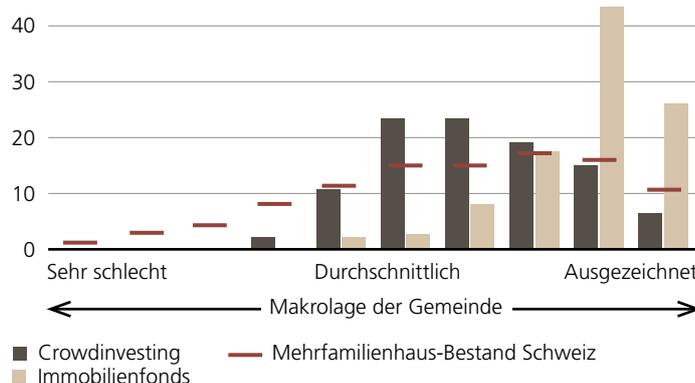
Crowd-Liegenschaften und von rund 2 Prozent bei Wohnimmobilienfonds. Insbesondere die Unterhalts- und Reparaturkosten sind aber bei Crowdfunding teils sehr knapp einkalkuliert und dürften längerfristig höher liegen. Ebenfalls ist bei den Plattformen ein grösserer Teil des Ertrags beim Endinvestor zu versteuern als bei den Immobilienfonds, da rund die Hälfte der Fonds die Immobilien direkt hält, sodass die Ausschüttungen beim Endinvestor steuerbefreit sind. Ebenfalls müssen Crowd-Investoren bei Handänderungen zusätzliche Abgaben entrichten, wie allfällige Grundstückgewinnsteuern. Unter dem Strich bleibt offen, ob Crowdfunding tatsächlich kosteneffizienter ist.

Fremdkapitaleinsatz – der wichtigste Renditetreiber

Bei den aktuell historisch tiefen Hypothekenzinssätzen ist der Einsatz von Fremdkapital attraktiv. Crowd-Plattformen und Wohnimmobilienfonds schliessen zurzeit längerfristige Hypotheken für meist unter 1 Prozent ab. Die auf Crowdfunding vermittelten Objekte werden durchschnittlich mit rund 60 Prozent belehnt, während die Fremdkapitalquote bei den Fonds bei etwa 20 Prozent liegt. Insgesamt wird die Eigenkapitalrendite so bei Crowd-Liegenschaften auf 6 bis 7 Prozent gehebelt, bei Wohnimmobilienfonds beträgt sie nur gegen 2,5 Prozent.

Crowdfunding-Objekte oft an durchschnittlichen Lagen

Anteil Objekte nach Investment-Vehikel und Verteilung des Mehrfamilienhausbestands, nach Makrolageklasse (in Prozent des jeweiligen Gesamtbestands)



Quellen: BFS, diverse Crowdfunding-Plattformen, Jahresberichte diverser Immobilienfonds, Wüest Partner, UBS

Nur für risikotolerante, breit diversifizierte Investoren geeignet

Unterschiede in der Eigenkapitalrendite werden also zu einem grossen Teil durch höhere Risiken erklärt. Unserer Einschätzung nach ist der Marktzyklus für Mehrfamilienhäuser weit fortgeschritten. So sind angesichts des substanziellen finanziellen Hebels bei Crowdfunding bereits durch relativ geringe Zinsanstiege oder durch Mietpreiserückgänge merkliche Korrekturen möglich. Erfüllen sich die optimistischen Erwartungen hinsichtlich hoher Mieteinnahmen, tiefer Leerstände an durchschnittlichen Lagen oder wenig Renovationsbedarf über den Investitionszeitraum nicht, reduziert sich die jährliche Nachsteuerrendite und somit auch der Puffer gegen Wertkorrekturen.

Unter der Annahme marktüblicher Leerstände sowie Unterhalts- und Reparaturkosten dürfte die Investition ab einer Korrektur von 10 bis 15 Prozent des Liegenschaftswerts über den durchschnittlichen Investitionshorizont von sechs Jahren zu einem Verlustgeschäft werden und

schlechter abschneiden als eine Anlage in Wohnimmobilienfonds. So führt eine Korrektur von 10 Prozent des Liegenschaftswerts bei einer 60-prozentigen Belehnung zu einem Verlust von einem Viertel des eingesetzten Kapitals (ohne Berücksichtigung der Mieteinnahmen). Viele Kleininvestoren setzen sich somit einem Klumpenrisiko aus, wenn sie – trotz geteiltem Eigentum der Liegenschaft – einen signifikanten Anteil ihres Vermögens in Crowdfunding konzentrieren.

Für Investoren, die auch signifikante Verluste in einer einzelnen Position verkraften können, zum Beispiel aufgrund eines grossen, breit diversifizierten Portfolios, kann das Marktsegment von Crowdfunding – stark gehebelte Mehrfamilienhausinvestitionen an dezentralen Makrolagen – aber unter Umständen eine willkommene Chance zur Renditeaufbesserung darstellen. Alternativ dazu bieten sich auch Club-Deals an, in denen mehrere vermögende Anleger ausserhalb von Plattformen in Liegenschaften investieren.

Wohnimmobilien – Investitionsformen im Überblick

	Buy-to-let	Crowdfunding	Wohnimmobilienfonds
Mindestinvestition	einige CHF 100 000	meist CHF 100 000	unter CHF 100
Bruttomietrendite*	knapp 3,5 Prozent	4 bis 5 Prozent	3,5 bis 4 Prozent
Eigenkapitalrendite	4 bis 5 Prozent (vor Abzug von Verwaltungskosten, bei 60-prozentiger Belehnung)	6 bis 7 Prozent (nach Abzug von Verwaltungskosten)	2 bis 3 Prozent (nach Abzug von Verwaltungskosten)
Fremdkapitalquote	bis 80 Prozent	55 bis 65 Prozent	rund 20 Prozent
Finanzierungskosten	unterschiedlich	meist unter 1 Prozent	meist unter 1 Prozent
Steuern	Mietzinseinnahmen müssen nach Abzug der Finanzierungs- und Unterhaltskosten als Einkommen versteuert werden. Bei einer Veräusserung fallen zusätzliche Steuern an, insbesondere Grundstückgewinnsteuern.	Ausschüttungen müssen als Einkommen versteuert werden. Bei einer Veräusserung fallen zusätzliche Steuern an, insbesondere Grundstückgewinnsteuern.	Steuern und Abgaben der Fonds betragen oft 10 bis 20 Prozent der Nettomieteinnahmen. Ausschüttungen von Fonds, die Immobilien indirekt halten, unterliegen der Ertragssteuer. Keine Ertrags- und Kapitalsteuer bei Fonds mit Direktbesitz.
Verwaltungskosten (in Prozent der Nettomieteinnahmen)	Die Verwaltung der Liegenschaft generiert bei externer Beauftragung zusätzliche Kosten.	ca. 10 Prozent (inklusive Erfolgshonorar bei einer Mindestbelegung)	15 bis 20 Prozent
Eigentums- und Mitbestimmungsrecht des Investors	Eintrag ins Grundbuch, Alleineigentum	Eintrag ins Grundbuch, Miteigentum (durchschnittlich 25 Eigentümer)	Kein Eintrag ins Grundbuch, kein Mitbestimmungsrecht
Typische Objektgrösse	CHF 0,5 bis 1,2 Millionen	Medianobjekt CHF 4,5 Millionen	Medianobjekt CHF 7,8 Millionen
Diversifikation	keine	tief	mittel bis hoch
Liquidität	illiquid	gering	relativ hoch

* Nettomieteinnahmen im Verhältnis zum Kaufpreis beziehungsweise Marktwert (nach Abzug des Leerstands[-puffers])
Quelle: UBS, per 15. November 2017

Einkaufszentren definieren sich neu

Maciej Skoczek und Sandra Wiedmer

An den grössten Bahnhöfen werden dank robuster Nachfrage die höchsten Flächenumsätze generiert, doch an weniger frequentierten Lagen geraten Shopping Center zunehmend unter Druck. Einkaufszentren suchen neue Konzepte, um ihre Besucherzahlen zu steigern. Der Schwerpunkt verlagert sich dabei zu erlebnisorientierten Angeboten.

Die Einkaufszentren an Bahnhöfen weisen die höchste Flächenproduktivität auf. Am Bahnhof Bern wurden 2016 (neueste verfügbare Daten) pro Quadratmeter rund 31 000 Franken umgesetzt, und auch die Bahnhöfe Luzern, Genf Cornavin und Zürich Hauptbahnhof überzeugten mit rund 25 000 Franken Umsatz pro Quadratmeter. Zum Vergleich: Das Einkaufszentrum «Glatt» wies schweizweit mit 14 000 Franken den höchsten Wert unter Zentren ohne direkten Bahnhofanschluss auf. Möglichkeiten zum schnellen Einkaufen auf dem Arbeitsweg und lange Öffnungszeiten sind die Hauptgründe für die hohen Umsätze.

Entsprechend bleibt die Nachfrage nach Flächen an Hauptverkehrspunkten robust. Diese stehen kaum leer und die Mieten halten sich auf hohen Niveaus. Da die Pendlerströme bis 2030 an den wichtigsten Schweizer Bahnhöfen gemäss den SBB um etwa 50 Prozent zunehmen werden, wird auch die Zahl potenzieller Ladenbesucher langfristig weiter steigen. Diese erwartete Entwicklung veranlasst Investoren dazu, auch in unmittelbarer Bahnhofsnähe neue Verkaufsflächen anzubieten. So wurden an den meistfrequentierten Bahnhöfen der Schweiz in Zürich und Bern in den letzten Jahren mit der «Europaallee» und der «Welle 7» grössere Einkaufszentren neu errichtet. Auch an weiteren Bahnhöfen wie Bellinzona oder Zürich Oerlikon wurde das Verkaufsflächenangebot ausgeweitet.

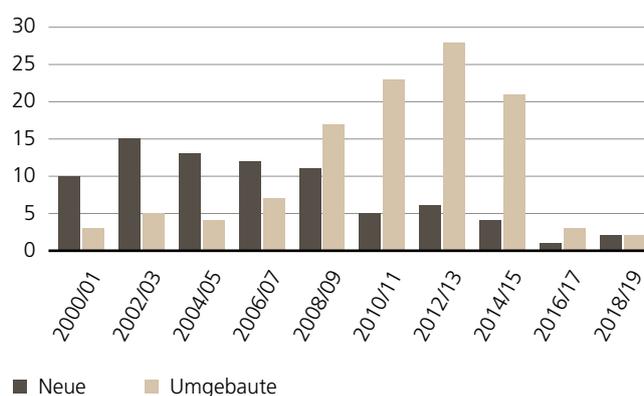
Umbau statt Neubau

Die Shopping Center an weniger frequentierten Standorten kämpfen bei deutlich tieferer Produktivität mit stark rückläufigen Umsätzen. Im Jahr 2016 setzten sie gut 10 Prozent oder

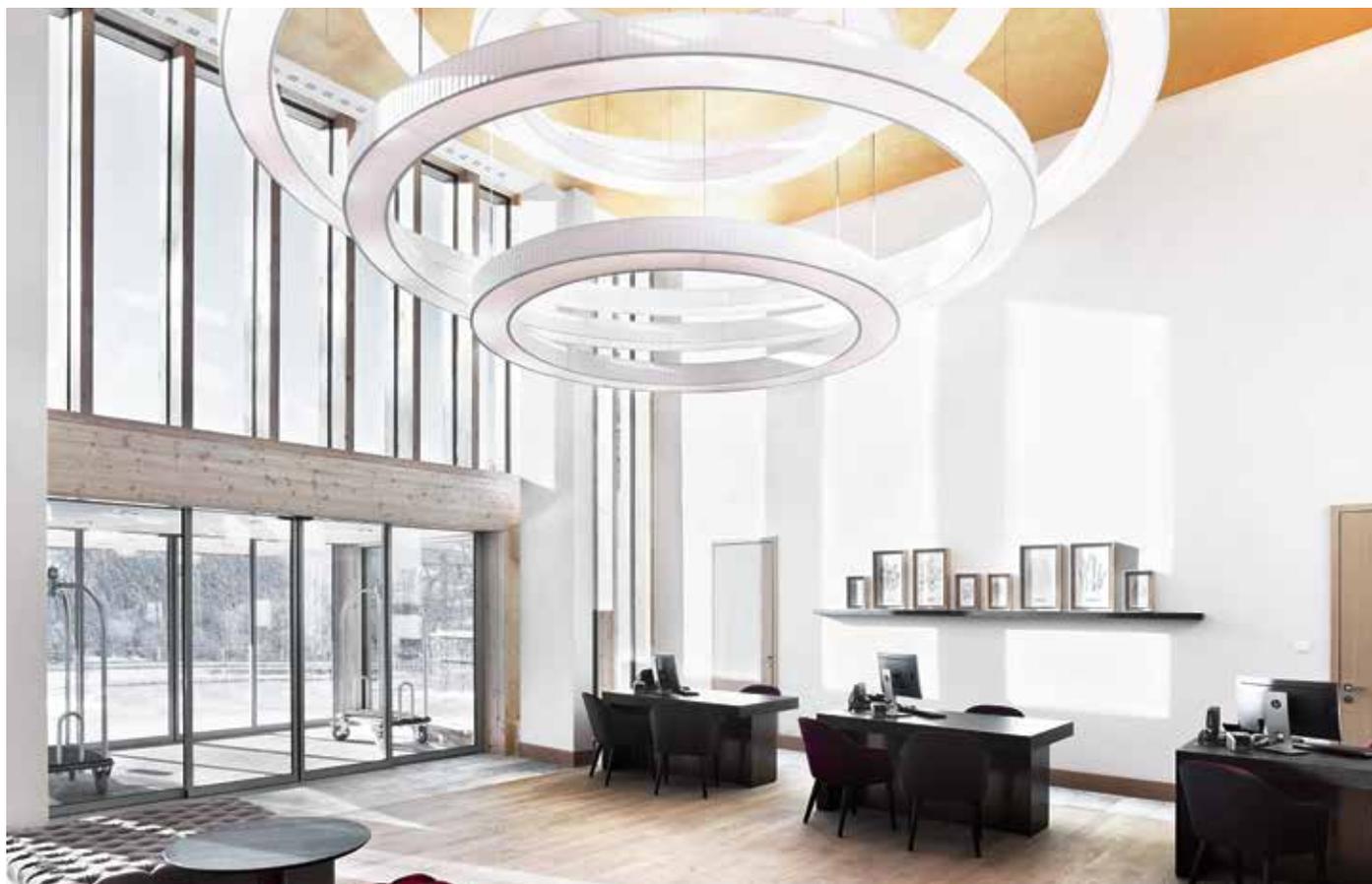
1000 Franken pro Quadratmeter weniger um als noch 2010. Parallel dazu verschlechterte sich die Investitionslaune: Während zwischen 2000 und 2009 mehr als 60 neue Zentren eröffnet wurden, rechnen wir für die Periode 2010 bis 2019 nur noch mit 18 Neueröffnungen. Letztes Jahr kam es gar nur zu einer – aber dafür bedeutenden – Neueröffnung. Mit knapp 50 000 Quadratmetern Verkaufsfläche wurde die im November eröffnete «Mall of Switzerland» in Ebikon zum viertgrössten Einkaufszentrum des Landes; inklusive Freizeitflächen klassiert sich das Zentrum gar an zweiter Stelle. Weitere Neueröffnungen, «Mattenhof Süd» in Luzern sowie «The Circle» am Flughafen Zürich, sind 2019 vorgesehen.

Investitionstätigkeit geht zurück

Anzahl neue und umgebaute Shopping Center



Quellen: GfK, UBS



Waldhotel im Bürgenstock Resort Lake Lucerne, Obbürgen (Stansstad)

«Seit 2008 wurde jedes zweite Einkaufszentrum in der Schweiz mindestens teilweise erneuert.»

Die Marktsättigung, der zunehmende Onlinehandel sowie der wachsende Einkaufstourismus liessen die Investoren einen anderen Weg beschreiten. Sie versuchen, ihre Erfolgchancen durch Renovierungen aufzubessern. So stieg die Anzahl Sanierungen und Umbauten von 2008 bis 2015 rasant an. Insgesamt wurde in diesem Zeitraum fast jedes zweite Einkaufszentrum in der Schweiz mindestens teilweise erneuert. Dank attraktiver und moderner Verkaufsflächengestaltung versprechen sich die Eigentümer mehr Besucher, steigende Detailhandelsumsätze und demzufolge eine höhere Flächennachfrage sowie Zahlungsbereitschaft der Mieter. Da zwischen 2000 und 2015 etwa 90 Prozent der Schweizer Shopping Center neu gebaut beziehungsweise renoviert wurden, hat sich seit 2016 die Umbautätigkeit abgeschwächt.

Onlinehandel mischt stationären Handel auf

Das klassische Konzept eines Einkaufszentrums scheint auszulaufen. Ob Investitionen in Einkaufszentren die erhofften Renditen abwerfen

werden, hängt davon ab, wie gut sich die Zentren den neuen Marktbedingungen anpassen können. Weil der Einkaufstourismus und Onlinehandel an Bedeutung gewonnen haben, sinken die Umsätze im stationären Bereich. Im September 2017 lag das Detailhandelsvolumen mehr als 5 Prozent unter dem Niveau von Ende 2014. Ein Zehntel der gesamten Detailhandelsumsätze in der Schweiz wird über das Internet abgewickelt.

Während aktuell vor allem der stationäre Non-Food-Bereich unter dem Onlinehandel leidet, dürften sich zunehmend auch Food-Einkäufe ins Netz verlagern. Im Gegensatz zu traditionellen Kanälen, bei denen die Lebensmittelumsätze leicht zurückgegangen sind, konnten die zwei grössten Food-Onlinehändler ihren Umsatz seit 2010 um gut 40 Prozent steigern. Neue Online-Anbieter im Lebensmittelmarkt dürften dem stationären Handel künftig weitere Anteile abwerben.

Paradigmenwechsel zu Erlebniszentren

Es ist davon auszugehen, dass der Onlinehandel den Flächenbedarf der Detaillisten weiter senken wird. Um Leerständen entgegenzuwirken und folglich einer Verdrängung vom Markt oder gar einer Schliessung vorzubeugen, werden viele Shopping Center ihren Angebotsmix neu ausrichten müssen. Die bestehenden Zentren versuchen sich von den Online-Angeboten im Internet zu differenzieren, indem sie ihren Kunden Erlebnisse bieten, die in der virtuellen Welt nicht möglich sind.

Dies widerspiegelt sich beispielsweise im Werbeslogan der «Mall of Switzerland». Getreu dem Motto «Hier wird Shopping zum Erlebnis» ergänzen mehrere Restaurants, Kinos und Freizeitareale mit Fitness- und Wellnessanlagen den klassischen Detailhandel. Noch weiter geht das

Berner Zentrum «Welle 7». In unmittelbarer Bahnhofsnähe vereint es Meetingräume, Coworking-Flächen, eine Schule, Gastronomie- und Shoppingangebote. Anfang 2017 haben auch die Verantwortlichen des «Avry Centre» bei Freiburg ihre Pläne vorgestellt: Das bestehende Einkaufsangebot wird vollständig umgebaut und um ein Multiplexkino, ein Schwimmbad und eine Parkanlage erweitert. Ein neuer SBB- und Busbahnhof sowie Wohnungen auf dem Gelände sollen das Zentrum noch attraktiver für die Pendler machen. Ein ganz neues Konzept avisiert «The Circle» am Flughafen Zürich: An einem der meistfrequentierten Verkehrsknotenpunkte der Schweiz werden hauptsächlich nur Showrooms angeboten, in denen Kunden die Marken kennenlernen und die Produkte anschauen können. Der eigentliche Einkauf findet online statt.

Fallende Renditen bei Verkaufsflächen

Gemäss Wüest Partner standen Mitte 2017 rekordhohe 630 000 Quadratmeter Verkaufsfläche leer, was die Gesamtfläche der 15 grössten Einkaufszentren der Schweiz übertrifft und einer Verdoppelung innert vier Jahren entspricht. Der grösste Zuwachs an leerstehenden Flächen erfolgte in Mittel- und Kleinstädten. Die Leerstände in den Agglomerationen der Grossstädte stiegen ebenfalls deutlich.

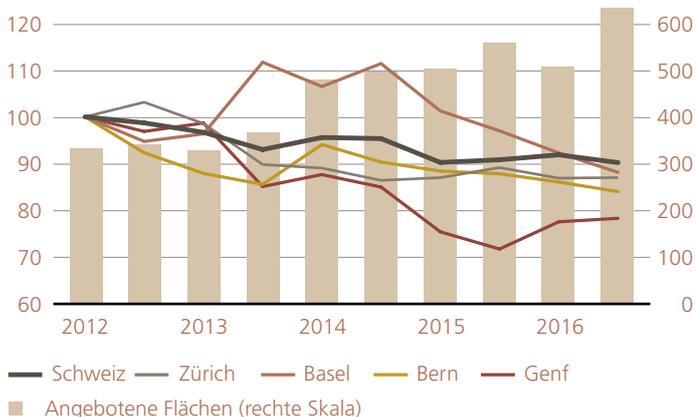
Eine sinkende Flächennachfrage setzt die Mieten bei Verkaufsflächen unter Druck. Zur Vermeidung von Leerständen sind die Eigentümer gezwungen, ihre Mietzinsvorstellungen nach unten zu revidieren. Insgesamt liegen die Angebotsmieten bei Verkaufsflächen fast 10 Prozent unter dem Höchstwert von 2012. In allen Grosszentren waren die Rückgänge stärker als im Schweizer Durchschnitt, wobei die Korrektur in Genf mit über 20 Prozent am stärksten ausfiel.

Fallende Mieten und stagnierende Liegenschaftswerte liessen die Gesamtrenditen schmelzen. 2017 dürften Investitionen in Verkaufsflächen nur rund 3,5 Prozent rentiert haben. Das ist der tiefste Wert gemäss den

seit 2002 erhobenen Daten von IPD sowie der tiefste Wert aller Immobiliennutzungsarten im letzten Jahr. Für 2018 erwarten wir nochmals leicht tiefere Gesamtrenditen auf Verkaufsflächen.

Bei steigendem Flächenangebot sinken die Mieten

Angebotsmieten Schweiz und Marktregionen (Index 4. Quartal 2012=100) und angebotene Verkaufsflächen (in 1000 m²)



Quellen: Wüest Partner, UBS

Preise korrigieren (noch)

Matthias Holzhey

Die mieterfreundliche Marktlage drückt auf die Gesamttrenditen von Büroflächenportfolios. Doch der Angebotsüberhang hat sich stabilisiert und dürfte im laufenden Jahr etwas zurückgehen. Allerdings bleibt der Wettbewerbsdruck durch die anhaltende Projektierung von Grossüberbauungen in der Deutschschweiz bestehen.

Steigende Leerstände und viele Neubauprojekte zwingen Eigentümer von Büroflächen seit gut drei Jahren zu Konzessionen gegenüber Mietern. In und um die Zentren Zürich und Genf werden umzugswillige Firmen und potenzielle Ankermieter hofiert und mit Mietnachlässen und anderen Anreizen umgarnt. Diese anspruchsvolle Marktsituation macht sich mit Verzögerung in den Kennzahlen der Liegenschaftsportfolios bemerkbar.

Gesamttrenditen von Büroflächeninvestitionen sinken

Zwischen den Gesamterträgen von Geschäfts- und Wohnportfolios zeigt sich eine wachsende Kluft. So war gemäss den IPD-Kennzahlen der Gesamtertrag eines Wohnportfolios von 2012 bis 2016 über den ganzen Zeitraum hinweg um 10 Prozentpunkte höher als derjenige eines Büroflächenportfolios. In den fünf Jahren zuvor lagen die Gesamterträge noch gleichauf. Standen die Mietzinsausfälle bei Geschäftsflächen zwischen 2010 und 2012 noch unter der 5-Prozent-Marke, so bewegen sich diese mittlerweile bei 8 Prozent der Sollmieten.

Auch die Zahlungsbereitschaft der Investoren ist an Spitzenlagen gesunken. Die Kaufpreise für Büroflächen sind seit Anfang 2016 um schätzungsweise 10 Prozent gesunken, während die Preise für Wohnliegenschaften 10 Prozent zugelegt haben. Leerstehende Büroliegenschaften werden angesichts der teils langwierigen Flächenvermarktung mit substanziellen Abschlägen gehandelt.

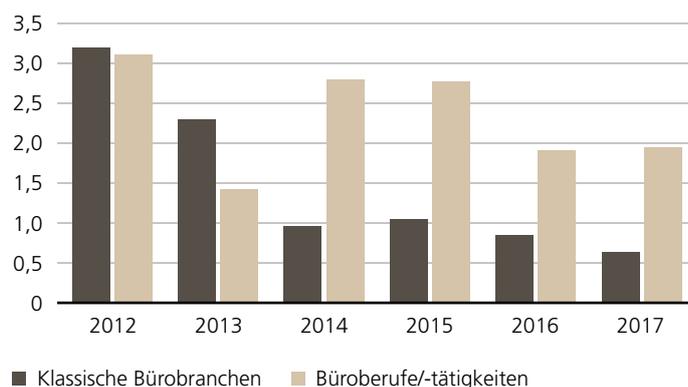
Neubautätigkeit bleibt hoch

Zwischen 2011 und 2015 wurde mit über 2 Milliarden Franken jährlich rund 50 Prozent mehr in Bürobeton investiert als in den zehn vorangehenden Jahren. In den letzten beiden Jahren hat sich die Neubautätigkeit hingegen graduell abgeschwächt. Zumindest deuten die erteilten Baubewilligungen auf eine um ein Drittel tiefere Investitionstätigkeit hin. Damit bewegt sich der Neubau aber immer noch in einer Grössenordnung von annualisiert 1 bis 1,5 Prozent des Bestands.

Die Flächennachfrage konnte mit dieser Entwicklung allerdings nicht Schritt halten. Von 2011 bis 2015 wurden in den klassischen Bürobranchen – Finanzwesen, Kommunikation und Informationstechnologie, Unternehmensdienst-

Büroflächennachfrage durchläuft Strukturwandel

Jährliche Wachstumsraten Beschäftigung (in Prozent)



Quellen: BFS, BESTA, UBS

leistungen sowie Verwaltung – jährlich rund 25 000 Stellen geschaffen, praktisch gleich viel wie im langjährigen Durchschnitt. Seit 2016 betrug der durchschnittliche Zuwachs allerdings gerade noch 12 000 Stellen, was einer Wachstumsrate von 0,8 Prozent entspricht. Das Nachfragewachstum der wichtigsten Mietergruppen kam zwischenzeitlich sogar praktisch zum Erliegen.

Büroflächennachfrage durchläuft Strukturwandel

Doch Büroflächen werden nicht nur von Banken und Unternehmensdienstleistern nachgefragt, sondern auch von Logistikfirmen, der Industrie und dem Gesundheitswesen. In der Industrie arbeiten beispielsweise bereits rund 50 Prozent der Beschäftigten in Dienstleistungsberufen, mit steigender Tendenz. Die Zahl der bürogebundenen Tätigkeiten über alle Wirtschaftsabteilungen hinweg hat in den vergangenen Jahren stark zugelegt. Aus einer Tätigkeitsoptik ist die Bürobeschäftigung auch seit 2015 jährlich immer noch mit einer Wachstumsrate von 2 Prozent gestiegen.

« Die Erneuerung auslaufender Mietverträge bleibt mit Mieteinbussen verbunden. »

Der Anstieg der Bürobeschäftigung führt zwar nicht zu einer Zunahme der Flächennachfrage in gleicher Grössenordnung. Büroberufe im Gewerbe wirken sich beispielsweise kaum stützend auf die Vermietung von Bürogrossflächen aus. Jüngst konnte jedoch diese Entwicklung einen weiteren Anstieg der Marktungleichgewichte in der Schweiz verhindern.

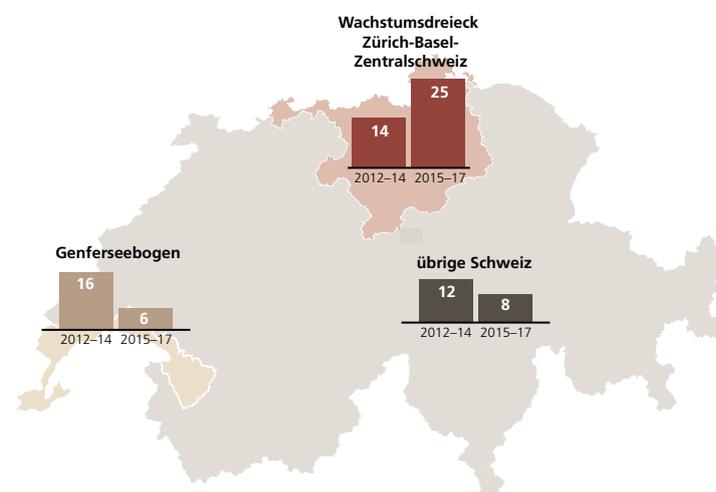
Investoren fokussieren auf Wachstumsdreieck

Dies zeigt sich durch die Leerflächenentwicklung und die anhaltende Bautätigkeit. So stagnieren die Angebotsquoten der Immobilienmakler mehrheitlich seit 2015. Auch die offiziellen Statistiken zeigen, dass in den Deutschschweizer Städten Basel, Bern und Zürich die Leerflächen unverändert oder rückläufig waren, mit aktuellen Leerstandsquoten unter 2,5 Prozent. Ähnlich war die Entwicklung in der Westschweiz. Im Kanton Genf waren die Leerstände 2016 bei Büroflächen deutlich rückläufig und im Kanton Waadt stabil.

Gleichzeitig bewegten sich die Baubewilligungen in den letzten Jahren seitwärts. Zwischen 2012 und 2014 wurden schweizweit rund 40 Grossprojekte mit Bauinvestitionen von jeweils über 20 Millionen Franken bewilligt. Eine Zahl, die auch 2015 bis 2017 trotz deutlich nachlassender Nachfrage beinahe erreicht wurde. Büromarktinvestoren schätzen die Perspektiven im Schweizer Mittel also weiterhin als gut genug ein, um Grossprojekte zu lancieren.

Fokus auf das Wachstumsdreieck in der Deutschschweiz

Anzahl Baubewilligungen von Bürogrossprojekten mit Investitionssummen über CHF 20 Millionen



Quellen: Docu Media, UBS

Allerdings zeigt sich eine deutliche Verschiebung der Projektierung weg vom Genferseebogen hin zum Deutschschweizer Wachstumsdreieck Zürich-Basel-Zentralschweiz. So sank am Genfersee die Zahl der bewilligten Grossprojekte von 16 auf sechs und kletterte hingegen im Wachstumsdreieck von 14 auf 25.

Weitere Wertkorrekturen erwartet

Mit höherem Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr dürfte sich das Beschäftigungswachstum in den klassischen Bürobranchen auf 1 bis 1,5 Prozent beschleunigen. Gesamtschweizerisch sind daher leicht sinkende Leerstände zu erwarten. Doch die Lage in den Büromärkten der Wirtschaftsräume Zürich und Genf bleibt schwierig. Die starke Flächenzunahme durch die sich in Bau oder in Planung befindlichen Grossprojekte verspricht hier wenig Hoffnung auf schnelle Besserung. Die Erneuerung auslaufender Mietverträge bleibt mit Mieteinbussen verbunden. In vielen Liegenschaftsportfolios dürften sich damit (weitere) Wertkorrekturen nicht vermeiden lassen.

Regionale Marktübersicht

Die meisten Städte sind aus dem Schneider

In den Wirtschaftsregionen Genf und Glattal-Furttal sind die Risiken für Investoren am stärksten ausgeprägt. Die Baubewilligungen verharren seit 2015 auf einem erhöhten Niveau, was einen Abbau der bestehenden Ungleichgewichte verhindert. Die schweizweit höchsten Angebotsquoten von über 10 Prozent und die starken Anstiege der ausgeschriebenen Büroflächen gegenüber dem Vorjahr gehen mit hohen Vermietungsrisiken einher.

Die Nachfrage nach Büroflächen an städtischen Lagen ist weiterhin stark. So verzeichnen – mit Ausnahme von Genf – alle untersuchten Stadtregionen nur moderate Angebotsquoten, mit sinkendem Trend.

In der Zentralschweiz zeichnet sich eine Beschleunigung der Investitionstätigkeit ab. Die Baubewilligungen in Zug weisen auf die stärkste Angebotsausweitung aller Regionen hin. Hier war der Anteil inserierter Flächen am Gesamtbestand bereits überdurchschnittlich hoch und stieg im letzten Jahr gar weiter an. Das Markt-

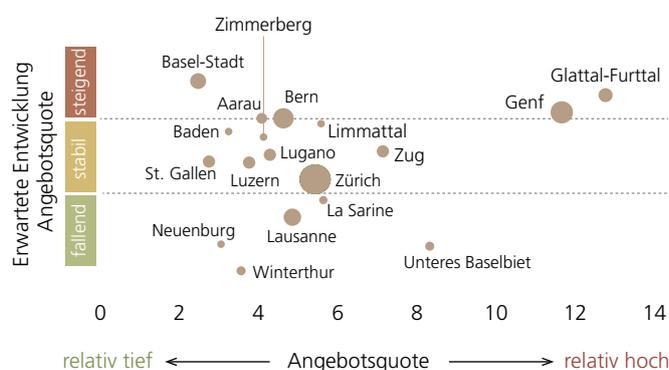
risiko ist damit höher als in Luzern, wo die Flächenausweitung und die Angebotsquoten tiefer liegen.

In Basel dominiert der Eigengebrauch von Grossfirmen die Bautätigkeit. Trotz der starken Angebotsausweitung liegt der Anteil inserierter Flächen weiterhin unter 3 Prozent, was einen Mangel an Büroflächen signalisiert. Nach abgeschlossener Standortkonzentration der Pharma- und Versicherungskonzerne besteht allerdings das Risiko steigender Leerstände.

Die tiefsten Vermietungsrisiken der grössten Büroflächenmärkte weisen die Wirtschaftsregionen Winterthur, St. Gallen, Luzern, Lugano und Lausanne auf. Die Angebotsquoten sind hier tief oder sinken und auch der fehlende Angebotsüberhang der Vorjahre und die Baubewilligungen zeigen einen ausgeglichenen Markt.

Genf und Glattal-Furttal mit grössten Überangebotsrisiken

Angebotsquote per Mitte 2017 (in Prozent), erwartete Angebotsausweitung im Vergleich zur Potenzialnachfrage*, Kreisgrösse entspricht der jeweiligen Marktgrösse



* Differenz zwischen Angebotsausweitung (bewilligte Büroflächen in Prozent des Büroflächenbestands seit 2016) und potenzieller Nachfrage (annualisiertes Beschäftigungswachstum 2011 bis 2015, in Prozent)

Quellen: BFS, CSL, Docu Media, Wüest Partner, UBS

Potenzial liegt in den Städten

Thomas Veraguth und Maciej Skoczek

Investitionen in Schweizer Hotels werfen nur magere Renditen ab. Hohe Kosten, eine tiefe Auslastung und ein starker Verdrängungswettbewerb sind die grössten Herausforderungen. Die Grossstädte erweisen sich allerdings als robuste Märkte.

Das Hotelsterben ist Realität: Viele Hotelbetriebe können dem steigenden Wettbewerbsdruck nicht mehr standhalten. Trotz steigender Gesamtzahl an Betten ist die Anzahl Betriebe seit 2008 um mehr als 10 Prozent geschrumpft. Die Entwicklung in den touristischen Kantonen Graubünden, Wallis und Bern entsprach dem Landesdurchschnitt. Am stärksten betroffen war das Tessin, wo jeder vierte Hotelbetrieb schliessen musste. Nur die Märkte in Zürich, Genf und Basel konnten sich dem Trend widersetzen.

Suboptimale Betriebsstruktur schmälert Renditen

Die grösste Herausforderung für Hoteliers ist die Kombination aus einer unvorhersehbaren Auslastung und einem hohen Anteil relativ starrer Kosten. Im Gegensatz zu Wohnungen, die stabile Einnahmen generieren, werden Hotelzimmer laufend zu sich ändernden Marktpreisen neu vermietet. Die Zimmer, das Personal und das Dienstleistungsangebot müssen jedoch ständig bereitstehen. Ausserdem stecken etwa sechs von sieben in Schweizer Hotels investierte Franken in Sachanlagen – einer der höchsten Werte unter allen Schweizer Branchen. Meist handelt es sich dabei um Immobilien, was entsprechend hohe Unterhaltskosten nach sich zieht.

Die hohen laufenden Kosten drücken auf die Gewinnmarge. Gemäss Buchhaltungsstatistik des Bundesamts für Statistik sank die durchschnittliche Gewinnmarge (Nettogewinn zu Umsatz) von 2 bis 3 Prozent zwischen 2006 und 2010 auf unter 1 Prozent zwischen 2011 und 2015. Dies belastet auch die Renditen von Hotelinvestitionen. Gemäss unserer Schätzung beträgt die Eigenkapitalrendite bei Schweizer Hotels seit 2011 – trotz eines hohen Fremdfinanzierungsgrads von knapp 80 Prozent – nur etwa

1 Prozent. Zum Vergleich: Das Eigenkapital bei den grössten Schweizer kotierten Immobilienunternehmen wurde in dieser Periode mit etwa 6 bis 7 Prozent jährlich verzinst, bei tieferer Fremdfinanzierung.

Schwächelnde Nachfrage auch strukturelles Problem

Die zyklische Nachfrageschwäche sowie der zunehmende Wettbewerb belasten die ohnehin niedrige Profitabilität von Hotelimmobilien. Erstens ist die Bettenauslastung in Schweizer Hotels gering. Im Jahr 2016 blieb im Durchschnitt eines von zwei Hotelzimmern unbelegt, denn die Frankenstärke der letzten Jahre machte Auslandsferien relativ attraktiver. So drehte die Fremdenverkehrsbranche der Schweiz im Jahr 2016 erstmals seit der Aufnahme der Statistik 1975 ins Negative: Ausländische Touristen gaben in der Schweiz weniger Geld aus als Schweizer im Ausland. Vor allem die Schweizer Berghotellerie ist stark den Wechselkursschwankungen und dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt, denn sie weist eine unterdurchschnittliche Diversifikation der Gästestruktur auf: Rund 80 Prozent aller Gäste in den Bergregionen kommen aus der Schweiz oder dem Euroraum. Die steigende Zahl der Gäste aus Asien vermag die sinkenden Besucherzahlen aus Europa nicht zu kompensieren, auch wenn die Anzahl der Übernachtungen im Sommer 2017 gegenüber dem Vorjahr dank der Frankenabwertung etwas zugenommen hat.

Zweitens deutet die tiefe Bettenauslastung auch auf ein strukturelles Problem hin. Seit 1995 stieg die Anzahl Übernachtungen in der Schweiz nur um 10 Prozent an, während Österreich und Italien mehr als 20 Prozent Wachstum verzeichneten und Deutschland und Frankreich gar rund 50 Prozent. Drittens steigt die Bedeutung von

vermietbaren Ferienwohnungen mit dem Wachstum von Onlineplattformen (wie Airbnb). Der zunehmende Wettbewerb um den Gast dürfte vor allem in den Bergregionen spürbar sein, denn dort sind die Kunden viel preissensitiver als in den Städten.

Hotelketten investieren in der Schweiz

Trotz dieser Schwierigkeiten haben internationale Hotelketten in den letzten Jahren in den Schweizer Markt investiert. Sie dominieren mit rund 80 Prozent der Zimmer den Ein-Sterne-Bereich. Im Luxus-Segment gehört rund die Hälfte der Zimmer den Hotelketten. Im mittleren Segment (Drei-Sterne-Kategorie) hingegen haben sie bloss einen Marktanteil von rund 10 Prozent.

Die Hotelketten konzentrieren ihre Tätigkeit auf Zürich und Genf, wo sich rund 50 Prozent ihrer Zimmer befinden und sie Marktanteile von rund 30 respektive 15 Prozent haben. Zwischen 2008 und 2016 nahm die Anzahl Übernachtungen in den Grossstädten um mehr als 10 Prozent zu, was sich in einer überdurchschnittlichen Auslastung widerspiegelt. Die Nachfrage in den Grossstädten ist robust, da der hohe Anteil an Geschäftsreisenden die saisonalen Schwankungen glättet und die breitere Diversifikation der Herkunftsländer die konjunkturelle Anfälligkeit dieser Städte reduziert. Im Gegensatz zu den Städten gingen schweizweit in dieser Periode die Logiernächte um 5 Prozent zurück.

Hotelketten haben verschiedene Vorteile gegenüber traditionellen Familienhotels: Die Führung von mehreren Hotels mit höherer Anzahl Betten unter einem Namen generiert Skaleneffekte, was die Verwaltungskosten pro Zimmer senkt und somit die Renditen verbessert. Auch können die Gäste von Loyalty-Programmen oder Firmenverträgen profitieren, wodurch Hotelketten eine verbesserte Kundenbindung erreichen. Schliesslich treten die Ketten mittels Franchisesystemen oder anderen langfristigen Vertragsformen in den Markt ein, die bei schlecht laufendem Geschäft einen relativ schnellen Marktaustritt ermöglichen. Bei einem nicht rentablen Familienhotel hinge-

gen ist eine Schliessung oft unvorstellbar. Die emotionale Bindung zu einem über mehrere Generationen geführten Betrieb kann zum suboptimalen Entscheid führen, im Markt zu bleiben.

Regionale Analyse

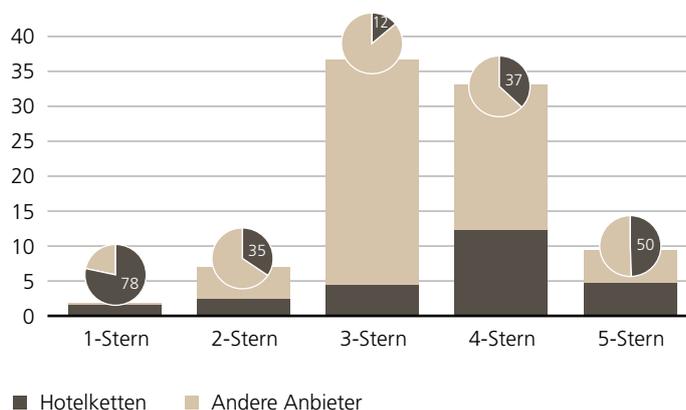
Städte als Fels in der Brandung

In den städtischen Regionen um Zürich, Bern und Lausanne sind die Aussichten für Investitionen in Schweizer Hotels aktuell am besten. Setzt sich der Trend der Jahre 2013 bis 2016 fort, dürften Hotels in solchen *Potenzialmärkten* von steigenden Logiernächtezahlen sowie zunehmender Bettenauslastung profitieren. Die besten Aussichten als Feriendestination weisen Luzern und Interlaken auf. Die Wirtschaftsregionen Glattal-Furttal sowie Luzern haben zurzeit die höchsten Bettenauslastungen unter den Potenzialmärkten.

In den *Sättigungsmärkten* sind Investoren trotz der steigenden Zahl von Logiernächten mit einer rückläufigen Auslastung konfrontiert. Das zunehmende Bettenangebot übersteigt dabei das Nachfragewachstum; Paradebeispiele sind die Städte Basel und Genf. Allerdings weist Genf noch eine überdurchschnittlich hohe Bettenauslastung auf, trotz sinkendem Trend.

Hotelketten im Economy- und Luxussegment gut vertreten

Anzahl Hotelzimmer in der Schweiz nach Sternekategorie (in 1000, linke Skala), Anteil der Zimmer in Hotelketten am Gesamtbestand der jeweiligen Sternekategorie (in Prozent)



Quellen: Horwath HTL, UBS

Wo erfolgreiche Hotels das bestehende Angebot vom Markt verdrängen (Hotelsterben), lässt sich auch bei fallender Anzahl Übernachtungen eine steigende Bettenauslastung erzielen. Zu solchen *Konsolidierungsmärkten* gehören beispielsweise touristische Gebiete in Appenzell Innerrhoden, Glarus oder in der Region Locarno. Eine Investition in Konsolidierungsmärkte birgt zwar Risiken, kann sich aber auszahlen, wenn erfolgversprechende Konzepte zur Sicherung und Erhöhung der Kundschaft existieren.

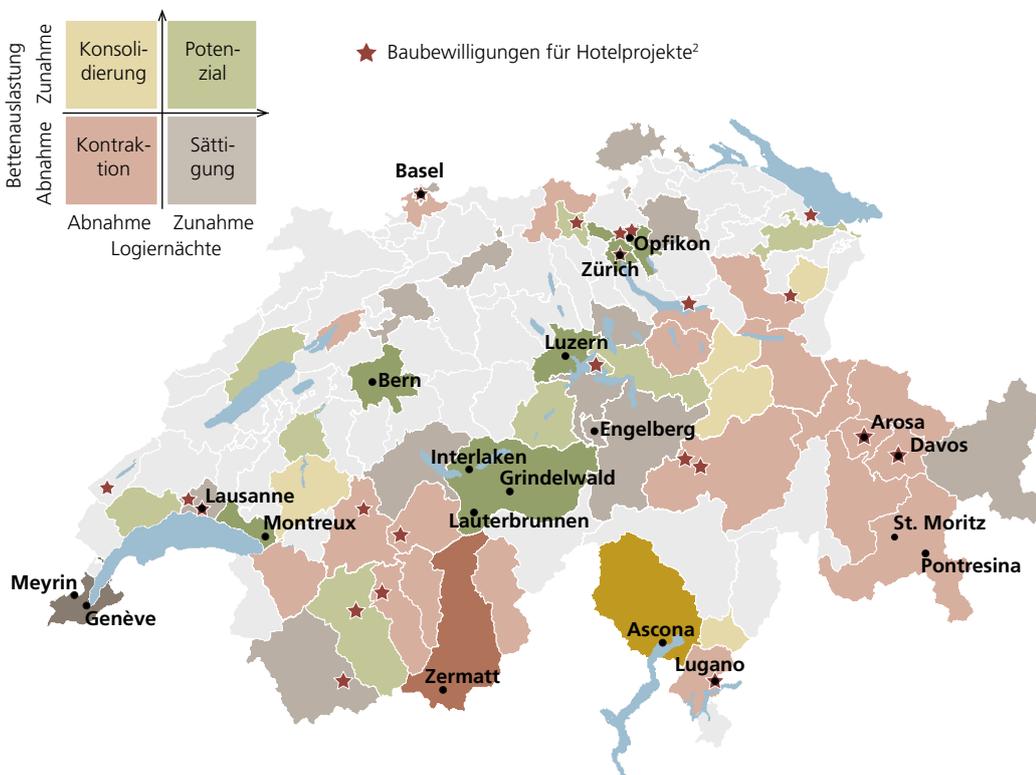
Sinkende Übernachtungszahlen sowie eine fallende Bettenauslastung stellen mittelfristig die positiven Renditen in Frage. Die meisten Märkte in Graubünden, im Oberwallis sowie die Berner

Gebiete Kandersteg und Saanen gehören zur Kategorie der *Kontraktionsmärkte*. Einzig der Markt um Zermatt weist in dieser Gruppe eine überdurchschnittlich hohe Bettenauslastung auf.

Die Auswertung der Baugesuche und -bewilligungen für Hotelprojekte mit einer Gesamtinvestitionssumme von mindestens 20 Millionen Franken seit 2013 zeigt, dass die Investoren die Kontraktionsmärkte trotz schwachem Marktumfeld nicht scheuen. Hier wird sich der Wettbewerb zusätzlich verschärfen, was das Hotelsterben beschleunigen dürfte. Ebenfalls konzentrieren sich mehrere Bauvorhaben um Zürich und Lausanne, wo die aktuellen Markttrends die Investoren positiv stimmen.

Viele Hotelprojekte in Kontraktionsmärkten

Potenzial-Karte der Schweizer Hotellerie¹, nach Marktquadranten



¹ Die Karte zeigt Veränderungen der Bettenauslastung und der Logiernächte zwischen 2013 und 2016 in den wichtigsten Gemeinden der jeweiligen Region; Einfärbung gemäss Matrix links oben. Dunkel eingefärbt sind Regionen mit einer Bettenauslastung von mindestens 50 Prozent in 2016. Für grau eingefärbte Regionen sind keine Daten verfügbar.

² Baubewilligungen für Hotelprojekte ab einem Gesamtinvestitionsvolumen von CHF 20 Millionen seit 2013 (ohne Anspruch auf Vollständigkeit).

Quellen: BFS, Docu Media, UBS

Nischenstrategie ohne Überrendite

Sandra Wiedmer und Thomas Veraguth

Obwohl der Markt für Parkhäuser illiquid und stark reguliert ist, werden Investoren dafür oft nur unangemessen entschädigt. International herrscht ein Modernisierungstrend mit dem Einsatz neuer Technologien und Mehrfachnutzungen. Der Schweizer Parkhausbestand ist in die Jahre gekommen, was grosses Revitalisierungspotenzial birgt.

Der Individualverkehr ist in der Schweiz stark verankert. So werden gemäss dem Bundesamt für Statistik 65 Prozent der täglich pro Kopf zurückgelegten 37 Kilometer mit dem eigenen Auto bewältigt. Der Personenwagenbestand stieg seit 2005 um 17 Prozent auf 4,5 Millionen Fahrzeuge. Der Motorisierungsgrad (Anzahl Fahrzeuge pro 1000 Personen) ist insbesondere ausserhalb der Grosszentren angestiegen. Weniger umfassend dokumentiert ist das Parkplatzangebot. Die Schweiz zählt schätzungsweise acht bis zehn Millionen Parkplätze, das heisst rund zwei Parkfelder pro Fahrzeug. Diese Parkierungsflächen haben einen Gesamtwert von über 100 Milliarden Franken, wovon gemäss Wüest Partner rund 20 Prozent auf Parkhäuser entfällt. Der Grossteil der Parkierungsflächen sind somit offene Parkplätze und Tiefgaragenplätze.

Weniger öffentliche Strassenparkplätze

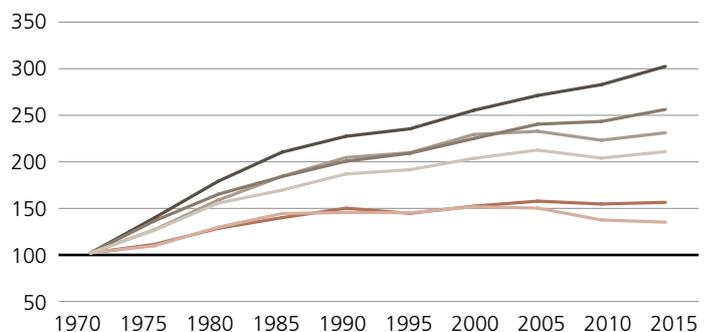
Die hohe Anzahl von Parkplätzen ist insbesondere auf die Planungs- und Baugesetze für private Abstellplätze zurückzuführen. So schreiben bestimmte Verordnungen je nach Gebäudenutzung, Geschossfläche und Erschliessung mit dem öffentlichen Verkehr nicht nur die maximal zulässige Zahl privater Parkplätze vor, sondern auch die minimal erforderliche. Die Pflichtparkplatzzahlen unterscheiden sich je nach Kanton und Gemeinde, sind aber für die hohe Verfügbarkeit, insbesondere in ländlichen Gebieten, mitverantwortlich. Schweizweit wird gemäss Wüest Partner die Leerstandsquote privater Parkplätze auf rund 10 Prozent geschätzt.

In den Städten hingegen ist vor allem das öffentliche Parkplatzangebot beschränkt. Um die Innenstädte für Fussgänger attraktiver zu gestalten

und das Erscheinungsbild aufzuwerten, sehen beispielsweise die Parkplatzkompromisse von Zürich, Genf und Bern vor, öffentliche Parkflächen möglichst in Parkhäuser zu verschieben. In der Stadt Zürich beschloss der Gemeinderat 1996 einen «historischen Kompromiss», dass die Anzahl öffentlicher Parkplätze die Gesamtzahl aus dem Jahr 1990 nicht übersteigen darf und oberirdische Parkplätze in unterirdische Anlagen zu verschieben sind. Diese städteplanerischen Massnahmen erhöhen den Bedarf an Parkhäusern: Die Zahl öffentlicher Strassenparkplätze im Zentrum von Zürich sank seit 1990 um 20 Prozent, während die Kapazität in Parkhäusern entsprechend erhöht wurde.

Motorisierungsgrad in Stadtkantonen wenig angestiegen

Entwicklung der Anzahl Personenwagen je 1000 Einwohner, nach Kantonen (Index 1970=100)



— Luzern — Bern — Waadt — Zürich
— Basel-Stadt — Genf

Quellen: BFS, UBS

Hoher Kapitalbedarf und regulatorische Hürden

Während einige Parkhäuser von der öffentlichen Hand selbst oder von einer Aktiengesellschaft im Auftrag der Gemeinde betrieben und nur kostendeckend geführt werden, gibt es auch private, gewinnorientiert betriebene Parkhäuser. Solche Investitionen sind mit hohem Kapitalbedarf und beträchtlichen regulatorischen Hürden – wie Umweltverträglichkeitsprüfungen ab 500 Parkplätzen, Verkehrskonzepten oder gar öffentlichen Abstimmungen – verbunden.

«Mit tageweisen Vermietungen können bis viermal höhere Einnahmen erzielt werden als mit Dauermietplätzen.»

Auch oder gerade deshalb sind Investitionen in Parkhäuser ein Nischenmarkt und geniessen im Vergleich zu anderen Immobiliensektoren eine geringe Aufmerksamkeit. Parkhäuser an sehr guten Lagen profitieren häufig von einer Monopolstellung, wodurch eine hohe Zahlungsbereitschaft der Kunden abgeschöpft werden kann. Dennoch kompensieren die Renditen oft nicht angemessen für das relativ zu anderen Immobiliensegmenten höhere Risiko. Gemäss Wüest Partner warfen Parkhausinvestitionen im Jahr 2016 eine Nettoeinkommensrendite von rund 4 Prozent ab, was mit Büroflächen vergleichbar ist. Dies bestätigt sich auch in den Zahlen zu Schweizer börsennotierten Immobilienfonds: Gemäss unserer Auswertung rentieren Parkplätze in diesen Portfolios mit einer durchschnittlichen Rendite von 3,8 Prozent jährlich.

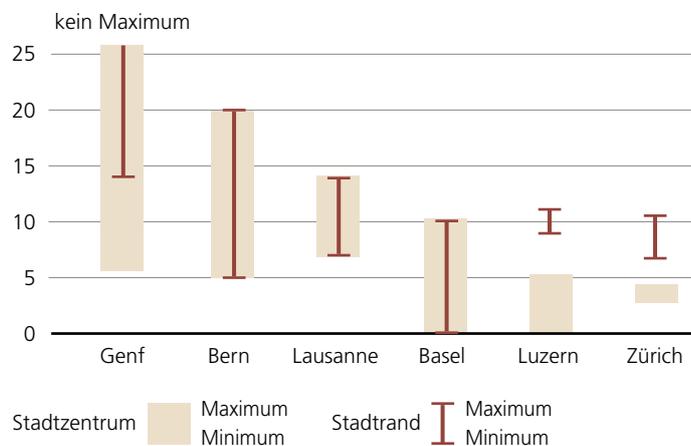
Direkt oder indirekt investieren

Die Unterhaltskosten für Parkhäuser sind tiefer als bei anderen Immobiliensektoren. Investoren, die direkt in Parkhäuser investieren, können das Parkhausmanagement selber übernehmen oder auslagern. Bei Auslagerung an eine externe Betreibergesellschaft profitieren die Eigentümer von langjährigen Mietverträgen und regelmässigen Einkünften. Auf Stufe der Betreiber gibt es verschiedene Vermietungsstrategien. Gemäss unseren Schätzungen können mit tageweisen Vermietungen bis zu viermal und mit Kurzzeitpark-Tarifen gar bis zu achtmal höhere Einnahmen erzielt werden als mit Dauermietplätzen, die auf Monatsmiete basieren. Beim Kurzzeitparken trägt der Betreiber allerdings ein höheres Risiko, da Abstellplätze frei stehen können und so kein Einkommen generieren. Bei der Dauermiete ist auch eine zeitlich beschränkte Parkplatznutzung (beispielsweise tagsüber oder werktags) möglich.

Alternativ können Investoren auch indirekt über Fonds in Parkhäuser investieren. In der Schweiz gibt es keine reinen Parking-Fonds. Europäische Vehikel, die insbesondere in Holland, Deutschland, Frankreich und Grossbritannien investieren, erzielen mit Leverage eine jährliche Ausschüttungsrendite von rund 6 Prozent, was über der durchschnittlichen Dividendenrendite europäi-

Zürich und Luzern am stärksten reguliert

Minimal erforderliche und maximal zulässige Anzahl privater Parkplätze pro Mehrfamilienhaus* im Stadtzentrum und am Stadtrand



* Mehrfamilienhaus mit sechs 3,5-Zimmerwohnungen von 100 m² und vier 4,5-Zimmerwohnungen von 120 m²

Quellen: Parkplatz- oder Bauverordnungen der jeweiligen Städte und Kantone, UBS

scher Immobilienaktien von 4 Prozent liegt. Auch die langfristige Vermietung von einzelnen Parkfeldern kann gemäss Zahlen zu den grössten Schweizer Zentren eine Bruttorendite von durchschnittlich 5 Prozent abwerfen. Die temporäre Vermietung von Abstellplätzen wurde dank Parking-Apps deutlich vereinfacht, weshalb auch eine kurze Vermietung rentabel sein kann.

Neue Anforderungen an Parkhäuser

Digitalisierung und neue Mobilitätsformen

Digitalisierung und Vernetzung halten auch in Parkhäusern Einzug. Immer mehr Städte und Parkgebäude sind mit Parkleitsystemen ausgestattet, die den Verkehrsfluss steuern und die Suche nach freien Parkplätzen vereinfachen. Durch eine effizientere Signalisation wird die Belegung der Anlagen optimiert. Teilweise verfügen Parkhäuser gar über ein Online-Buchungssystem, mit dessen Hilfe Parkplätze vorzeitig zu einem niedrigeren Tarif reserviert werden können.

Die Entwicklung autonomer Fahrzeuge stellt auch neue Anforderungen an die Parkhausinfrastruktur. Bereits dieses Jahr soll in einem Pilotprojekt im Mercedes-Benz Museum in Stuttgart der erste automatisierte Einparkservice eingeführt werden. Beim neu entwickelten autonomen Parkservice «Automated Valet Parking» ist das Fahrzeug mit der Infrastruktur vernetzt. Der Fahrer kann vor der Einfahrt ins Parkhaus aus dem Fahrzeug aussteigen. Per Smartphone-Befehl fährt das Auto anschliessend auf einen ihm zugewiesenen Parkplatz. Für ein automatisiertes Parkieren wird eine «Drop-off-» und «Pick-up-Area» benötigt, wo die Fahrer und Passagiere aus- und einsteigen können, sowie ein intelligentes System, um die Autos zu steuern. Der Parkhausbetreiber profitiert dadurch von einer effizienteren Parkraumnutzung, da sich die Flächenauslastung um bis zu 20 Prozent steigern lässt. Der autonome Parkservice ist in der Schweiz und generell auch in Deutschland allerdings rechtlich (noch) nicht zugelassen.

Multifunktionalität

Dichtere Städte und begrenzte Platzverhältnisse fordern von Architekten und Stadtplanern, Flächen besser zu nutzen. Bei Parkhäusern geht der Trend in Richtung Multifunktionalität. Ausser-

dem zeigen innovative Konzepte, dass Parkhäuser durchaus Charme haben und mehr als bloss graue Beton-Bunker sein können. So werden auf Parkhaus-Dächern grosse Spiel- und Aufenthaltsplätze, begrünte Parkanlagen oder Aussichtsplattformen errichtet. Das Innere der Gebäude wird beispielsweise für Kunstausstellungen oder als öffentliche Begegnungszone genutzt.

Parkhausliegenschaften können auch einem neuen Hauptnutzen zugeführt werden. So wurde in Köln ein reines Parkhaus in eine Kombination aus Wohn- und Parkhaus umgewandelt. Dadurch gewann das unwirtschaftliche oberirdische Parkhaus an Attraktivität; die erstellten Eigentumswohnungen wurden alle verkauft. In einem weiteren Revitalisierungsprojekt in Köln, das heuer abgeschlossen wird, wird ein Parkhaus an zentraler Lage zu einem Hotelkomplex mit Einzelhandel und Parkhaus umgebaut.

Viele der schweizweit 1500 Parkhäuser (Schätzung Wüest Partner) wurden während der Boomphase des Parkhausneubaus in den 1960er und 1970er Jahren erstellt. Somit liegt in der hiesigen Parkhauslandschaft grosses Revitalisierungs- und Modernisierungspotenzial brach.

Nicht günstig

Stefan Meyer und Elias Hafner

Börsennotierte Immobilienwerte bieten attraktive Ausschüttungen und eine Absicherung gegen Kursschwankungen des Gesamtaktienmarkts. Die erhöhten Börsenaufschläge und leicht steigende Zinsen trüben jedoch die Aussichten. Im Fokus der Unternehmen stehen Ersatzneubauten, Renovationen und flexible Nutzungskonzepte.

Im vergangenen Jahr mussten sich Immobilienaktien und -fonds erstmals seit 2013 von der Performance des Gesamtaktienmarkts geschlagen geben. Nach einem guten Jahresbeginn ging ihnen im Sommer die Puste aus. Gewinnmitnahmen, zunehmende Sorgen um Leerstände und sinkende Mieten, eine steigende Präferenz für zyklische Titel sowie beträchtliche Neuemissionen und Kapitalerhöhungen bei den Immobilienfonds liessen die Gesamttrendite der ersten Jahreshälfte dahinschmelzen. Nach einer Erholung im Dezember stand per Ende 2017 bei Immobilienfonds dennoch ein Plus von fast 7 Prozent und bei Immobilienaktien ein Plus von 10 Prozent zu Buche. Der Swiss Performance Index (SPI) warf letztes Jahr allerdings 20 Prozent ab.

wurde, während Aktien insgesamt gut rentierten. Hingegen korrelierten seit 2013 die Kurse von Immobilienaktien und Immobilienfonds auffallend stark, was zuvor bloss relativ schwach ausgeprägt war. Immobilienaktien haben sich also vom Gesamtaktienmarkt abgenabelt, so dass sie als eigener Sektor wahrgenommen werden. Ausserdem ist mit stärkerem immobilien-spezifischen Verhalten auch ihre Zinssensitivität gestiegen.

Wenig Kursgewinne bei indirekten Immobilienanlagen erwartet

Aufgrund des erwarteten guten konjunkturellen Umfelds gehen wir für 2018 von einem robusten

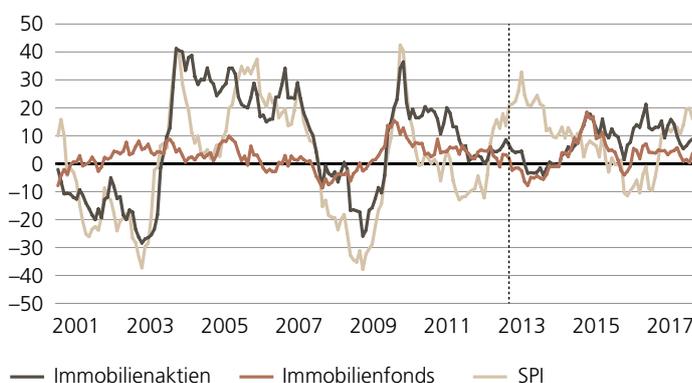
Immobilienaktien mit Eigenleben

Langfristig besticht insbesondere die Entwicklung der Immobilienaktien: Seit der Entstehung des Segments am Schweizer Aktienmarkt kurz nach der Jahrtausendwende (siehe Seite 40) übertrafen Immobilienaktien den Gesamtaktienmarkt in zehn der 18 Jahre und gewannen das Performance-Rennen über die gesamte Periode klar. So warfen Immobilienaktien seit Anfang 2000 eine um über 100 Prozentpunkte höhere Gesamttrendite ab als der SPI. Für den Investor relevant ist auch das Kursverhalten der Immobilienaktien über die Zeit. Bis rund 2013 entwickelte sich der Sektor mit einem ähnlichen Kursmuster wie der Gesamtaktienmarkt.

Seit 2013 sank jedoch die Korrelation mit dem Gesamtaktienmarkt. Beispielsweise korrigierten 2013 Immobilientitel, als die Zinsen stiegen, weil eine Straffung der US-Geldpolitik erwartet

Immobilienaktien entwickelten ab 2013 ein Eigenleben

Rollende Kursentwicklung* über 12 Monate (in Prozent)



* Immobilienaktien: alle Aktien gleichgewichtet, ohne Dividenden; SPI: ohne Dividenden; Immobilienfonds: ohne Ausschüttungen

Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, UBS, per 29. Dezember 2017



Bündner Kunstmuseum, Chur

«Unternehmen sind vermehrt bestrebt, die Zinsen etwas länger anzubinden.»

Börsenjahr aus. Immobilienaktien können jedoch aufgrund des stärkeren Eigenlebens nur noch bedingt vom Sog des Gesamtmarkts profitieren. Mit einer durchschnittlichen Prämie von 29 Prozent sind Immobilienaktien im historischen Vergleich eher teuer bewertet ins laufende Jahr gestartet. Zudem dürften die Zinsen bis zum Jahresende leicht ansteigen, was generell die Kurse von Immobilienwerten dämpft. Für 2018 erwarten wir bei Immobilienaktien eine Gesamtrendite, die nicht wesentlich über ihrer Dividendenrendite von rund 4 Prozent liegt.

Das Agio bei Immobilienfonds lag per Ende 2017 mit durchschnittlich 27 Prozent klar über dem langjährigen Mittel. Dies gründet teils in der nach wie vor hohen Zahlungsbereitschaft am Direktmarkt. Im laufenden Jahr dürften die Kurse indes nicht weiter ansteigen. Allerdings bieten Immobilienfonds eine ansprechende Ausschüttungsrendite von 2,6 Prozent sowie Diversifikation, sollten am Aktienmarkt die Kurse auf breiter Front unter Druck geraten.

Fundamentale Analyse

Zinskosten sinken langsamer

Die durchschnittlichen Fremdkapitalzinsen der von uns untersuchten Immobilienunternehmen sanken von 2 Prozent im Jahr 2015 auf 1,85 Prozent im Jahr 2016. Die durchschnittliche Restlaufzeit des Fremdkapitals belief sich insgesamt auf knapp fünf Jahre. Dabei hatte Zug Estates mit 8,2 Jahren die längste Restlaufzeit der untersuchten Firmen, Allreal mit drei Jahren die kürzeste. Auch wenn die Zinsen 2017 insgesamt keine sinkende Tendenz mehr aufwiesen, dürfte die Verzinsung bei den Firmen nochmals moderat tiefer ausgefallen sein. Allerdings nehmen die Kosteneinsparungen ab, weil der Verzögerungseffekt langsam ausläuft und die Unternehmen vermehrt wieder bestrebt sind, die Zinsen etwas länger anzubinden. Dies widerspiegelt auch die Erwartungen von mittelfristig moderat steigenden Zinsen.

Bei den sechs am höchsten kapitalisierten Immobilienfonds sind die durchschnittlichen

Hypothekarzinsen 2017 um 0,2 Prozentpunkte auf rund 1,25 Prozent gesunken. Dabei konnte der grösste Fonds gar kurzfristige Hypotheken zu negativen Zinsen aufnehmen. Die tiefere Verzinsung von Immobilienfonds im Vergleich zu Immobilienaktien ist auf eine leicht kürzere Restlaufzeit (4,3 Jahre), einen höheren Wohnanteil und einen tieferen Fremdfinanzierungsgrad zurückzuführen. Aber auch die Schweizer Immobilienfirmen weisen mit einer Eigenkapitalquote von mindestens 40 Prozent allesamt solide Bilanzen aus.

Leerstände in Wohnportfolios steigen

Qualität misst sich aber nicht nur an der Bilanz, sondern auch an einer proaktiven Immobilienbewirtschaftung. Dazu gehören die Immobilien- und Mieterpflege, die sich letztlich in den Mieteinnahmen und Leerstandsquoten abbildet. 2016 konnte die durchschnittliche Leerstandsquote von über 7 auf 6,6 Prozent reduziert wer-

den. Im vergangenen Jahr dürfte diese weiter auf 6 Prozent gesenkt worden sein. Die grössten Fortschritte dürften dabei Allreal und PSP gemacht haben. Die tiefsten Leerstände weisen Zug Estates und der Flughafen Zürich aus. Damit die Leerflächen reduziert und die Mietzinsniveaus gehalten werden können, müssen neue Mietverträge allerdings mit Anreizen wie mietfreie Perioden und Ausbaufinanzierungen versüsst werden.

Die Mietausfallquote bei Immobilienfonds hat sich insgesamt gegenüber 2016 kaum verändert und steht bei knapp 5 Prozent. Je nach Nutzungsart unterscheiden sich jedoch die Trends. Während die Quoten bei Portfolios mit Fokus auf kommerzielle Flächen sanken, stiegen die Leerstände in Wohnimmobilienportfolios an – analog der Entwicklung auf dem Schweizer Mietwohnungsmarkt.

Immobilienaktiensektor – auf eigenen Beinen und mit Entwicklungspotenzial

Reine Immobilienaktien gibt es an der Schweizer Börse seit rund 45 Jahren. Die älteste börsennotierte Immobiliengesellschaft Intershop Holding wurde 1962 gegründet und ist seit 1972 kotiert. Erst kurz nach der Jahrtausendwende gesellten sich weitere Firmen hinzu. Das Frühjahr 2000 hatte es in sich, denn innerhalb von Monaten bereicherten vier neue reine Immobilienfirmen den Börsenzettel am Zürcher Aktienmarkt: Allreal Holding, PSP Swiss Property (PSP), REG Real Estate Group (die im Mai 2004 von PSP übernommen wurde) und Swiss Prime Site (SPS). Die 1948 unter dem Namen Flughafen Immobiliengesellschaft gegründete Flughafen Zürich AG wurde ebenfalls im Jahr 2000 an der Börse notiert. Sie ist nicht bloss Flughafenbetreiberin, sondern auch heute noch erfolgreiche Immobilienvermieterin.

Im Dezember 2005 lancierte die Schweizer Börse den SXI Real Estate Shares-Index, der heute zwölf Immobilienaktientitel umfasst

und eine Kapitalisierung von gut 16 Milliarden Franken aufweist. Doch bis 2016 wurden Immobilienaktien immer zum Sektor Finanzdienstleistungen gezählt und fristeten neben Grossbanken und Versicherungsschergewichten ein Nischendasein.

Im September 2016 erfolgte der Eintritt der Immobilienaktien in die Selbständigkeit. Ein neuer, elfter Sektor wurde geboren und ziert nun die weltweit wichtigsten Aktienbarometer wie die S&P Dow Jones- und MSCI-Aktienindizes. Das erhöhte die Wahrnehmung und das Ansehen von Immobilienaktien. In der Schweiz wurde dieser Schritt noch nicht vollzogen, sodass im börsennotierten Immobilienaktiensektor Schweiz noch viel Entwicklungspotenzial steckt. Die börsennotierten Immobilienunternehmen am Schweizer Aktienmarkt machen nur gerade 1 Prozent des geschätzten Gesamtwerts der landesweiten Immobilien aus.

Digitaler, flexibler und umfassender

Immobilienunternehmen und -fonds beweisen ihre defensiven Qualitäten. Wachstum zu erzielen bleibt in diesem Marktumfeld aber schwierig. Bessere Chancen dazu haben Immobilienfirmen, da sie generell ihre Portfolios aktiver managen und zusätzliche Geschäftsfelder betreiben, was die Dividenden sichern sollte. Die Firmen bebauen vorerst kaum mehr neue Landflächen fürs eigene Portfolio und realisieren grössere Projekte nur noch bei hoher Vorvermietung. Hingegen werden vor allem Ersatzbauten, Renovationen, Verdichtungen sowie neue Konzepte und Dienstleistungen ins Auge gefasst. Immobilienvermieter gehen mehr auf die Bedürfnisse ihrer Kunden ein, analysieren ihre Kundendaten genauer, bauen nachhaltiger und bedienen sich immer mehr digitaler Unterstützung.

So beteiligte sich Investis an Polytech Ventures, einem Start-up im Bereich technologiebasierter Immobiliendienstleistungen. HIAG investiert seinerseits in Cloud-Dienstleistungen mit eigenen Glasfaserleitungen für Unternehmen. Und Zug Estates plant, sein Portfolio mittelfristig nur mit erneuerbarer Energie und CO₂-frei zu betreiben. Nachhaltigkeit gewinnt auch bei den Immobilienfonds zunehmend an Bedeutung. Schliesslich werden Liegenschaften vermehrt so gestaltet, dass Umnutzungen einfacher umsetzbar sind. Das erhöht die Flexibilität hinsichtlich verschiedener Nutzungsmöglichkeiten.

Kennzahlen der grössten börsennotierten Schweizer Immobilienaktien

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

	Flughafen Zürich	SPS	PSP	Allreal	Mobimo	Inter- shop	HIAG	Zug Estates	Investis
Marktkapitalisierung¹	6758	6076	4013	2650	1559	986	923	914	728
Leerstandsquote									
2015	1,5	6,7	8,5	7,5	4,7	11,5	16,0	5,4	3,3
2016	2,0	6,1	9,3	5,1	4,8	11,3	15,3	1,8	3,7
2017 ²	1,8 ³	<5,5	<8,5	2,9 ³	4,9 ³	~11,3	15,1 ³	1,4 ³	3,3 ³
Dividendenwachstum									
2011–2016	27,5	0,5	2,2	0,9	2,1	0,0	–	–	–
2016–2019 ⁴	3,3	0,4	1,0	4,2	1,6	0,0	4,0	8,0	0,0
Ausschüttungsquote⁵									
Dividendenpolitik ²	variable Div. + vorerst Zusatzdiv.	≥ CHF 3,70	>70	~100 der Nicht-GU- Gewinne	≥ CHF 10	CHF 20 seit 2007	4 ⁵	≤ 40	attraktiv + stabil
2016	82	92	89	82	63	70	109	47	216
2017 ⁴	77	95	89	84	97	67	102	39	121
Durchschnitt 2011–2016	52	92	89	78	91	76	105 ⁶	44 ⁷	–
Dividendenrendite									
2017 ⁴	2,9	4,4	3,8	3,6	4,0	4,1	3,3	1,3	4,1
2018 ⁴	3,1	4,4	3,9	3,8	4,2	4,1	3,4	1,4	4,1
Eigenkapitalquote³	55	43	54	52	43	42	54	57	47

¹ in Mio. CHF ² laut Firmenangaben ³ per 1. Halbjahr 2017 ⁴ Konsenserwartungen

⁵ in Prozent des Nettoinventarwerts ⁶ 2014–2016 ⁷ 2012–2016

Diese Tabelle ist eine Referenzliste und stellt keine Empfehlungsliste dar.

Quellen: Unternehmen, UBS, per 14. November 2017

Superstars oder Blasen?

Matthias Holzhey und Maciej Skoczek

In Boom-Phasen sind Weltstädte besonders anfällig für Übertreibungen, da kontinuierlich steigende Hauspreise erwartet werden. Dreht die Stimmung oder steigen die Zinssätze, erscheint eine Korrektur unumgänglich. In Toronto ist das Risiko einer Immobilienblase am grössten.

Allein im letzten Jahr sind die Preise in München, Toronto, Amsterdam, Sydney und Hongkong um mehr als 10 Prozent in die Höhe geschossen. Jährliche Preissteigerungsraten von 10 Prozent entsprechen einer Verdoppelung der Hauspreise alle sieben Jahre – eine Entwicklung, die nicht nachhaltig ist. Dennoch überwiegt unter den Eigenheimkäufern die Angst, dass sie eine weitere Aufwertung verpassen. Schliesslich scheint die Preisentwicklung aus drei Gründen nachvollziehbar:

Erstens sind die Finanzierungsbedingungen in vielen Städten heute günstiger als je zuvor. Zweitens treibt die weltweite Zunahme an vermögenden Haushalten kontinuierlich die Nachfrage nach den attraktivsten Wohngebieten. Drittens kann die Bautätigkeit nicht mit der Nachfrage Schritt halten.

Niedrige Hypothekarzinsen übertünchen Marktungleichgewichte

Die in den letzten zehn Jahren gesunkenen Hypothekarzinsen haben den Erwerb eines Eigenheims attraktiver gemacht, sodass die durchschnittliche Zahlungsbereitschaft für Wohneigentum gestiegen ist. In europäischen Städten beispielsweise liegen die jährlichen Nutzungskosten für Eigentumswohnungen (Zahlungen von Hypothekarzinsen und Amortisation) noch immer unter dem Zehnjahresdurchschnitt, obwohl die realen Hauspreise seit 2007 um 30 Prozent zugelegt haben. Auch in Kanada und Australien kompensieren die niedrigen Hypothekarzinsen die negativen Auswirkungen der höheren Preise auf die Tragbarkeit zu einem grossen Teil.

Ewig steigende Preise?

Die Erwartung langfristig steigender Preise stützt die Nachfrage für Immobilieninvestitionen in Weltstädten. Viele Marktteilnehmer gehen davon aus, dass die besten Lagen auf lange Sicht den grössten Wertzuwachs liefern, ähnlich wie Superstars. Die Ökonomie der Superstars erklärt, warum in manchen Branchen, beispielsweise im Showbusiness, wenige Menschen enorme Summen verdienen.¹ Die Abweichung von der durchschnittlichen Vergütung steht dabei in keinem proportionalen Verhältnis zu den Unterschieden in Bezug auf Qualität und Performance. Analog dürften die Eigenheimpreise in den attraktivsten Städten die Preise in durchschnittlichen Städten oder ländlichen Gebieten langfristig deutlich übertreffen, obwohl solche Immobilien für den Durchschnittshaushalt nicht tragbar sind. Hongkong, London und San Francisco bieten empirische Evidenz für diese Theorie.

Die intuitive Erklärung ist, dass der nationale oder globale Zuwachs an vermögenden Haushalten einen kontinuierlichen Nachfrageüberschuss für die besten Lagen generiert. Wenn also das Angebot nicht schnell genug zunimmt, werden sich die Preise in den sogenannten «Superstar-Städten» von den Mieten, Einkommen und dem jeweiligen landesweiten Preisniveau entkoppeln. Die Daten scheinen die Hypothese zu bestätigen: In den im *UBS Global Real Estate Bubble Index* erfassten Städten (siehe Seite 44) belief sich das Preiswachstum von 1980 bis 2017 auf durchschnittlich 170 Prozent. Die Preissteigerungsrate in den jeweiligen

¹ Rosen, Sherwin. 1981. «The Economics of Superstars.» *American Economic Review* 71 (5): 845–58.



Upper West und Hotel Waldorf Astoria, Berlin

«Neun von zehn Immobiliencrashes ging ein deutliches Überbewertungssignal voraus.»

Ländern lag im gleichen Zeitraum bei 100 Prozent, während die Realeinkommen in den Städten um 50 Prozent und die Mieten um lediglich 30 Prozent stiegen.

Die wachsende internationale Nachfrage, vor allem aus China, verdrängte lokale Käufer, was der Theorie der Superstar-Städte in den letzten Jahren zusätzlichen Auftrieb verlieh. Ein durchschnittlicher Preisanstieg von fast 20 Prozent innerhalb der letzten drei Jahre hat selbst die optimistischsten Erwartungen bestätigt.

Anfällig für Übertreibungen

Diese Erwartungshaltung hat die Weltstädte in Boom-Phasen besonders anfällig für Übertreibungen gemacht. Der Glaube an zwangsläufig steigende Hauspreise ist in hohem Masse selbstverstärkend und prozyklisch. Deshalb verzeichneten Weltstädte auch regelmässig grössere Preiskorrekturen als die jeweiligen Länder. Nach der verbreiteten Korrekturphase der späten 1980er Jahre erholten sich die meisten Städte

erst in den frühen 2000er Jahren wieder. Wer beispielsweise in London 1988 ein Eigenheim kaufte, musste bis 2013 – also 25 Jahre lang – warten, bis die Wertentwicklung der Investition die durchschnittliche Wertentwicklung von Eigenheimen in Grossbritannien übertraf.

Fundamentaldaten von grosser Bedeutung

Ein Blick auf die Boom- und Korrekturphasen der Wohnungsmärkte in den vergangenen 35 Jahren verdeutlicht, dass Fundamentaldaten wichtig sind. Neun von zehn Immobiliencrashes von mindestens minus 15 Prozent ging ein deutliches Überbewertungssignal auf Basis der Methodologie des *UBS Global Real Estate Bubble Index* voraus. Echtzeitberechnungen für den Zeitraum von 1980 bis 2010 zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit für einen Crash innerhalb der zwölf Quartale nach einem solchen Warnsignal bei 50 bis 60 Prozent liegt. Im Vergleich dazu beträgt die Vorabwahrscheinlichkeit für einen Immobilien-crash in jedem beliebigen Quartal dieses Zeitraums 12 Prozent.

Als Vorbehalt ist zu erwähnen, dass das Modell zu oft und in einigen Märkten zu früh Warnsignale auslöste. Anlegern, die diese beachtetten, entgingen hohe Kapitalgewinne, vor allem in den letzten Jahren, als die beispiellosen quanti-

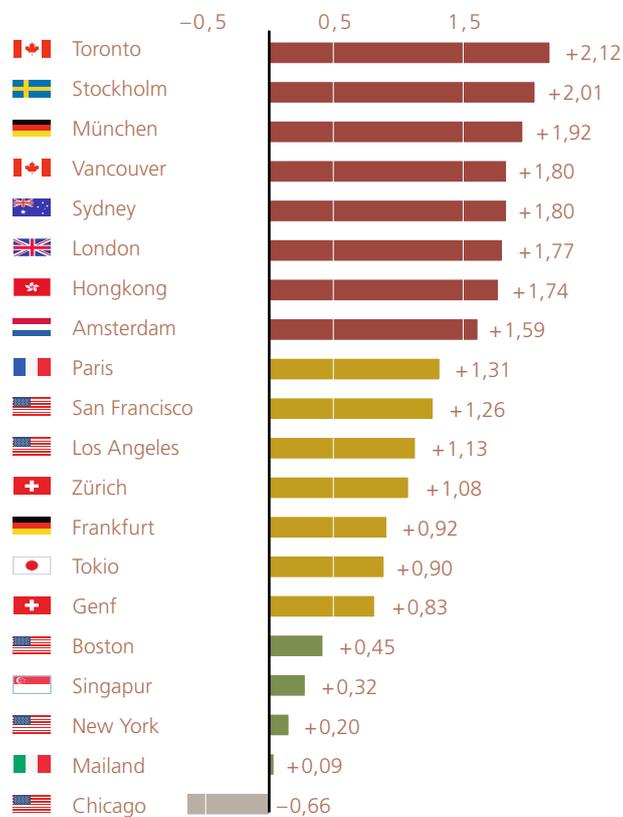
tativen Lockerungsprogramme der Zentralbanken zu Verzerrungen der Marktanreize führten. Seit 1980 hat es sich jedoch im Durchschnitt bewährt, überhitzte Märkte zu meiden.

UBS Global Real Estate Bubble Index

Gemäss dem *UBS Global Real Estate Bubble Index* ist das Blasenrisiko in Toronto nach einem erheblichen Anstieg der Ungleichgewichte im letzten Jahr am grössten. Stockholm, München, Vancouver, Sydney, London und Hongkong bewegen sich nach wie vor im Blasenrisikobereich und auch Amsterdam muss nach den Preissteigerungen im letzten Jahr zu dieser Gruppe gezählt werden. Eigenheime in San Francisco, Los Angeles, Zürich, Frankfurt und Genf sind überbewertet. Im Gegensatz dazu sind die Immobilienmärkte in Singapur, New York und Mailand fair bewertet, während Chicago, wie schon im letzten Jahr, unterbewertet ist.

Preisblasen sind ein Phänomen, das in Immobilienmärkten regelmässig auftritt. Der Begriff «Blase» beschreibt die erhebliche und anhaltende Fehlbewertung eines Vermögenswerts. Ihr Vorliegen kann erst nach ihrem Platzen nachgewiesen werden. Aus den historischen Daten können allerdings wiederkehrende Muster von Immobilienmarktexzessen abgelesen werden. Zu den typischen Anzeichen gehören die Entkoppelung der Preise von den lokalen Einkommen und Mieten sowie Verzerrungen der Realwirtschaft, wie etwa eine übermässige Kreditvergabe und Bautätigkeit. Der *UBS Global Real Estate Bubble Index* misst anhand des Auftretens solcher Muster das Risiko einer Immobilienblase.

Aktuelle Indexstände für Eigenheimmärkte ausgewählter Weltstädte



● Blasenrisiko (über 1,5) ● Fair bewertet (-0,5 bis 0,5)
● Überbewertet (0,5 bis 1,5) ● Unterbewertet (-1,5 bis -0,5)

Quelle: UBS

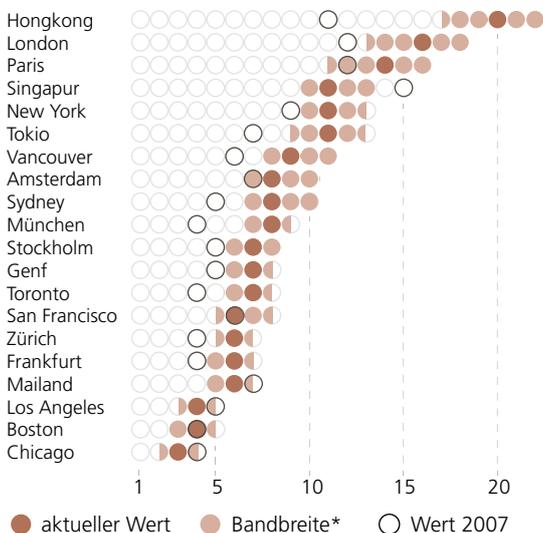
Preis-Einkommen-Verhältnis

In den meisten Weltstädten kann sich selbst ein hochqualifizierter Angestellter im Dienstleistungssektor eine Eigentumswohnung von 60 Quadratmetern nicht leisten. Auch wer das Doppelte des Durchschnittslohns eines hochqualifizierten Angestellten im Dienstleistungssektor verdient, kann in Hongkong nur schwerlich eine Wohnung dieser Grösse erwerben. Unbezahlbare Wohnungen sind oft ein Zeichen für eine starke ausländische Investorennachfrage sowie für strikte Bau- und Mietmarktvorschriften. Sollte die Anlegernachfrage zurückgehen, steigt das Risiko einer Preiskorrektur und die langfristigen Aussichten für weitere Wertsteigerungen verschlechtern sich.

Aus Sicht des Eigenheimkäufers hängt die Tragbarkeit zudem von den Hypothekarzinsen und den Tilgungsverpflichtungen ab. Relativ hohe Zins- und Tilgungssätze führen beispielsweise dazu, dass selbst bei vergleichsweise niedrigen Kennzahlen für das Preis-Einkommen-Verhältnis in US-Städten das monatliche Einkommen stark belastet wird. Umgekehrt können hohe Kaufpreise leicht aufrechterhalten werden, wenn keine vollständige Tilgung erforderlich ist und die Zinssätze niedrig sind, wie etwa in der Schweiz und in den Niederlanden.

Eigenheime kaum tragbar

Anzahl Jahre, die ein qualifizierter Angestellter arbeiten muss, um eine 60 m² grosse Wohnung zu kaufen



Quelle: UBS

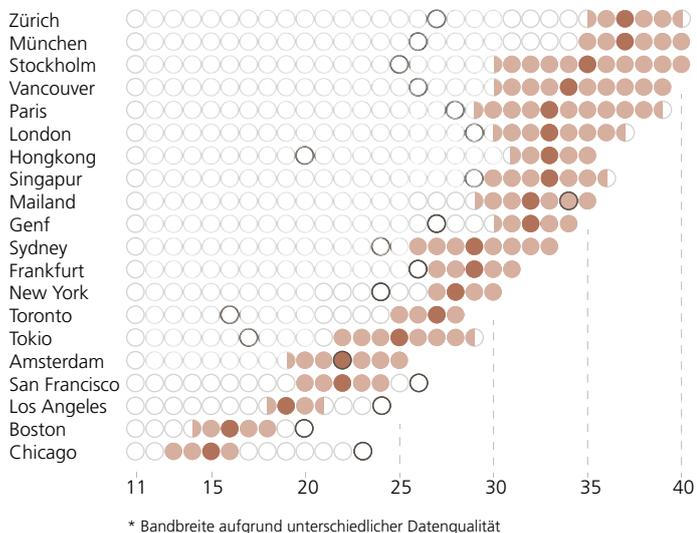
Preis-Miet-Verhältnis

Extrem hohe Kennzahlen des Preis-Miet-Verhältnisses deuten auf eine starke Abhängigkeit der Hauspreise von niedrigen Zinssätzen hin. In allen Städten mit Kennzahlen über 30 sind die Hauspreise anfällig für eine scharfe Korrektur, sollten die Zinssätze steigen. Werte unter 20 sind nur in US-Städten zu finden, was unter anderem auf die höheren Zinssätze und einen vergleichsweise schwach regulierten Mietermarkt zurückzuführen ist. Das Mietrecht in Frankreich, Deutschland, der Schweiz und Schweden ist hingegen besonders mieterfreundlich und verhindert, dass die Mieten das tatsächliche Marktniveau widerspiegeln.

Steigen die Kennzahlen für das Preis-Miet-Verhältnis in schwindelerregende Höhen, reflektiert dies jedoch nicht nur die Zinssätze und Regulierung des Vermietungsmarkts, sondern auch die Erwartung steigender Preise wie etwa in Hongkong und Vancouver. Investoren gehen davon aus, dass sie für zu niedrige Mieterträge durch Kapitalgewinne entschädigt werden. Falls sich diese Hoffnungen jedoch nicht erfüllen und die Erwartungen sich verschlechtern, werden Wohneigentümer in Märkten mit hohen Preis-Miet-Verhältnissen wahrscheinlich erhebliche Kapitalverluste hinnehmen müssen.

Hohe Zinsabhängigkeit

Verhältnis von Kaufpreisen zu Jahresmieten einer vergleichbaren Wohnung



* Bandbreite aufgrund unterschiedlicher Datenqualität

Wo es noch Opportunitäten gibt

Thomas Veraguth, Nena Winkler und Sandra Wiedmer

Mobilität

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Der globale Immobilienmarktzyklus neigt sich dem Ende zu, was Einkommensrenditen ins Zentrum rückt. Chancen in diesem Umfeld bieten noch Wohnimmobilien und Logistikflächen in Kontinentaleuropa. In einigen EU-Ländern trüben aber politische Risiken längerfristig die Aussichten.

Die Suche nach Rendite infolge der weltweit historisch tiefen Zinsen kurbelte die Immobilieninvestitionen an und liess die Immobilienpreise global ansteigen. So fielen letztes Jahr die Spitzenrenditen in fast allen Sektoren und Regionen auf Allzeittiefs. Einzig die noch hohe Renditedifferenz zwischen Immobilien und Staatsanleihen lässt Immobilieninvestitionen attraktiv erscheinen. Der globale Immobilienzyklus befindet sich jedoch bereits in einer langsamen Abwärtsbewegung. Seit dem Höchststand Mitte 2015 nahm das globale Transaktionsvolumen gemäss Jones Lang LaSalle um rund 7 Prozent ab.

Wertsteigerungen werden aufgrund sich abschwächender Fundamentaldaten und des weit fortgeschrittenen Zyklus heuer deutlich geringer ausfallen als in den letzten Jahren. Im Verlauf von 2019 dürften die Bewertungen gar sinken. So gewinnen die Einkommensrenditen an Bedeutung. Doch das erwartete hohe Neuangebot schränkt das Potenzial für signifikante Mietsteigerungen ein. Deshalb sollten bei Investitionen die langfristige Bonität der Mieter sowie der Auslastungsgrad beachtet und nicht zu viel Lagerisiken eingegangen werden. Einzelne Märkte bieten zwar noch einige aussichtsreiche Investitionsmöglichkeiten. Doch generell sind die Marktbedingungen unattraktiver als noch vor einem Jahr, weshalb wir nur noch selektiv zu Objektkäufen und generell zu moderater Fremdschuldung raten.

Mehrheit der Märkte unattraktiv

In den letzten zwei Jahren hat sich global gesehen die Balance zwischen Chancen und Risiken weiter verschlechtert. Wir betrachten derzeit nur noch ein Drittel der von uns analysierten Märkte als ausgewogen oder attraktiv.

Asien-Pazifik

Japan, China, Australien und Hongkong halten wir für unattraktiv, da makroökonomische Impulse fehlen, das Angebot schneller wächst als die Nachfrage und die Verschuldung allgemein hoch ist. In Singapur hingegen dürfte die stabilere Wirtschaftslage den Immobilienmarkt stützen sowie Angebot und Nachfrage graduell zurück ins Gleichgewicht bringen.

Nord- und Lateinamerika

Im US-amerikanischen Markt ist die Balance zwischen Risiken und Renditen eher ausgeglichen. Bei Wohn-, Büro- und Logistikimmobilien

Europäische Immobilien relativ attraktiv

Relatives Rendite-Risiko-Verhältnis¹

	Gesamtmarkt	Büro	Verkauf	Wohnen	Logistik/Industrie
USA					
Kanada					
Grossbritannien					
Kont. Europa ²					
Deutschland					
Schweiz					
Japan					
China					
Australien					
Hongkong					
Singapur					
Brasilien					

unattraktiv ausgeglichen attraktiv

¹ Die Einschätzung beschreibt die Attraktivität eines Markts im Vergleich zu seiner eigenen Historie.

² ohne Deutschland und Schweiz

Quelle: UBS

lassen sich immer noch Opportunitäten finden. Der kanadische Immobilienmarkt weist hingegen erhöhte systemische Risiken aufgrund der hohen Haushaltsverschuldung auf und in Brasilien überwiegen politische und wirtschaftliche Risiken, weshalb wir diese beiden Märkte als unattraktiv einstufen.

Europa

Grossbritannien und die Schweiz schätzen wir wegen drohender Ungleichgewichte als unattraktiv ein, während Deutschland, Frankreich, Spanien und Italien Potenzial aufweisen. Dies gilt insbesondere für Wohnimmobilien, angetrieben durch die Urbanisierung, sowie für Logistikflächen dank der Nachfrage nach zentral gelegenen Warenlagern und Distributionszentren.

« Politische Risiken in anderen Ländern erhöhen das Interesse an Deutschland. »

Fokus Europa

Grossbritannien – Immobilienzyklus weit fortgeschritten

Die politische Unsicherheit vor dem Austritt Grossbritanniens aus der EU sowie eine straffere Geldpolitik der Bank of England trüben die Aussichten. Zudem ist das Königreich weiter im Zyklus fortgeschritten als andere Märkte. Wir erwarten, dass die Kapitalwerte um bis zu 5 Prozent in den nächsten zwölf Monaten nachgeben werden. In den Segmenten Büro, Einzelhandel und Logistik dürften das Mietwachstum sinken und die Büroleerstände aufgrund des neuen Angebots und einer relativ fragilen Nachfrage steigen. Wir empfehlen, erstklassige Immobilien mit langfristigen Mietverträgen und stabilen Einkommensströmen zu halten. Neue Investitionen sollten auf gemischt genutzte urbane Gebäudekomplexe sowie auf Logistik fokussieren.

Deutschland – im Aufwind, mittelfristig jedoch mit Unbekannten

Niedrige Finanzierungskosten, Kapitalzuflüsse und eine robuste Konjunktur verlängern die Aufschwungphase des Immobilienzyklus. Politische Risiken in anderen Ländern erhöhen das Interesse an Deutschland, das als sicherer Hafen Europas gilt. Allerdings schenken die Investoren langfristigen Risiken – aufgrund von Eventualverpflichtungen Deutschlands in der Eurozone – zu wenig Beachtung. Dennoch bietet der Markt noch attraktive Value-Add-Opportunitäten, zum Beispiel Gebäude mit Leerstand oder Renovationspotenzial an guten Lagen. Bürospitzenrenditen liegen allerdings mit 3,2 Prozent im Durchschnitt der Top-5-Städte (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, München) bereits auf historischen Tiefstständen, angetrieben durch ein hohes Anlegerinteresse, ein beschränktes Angebot und weniger Verkäufer. Auch dürfte die Leerstandsquote bei Büroflächen (aktuell 5,2 Prozent) weiter sinken, was bei anhaltendem Wirtschaftswachstum zu leicht steigenden Mieten führen sollte. Der Einzelhandelssektor steht im Spannungsfeld zwischen dem florierenden Onlinehandel und erstklassigen Erlebnis-Shoppingzentren sowie Flächen an sekundären Lagen, die an Attraktivität verlieren. In Ballungszentren herrscht im Wohnungssektor eine grosse Nachfrage, wobei die Leerstände in München und Berlin unter 2 Prozent liegen. Der Logistiksektor erfährt eine grosse Nachfrage mit Spitzenrenditen von aktuell 4,5 Prozent.

Frankreich – steigender Optimismus zentriert um Paris

Paris belegt nach London den Platz zwei der europäischen Städte und bietet einen breiten und liquiden Investitionsmarkt, ist allerdings mit Spitzenrenditen von 3 Prozent oder tiefer bereits teuer. Die Nachfrage nach Büroflächen zeigte sich jüngst robuster und das relativ knappe Angebot schafft Mietwachstumspotenzial für gut gelegene moderne Flächen. Aufgrund des bevorstehenden Austritts Grossbritanniens aus der EU bleibt Paris relativ attraktiv für Unternehmen, die sich den Zugang zum europäischen Markt sichern wollen. Da Paris weltweit der drittgrösste Investitionsstandort ist, dürfte die Zusatznachfrage kaum preistreibende Marktbewegungen generieren. Lyon als zweitwichtigster Anlagestandort Frankreichs verfügt zwar

über eine relativ dynamische Wirtschaft, spielt allerdings im internationalen Kontext praktisch keine Rolle. Ausserdem liegt der Renditeaufschlag von Lyon gegenüber Paris unter dem historischen Durchschnitt.

Spanien – Erholung konzentriert sich auf Madrid und Barcelona

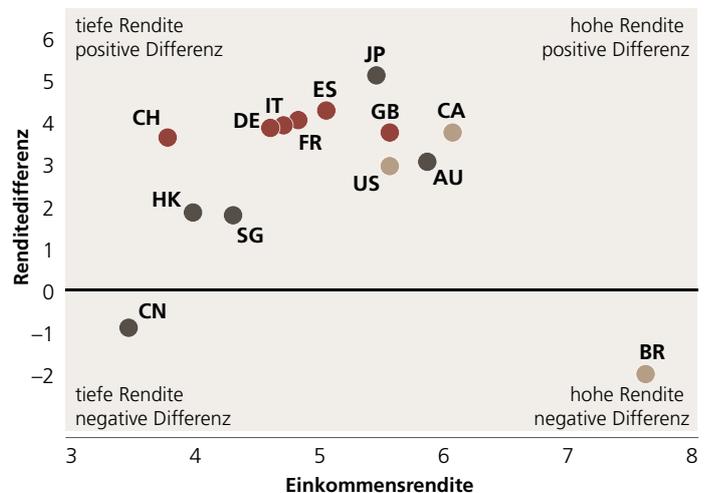
Kommerzielle Immobilien konnten von einer Beschleunigung der Konjunktur sowie von sinkenden Refinanzierungskosten profitieren. Der Zyklus ist aufgrund der wiederholten Eurokrisen weniger fortgeschritten als in anderen europäischen Märkten, doch konnten in den letzten zwei Jahren die besten Lagen, vor allem in Madrid und Barcelona, dank ausländischem Kapital schnell aufholen. So liegen die Spitzenrenditen mit 3,8 Prozent bereits nahezu auf den Niveaus anderer europäischer Grossstädte. Die deutlich höheren Renditen in den Peripherien beider Städte sinken hingegen kaum. Sowohl in Madrid als auch in Barcelona ist noch mit Mietwachstum zu rechnen, da die Nachfrage stabil und das Angebot noch relativ knapp ist. Spitzenmieten für Büroflächen in Madrid liegen immer noch 30 Prozent unter den Höchstständen von 2007. Gute Investitionsmöglichkeiten bieten Immobilien mit Mischnutzung oder die Revitalisierung von Liegenschaften an zentrumsnahen Lagen von Madrid und Barcelona.

Italien – politische Uneinigkeit verhindert einen breiten Aufschwung

Obwohl Italien sich noch nicht vollständig von der letzten Finanzkrise erholt hatte, stiegen 2016 die Transaktionsvolumen für Immobilien. Der einzig liquide Standort Mailand, wo zwei Drittel der Transaktionen von Ausländern getätigt wurden, verbuchte gut 40 Prozent des Transaktionsvolumens, gefolgt von Rom mit 14 Prozent. Verkaufsflächen sind in Mailand und Rom gefragt, da sie von steigenden Tourismuszahlen profitieren. Gepaart mit dem Mangel an erstklassigen Liegenschaften, übt die generell hohe Nachfrage weiter Druck auf die Anfangsrenditen aus, die zurzeit für Büroimmobilien an Toplagen in Rom bei rund 4,0 Prozent und in Mailand bei etwa 3,5 Prozent liegen. Eine interessante Investitionsform stellen Revitalisierungen in Mailand dar. Allerdings trüben die politische Uneinigkeit und die erhöhte Fragilität des Bankensektors mittelfristig die Aussichten.

Positive Renditedifferenz für die meisten Märkte

Renditedifferenz zwischen Einkommensrendite und Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen (in Prozentpunkten) und Einkommensrendite* (in Prozent), geschätzte Werte für 2018



● Asien-Pazifik ● Europa ● Nord- und Lateinamerika

* UBS-Schätzungen der Einkommensrenditen für CN, HK, SG und BR

Quellen: Ares, Bloomberg, Centaline, IAZI, Moody's/RCA, MSCI/IPD, NBS, Rating and Valuation Department Hong Kong, URA, UBS

Älteren Bauten droht schnellere Abschreibung

Nena Winkler und Thomas Veraguth

Langfristige Trends bieten Chancen für Innovationen, die sich schliesslich auf Immobilienwerte auswirken. Generell stützen diese Innovationen Gebäude- und Bodenwerte nicht per se, sondern schaffen zusätzlichen Anpassungsdruck. Immobilieninvestoren sollten insbesondere sieben Anlagethemen im Auge behalten, um Wertebussen zu begrenzen.

Der Wert einer Immobilie wird prinzipiell von Angebot und Nachfrage bestimmt und kann mit einem gewichteten Durchschnitt von Neubauwert, Zeitwert und Ertragswert abgebildet werden. Der Gesamtwert einer Immobilie setzt sich aus dem Bodenwert und dem Gebäudewert zusammen. Dabei machen generell der Boden ein Drittel und die Gebäudesubstanz zwei Drittel des Gesamtliegenschaftswerts aus.

Ewiger Bodenwert und zeitlich begrenzter Gebäudewert

Der *Bodenwert* entspricht einer kapitalisierten Rente, die der Eigentümer aus der ertragreichen Nutzung abschöpfen kann. Die Lage einer Immobilie ist für ihren Wert von grosser Bedeutung. Die Standortattraktivität ist für die Vermietbarkeit und die Marktliquidität einer Immobilie entscheidend.

Der *Gebäudewert* wird durch die Bauqualität, das Alter, die technische Ausstattung und die laufenden Mietverhältnisse bestimmt. Während der Boden erhalten bleibt, ist die Nutzungsdauer eines Gebäudes beschränkt. Die Bausubstanz wird über die Zeit hinweg abgeschrieben, wobei die Abschreibungsrate von der Bauqualität der Immobilie relativ zum marktüblichen Standard abhängt. Durchschnittlich beträgt die Abschreibungsrate bei Wohngebäuden jährlich bis zu 2 Prozent, bei Geschäftshäusern bis zu 4 Prozent sowie bei Fabrik- und Lagergebäuden bis zu 8 Prozent des Gebäudeinvestitionswerts.

Direkter und indirekter Einfluss auf den Immobilienwert

Neue Bautechnologien und Bauweisen haben einen direkten Einfluss auf den Gebäudewert. Eine qualitativ hochwertigere Bausubstanz steigert den Gebäudewert. Werden an konkurrierenden Standorten Immobilien gleicher Nutzungsart mit fortschrittlicheren technologischen Lösungen erstellt, so erhöht sich die Abschreibungsrate für die bestehenden umliegenden Gebäude. Da Mietwachstum den Immobilienwert steigert, kompensiert es in der Regel die Abschreibung des Gebäudewerts. Bei erhöhten Abschreibungsraten drohen jedoch Wertebussen. Steigt dagegen die Standortattraktivität beispielsweise aufgrund einer Bauverdichtung oder von stadtplanerischen Massnahmen, sind indirekte Einflüsse zu erwarten, die vordergründig den Bodenwert und folglich auch den Bodenwertanteil steigern.

Bedeutung langfristiger Investitionsthemen für Immobilienanlagen

Sieben Anlagethemen beeinflussen Immobilienwerte

Wir haben den Einfluss von Innovationen und daraus abgeleiteten Anlagethemen (siehe Seite 51) auf die fundamentalen Werttreiber von Immobilien analysiert. Fundamentale Werttreiber von Immobilien umfassen kurzfristige, langfristige und institutionelle Faktoren. Kurzfristige Faktoren sind makroökonomische Einflussgrössen wie Arbeitseinkommen pro Kopf,

Konjunktur, Inflation, Wechselkurse, Diskontsatz. Langfristige Faktoren, die den Wert einer Immobilie mitbestimmen, sind Demografie, Standortattraktivität oder Bautechnologie und -rationalisierung. Institutionelle Faktoren sind rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen, wie Steuern, Abgaben, Regulierungen oder Gesetze. Folgende Anlagethemen beeinflussen Immobilienwerte massgeblich:

Energieeffizienz, Saubere Luft und CO₂-Reduktion, Automatisierung und Robotik

Teurere Baustandards in den Bereichen internetbasierte Technologien, «Smart Building»-Applikationen, Energieeffizienz, Emissionsreduktionen oder alternative Energieträger verteuern einerseits die Errichtung von Neubauten und schaffen so Baupreisinflation; es wird tendenziell teurer entwickelt. Andererseits verbessert sich die Bautechnologie und die Baubranche wird rationalisiert, etwa durch Digitalisierung oder Automatisierung und Robotik.

Im Endeffekt dürften neue, bessere und effizientere Bauten sukzessiv bestehende Gebäude verdrängen, weshalb letztere schleichend an Wert verlieren. Allerdings können aufgrund gestiegener Anforderungen erhöhte Neubaukosten nur teilweise auf die Mieter überwälzt werden, auch wenn dadurch die Nebenkosten sinken. Werden an einem Standort Lenkungsabgaben eingeführt, um die oben genannten Trends zu beschleunigen, verteuert dies ältere Bauten. Mit marktgerechten Liegenschaften können zwar höhere Mieten, aber kaum längerfristig eine Überrendite erzielt werden.

Smart Mobility und Schienennahverkehr

Urbane Zentren werden durch Raumplanung, Schienennahverkehr und Smart Mobility weiter verdichtet. Der Schienennahverkehr erhöht die Bodenknappheit im Zentrum, weil sich die Nachfrage konzentriert. Dies stützt die Bodenwerte, da sich pro Flächeneinheit eine höhere Wertschöpfung erzielen lässt. Ob dadurch die Zahlungsbereitschaft der potenziellen Mieter steigt, hängt vor allem von der Standortattraktivität und der wirtschaftlichen Ertragskraft der Mieter ab, nicht primär von den Innovationen.

Seniorenresidenzen

Da Menschen immer länger leben, nimmt der Bedarf an Seniorenwohnen mit unterschiedlichen Stufen der Betreuung und Pflege zu, was die Immobilienwerte von Senioren- und Pflegeheimen stützt. Zusätzlich steigt die Nachfrage nach altersgerechten Wohnimmobilien, die beispielsweise rollstuhlgängig sowie mit entsprechenden Sanitäranlagen ausgestattet sind. Auch möchten immer mehr alte Menschen in Städten leben, um besseren Zugang zu medizinischer Versorgung zu haben.

E-Commerce

Der strukturell wachsende Trend E-Commerce verändert das Einkaufsverhalten nachhaltig. E-Commerce wirkt sich auf Einzelhandelsflächen aus, indem es den Trend hin zu erstklassigen Flächen mit Showroomcharakter und erlebnisorientiertem Einkaufen an urbanen Lagen beschleunigt und Einzelhandelsflächen an sekundären Lagen unter Druck setzt. Im Bereich Logistik wirkt sich der wachsende Onlinehandel positiv auf die Nachfrage nach Flächen nahe der Stadtzentren aus, was für die effiziente und rasche Lieferung auf der letzten Meile entscheidend ist.

Überrendite nur vorübergehend möglich

Immobilieninvestoren können dank Innovationen und neuen Technologien sowie deren Implementierung vorübergehend eine Überrendite erwirtschaften.

Jedoch ist es längst nicht immer möglich, dabei entstehende Zusatzkosten vollumfänglich auf die Mieter zu überwälzen. Vielmehr etablieren sich Innovationen in Abhängigkeit der Neubautätigkeit sowie der Geschwindigkeit der Adaption zum neuen Standard. Dadurch handelt das «veraltete» oder nicht angepasste Angebot relativ schnell mit einem Wertabschlag.

Langfristige Trends und daraus abgeleitete Anlagemöglichkeiten

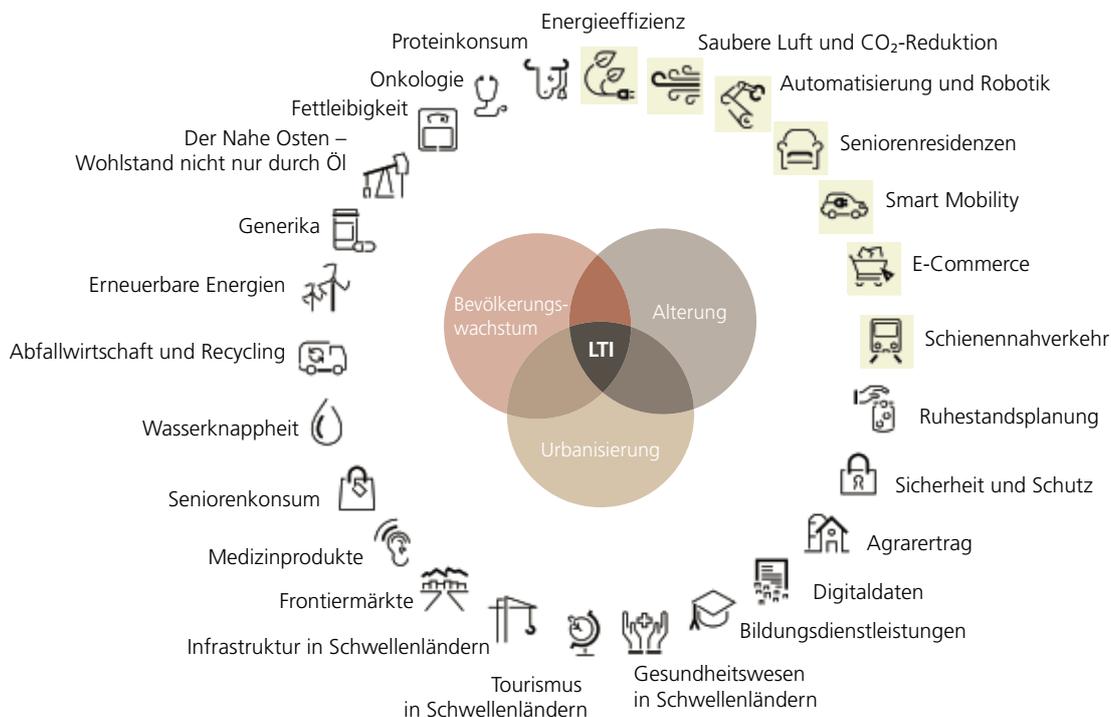
Die Weltbevölkerung wird laut Schätzungen der UN von heute 7,5 Milliarden Menschen bis 2050 auf rund 10 Milliarden Menschen ansteigen. Ab 2030 dürften bis zu 9 Prozent der Weltbevölkerung in 41 Mega-Städten, angeführt von Tokio, Delhi und Shanghai, wohnen und bis 2050 gar 70 Prozent in einem urbanen Umfeld. In den entwickelten Ländern wird 2030 die Anzahl Personen ab 60 Jahren die Zahl der unter 25-Jährigen übersteigen. Diese drei globalen Trends Urbanisierung, Bevölkerungswachstum und Alterung der Gesellschaft bieten gleichermaßen Herausforderungen und Chancen für Investitionen.

Sieben langfristige Anlagethemen beeinflussen Immobilienanlagen massgeblich

UBS CIO WM hat 26 langfristige Anlagethemen identifiziert, die sich aus den drei definierten Trends ableiten lassen. Wir haben diese Anlagethemen im Hinblick auf ihren Einfluss auf Immobilienwerte analysiert. Die folgenden sieben Anlagethemen beziehungsweise die ihnen zugrunde liegenden Innovationen wirken sich unserer Meinung nach am stärksten auf Immobilienwerte aus: Energieeffizienz, Saubere Luft und CO₂-Reduktion, Automatisierung und Robotik, Seniorenresidenzen, Smart Mobility, E-Commerce sowie Schienennahverkehr.

Die 26 langfristigen Anlagethemen (Longer Term Investments LTI) von CIO WM

Geordnet nach ihrem Einfluss auf Immobilienwerte, absteigend, im Uhrzeigersinn



■ Anlagethemen mit stärkstem Einfluss auf Immobilienwerte

Quelle: UBS

Allgemeine Finanzanalysen – Risikohinweise: Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office WM von UBS werden durch Wealth Management und Personal & Corporate Banking oder Wealth Management Americas, Unternehmensbereiche von UBS AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt), eine Tochtergesellschaft oder ein verbundenes Unternehmen («UBS») produziert und veröffentlicht. In gewissen Ländern wird UBS AG als UBS SA bezeichnet. Dieses Material dient ausschliesslich zur Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offenstellung 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 zuverlässigen und glaubwürdigen eingestufteten 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 eignet sich nicht für jeden Anleger, da ein erhebliches Verlustrisiko besteht und die Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen können. 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 steuerrechtlicher – 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 mit CIO-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:** 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 Kapitalanlageleistungen. **Braziliens:** Erstellt durch UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, eine Einheit, die durch die Comissão de Valores Mobiliários («CVM») beaufsichtigt wird. **Dänemark:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach dänischem Recht dar, kann jedoch durch UBS Europe SE, Denmark Branch, Niederlassung von UBS Europe SE, mit Geschäftssitz in Sankt Annæ Plads 13, 1250 Kopenhagen, Dänemark, bei der Danish Commerce and Companies Agency unter der Nummer 38 17 24 33 eingetragen, verteilt werden. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial af UBS Europe SE, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial af UBS Europe SE, steht unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der «Finanstilsynet» (Danish Financial Supervisory Authority - DFSA), der dieses Dokument nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Deutschland:** Herausgeberin im Sinne des deutschen Rechts ist UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2–4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Europe SE ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lizenziert und wird durch diese beaufsichtigt. **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. **Israel:** UBS Switzerland AG ist als ausländischer Händler eingetragen, der mit UBS Wealth Management Israel Ltd, einer 100%igen Tochtergesellschaft von UBS, zusammenarbeitet. UBS Wealth Management Israel Ltd ist zugelassener Portfolio Manager, der auch Investment Marketing betreibt und unter der Aufsicht der «Israel Securities Authority» steht. Diese Publikation kann keine auf Ihre persönlichen Bedürfnisse zugeschnittene Anlageberatung und/oder Marketingangaben zu Finanzanlagen durch entsprechend lizenzierte Anbieter ersetzen. **Italien:** Diese Publikation wird an Kunden der UBS Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3, 20121 Mailand, verteilt, eine Niederlassung einer deutschen Bank, die ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Erbringung von Finanzdienstleistungen zugelassen wurde und unter der Aufsicht der «Consob» steht. **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. Dienstleistungen, die ausserhalb von Jersey erbracht werden, werden nicht von der Aufsichtsbehörde von Jersey erfasst. UBS AG, Jersey Branch, ist eine Niederlassung von UBS AG, eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft, die ihre angemeldeten Geschäftssitze in Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel und Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zürich, hat. Der Hauptgeschäftssitz von UBS AG, Jersey Branch, ist: 1, IFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX. **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 Europe SE, Luxembourg Branch, mit Geschäftssitz in der 33A, Avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. UBS Europe SE, Luxembourg Branch, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde und unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der luxemburgischen Finanzmarktaufsicht, der «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), steht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Mexiko:** Dieses Dokument wurde verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., einem Unternehmen, das weder der UBS Grupo Financiero S.A. de C.V. noch einer anderen mexikanischen Finanzgruppe angehört. Die Verbindlichkeiten dieses Unternehmens werden nicht von Dritten garantiert. UBS Asesores México, S.A. de C.V., sichert keine Rendite zu. **Neuseeland:** Diese Mitteilung wird von UBS Wealth Management Australia Ltd an Kunden von UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, verteilt. Sie erhalten diese UBS-Publikation, weil Sie gemäss Ihren Angaben gegenüber UBS als «Wholesale-Anleger und/oder zugelassener Anleger (zertifizierter Kunde) in Neuseeland zertifiziert sind. Diese Publikation oder dieses Material ist nicht für Kunden bestimmt, die keine zertifizierten Kunden («nicht zertifizierte Kunden») sind. Falls Sie kein zertifizierter Kunde sind, sollten Sie keine Entscheidung auf Basis dieser Publikation oder dieses Materials treffen. Falls Sie trotz dieser Warnung Entscheidungen auf Grundlage dieser Publikation oder dieses Materials treffen, anerkennen Sie hiermit, (i) dass Sie sich möglicherweise nicht auf den Inhalt dieser Publikation oder dieses Materials verlassen können und dass die Empfehlungen 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 verbundene Unternehmen (und deren Direktoren, Führungskräfte, Agenten und Berater [einzeln eine «relevante Person»]) schadlos halten für Verluste, Schäden, Verbindlichkeiten oder Forderungen, die ihnen in Zusammenhang mit Ihrem 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 Ihnen in Zusammenhang mit dem unberechtigten Vertrauen auf diese Publikation oder dieses Material entstanden sind oder die Sie deshalb möglicherweise erleiden, verzichten. **Niederlande:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Kaufangebot oder eine vergleichbare Anwerbung nach niederländischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS Europe SE, Netherlands Branch, eine Niederlassung einer deutschen Bank, die ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Erbringung von Finanzdienstleistungen zugelassen wurde und in den Niederlanden unter der Aufsicht der «Autoriteit Financiële Markten» (AFM) steht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. **Österreich:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach österreichischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS Europe SE,

Niederlassung Österreich, mit Geschäftssitz in der Wächtergasse 1, A-1010 Wien, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europea gegründet und ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde und unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) steht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Saudi-Arabien:** Diese Publikation wurde von UBS Saudi Arabia (eine Tochtergesellschaft der UBS AG) genehmigt, einer geschlossenen saudi-arabischen 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. **Schweden:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach schwedischem Recht dar, kann jedoch durch UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, verteilt werden, die ihren Geschäftssitz an der Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Schweden, hat und im schwedischen Firmenregister unter der 516406-1011 angemeldet ist. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europea gegründet und ordnungsgemäss von der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, steht unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der schwedischen Finanzaufsichtsbehörde «Finansinspektionen», der dieses Dokument nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Singapur:** Bitte kontaktieren Sie die Niederlassung von UBS AG 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 an Kunden von UBS Europe SE, Sucursal en España, verteilt, die ihren angemeldeten Geschäftssitz in der Calle Maria de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, hat; eine Einheit, die unter Aufsicht des Banco de España und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht steht. UBS Europe SE, Sucursal en España, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das als Societas Europea gegründet wurde und von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zugelassen wurde und von dieser beaufsichtigt wird. **Taiwan:** Dieses Material wird von der UBS AG, Taipei Branch, in Einklang mit den Gesetzen Taiwans oder mit dem Einverständnis der Kunden/«Prospects» oder auf deren Wunsch zugestellt. **Thailand:** Diese Unterlagen wurden Ihnen zugestellt, weil UBS von Ihnen und/oder Personen, die dazu befugt sind, eine Anfrage erhalten hat. Sollten Sie diese Unterlagen irrtümlicherweise erhalten haben, löschen Sie bitte die E-Mail und benachrichtigen Sie UBS unverzüglich. Die Unterlagen wurden möglicherweise nicht durch eine Finanzaufsichts- oder Regulierungsbehörde in Ihrem Land geprüft, genehmigt, abgelehnt oder gebilligt. Die betreffenden Anlagen unterliegen bei einer Übertragung gemäss den Bestimmungen in den Unterlagen gewissen Beschränkungen und Verpflichtungen, und mit dem Erhalt dieser Unterlagen verpflichten Sie sich, diese Beschränkungen und Verpflichtungen vollumfänglich einzuhalten. Sie sollten diese sorgfältig durchlesen und sicherstellen, dass Sie sie verstehen und bei der Abwägung Ihres Anlageziels, Ihrer Risikobereitschaft und Ihrer persönlichen Verhältnisse gegenüber dem Anlagerisiko angemessene Sorgfalt und Umsicht walten lassen. Es wird Ihnen empfohlen, im Zweifelsfalle eine unabhängige professionelle Beratung einzuholen. **Tschechische Republik:** UBS ist in der Tschechischen Republik nicht als Bank zugelassen und darf in der Tschechischen Republik keine regulierten Bank- oder Anlagendienstleistungen erbringen. Dieses Material wird zu Marketingzwecken verteilt. **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» noch durch in den USA ansässige Mitarbeiter von UBS verteilt werden. UBS Securities LLC ist ein Tochterunternehmen von UBS AG und ein verbundenes Unternehmen von UBS Financial Services Inc., UBS Financial Services Inc. ist ein Tochterunternehmen von UBS AG. **Vereinigte Arabische Emirate:** Diese Research-Publikation stellt in keiner Weise ein Angebot, einen Verkauf oder eine Lieferung von Aktien oder anderen Wertpapieren gemäss den Gesetzen der Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) dar. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Behörde der Vereinigten Arabischen Emirate einschliesslich der VAE-Zentralbank und der «Dubai Financial Services Authority», der «Emirates Securities and Commodities Authority», des «Dubai Financial Market», des «Abu Dhabi Securities Market» oder einer anderen Börse in den VAE genehmigt. Dieses Material richtet sich ausschliesslich an professionelle Kunden. UBS AG Dubai Branch wird im DIFC von der DFSA reguliert. UBS AG/UBS Switzerland AG ist in den VAE weder von der VAE-Zentralbank noch von der «UAE Securities and Commodities Authority» für die Bereitstellung von Bankdienstleistungen zugelassen. Das UBS AG Representative Office in Abu Dhabi hat von der VAE-Zentralbank die Zulassung für den Betrieb eines Representative Office erhalten.

Stand 07/2017

© UBS 2018. Das Schlüsselssymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

Allreal 1, 2, 3. Flughafen Zuerich 3. Intershop Holding AG 3, 4. Mobimo Holding 1, 2, 3. PSP Swiss Property 1, 2, 3, 5, 6. Swiss Prime Site 1, 2, 3. Zug Estates 3.

1. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften haben in den letzten zwölf Monaten von diesem Unternehmen beziehungsweise dieser Rechtseinheit oder einem entsprechenden verbundenen Unternehmen Vergütungen für Investmentbanking-Dienstleistungen erhalten.
2. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften haben bei der Emission oder Platzierung von Wertpapieren dieses Unternehmens beziehungsweise dieser Rechtseinheit oder dessen beziehungsweise deren verbundener Unternehmen in den letzten zwölf Monaten als Manager oder Co-Manager fungiert.
3. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften erwarten in den kommenden drei Monaten von diesem Unternehmen beziehungsweise dieser Rechtseinheit eine Vergütung für Investmentbanking-Dienstleistungen.
4. In den letzten zwölf Monaten haben UBS Securities LLC und/oder ihre verbundenen Unternehmen von diesem Unternehmen beziehungsweise dieser Rechtseinheit Vergütungen für erbrachte Leistungen in Form von Produkten und Dienstleistungen mit Ausnahme von Investmentbanking-Dienstleistungen erhalten.
5. Ein Mitarbeiter von UBS AG ist Manager, Vorstand oder Mitglied des Verwaltungsrats dieses Unternehmens.
6. UBS Fund Management (Switzerland) AG hat ein wirtschaftliches Eigentum von mehr als 5 Prozent des gesamten ausgegebenen Aktienkapitals dieses Unternehmens.

Per 9. Januar 2018

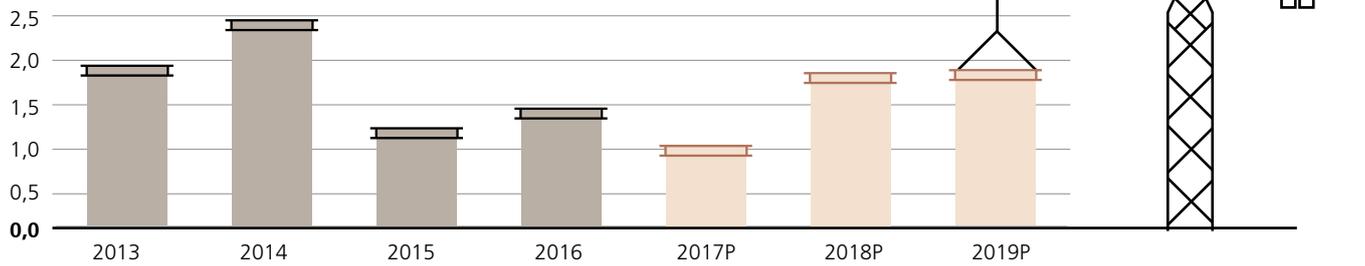


MIX
Papier aus verantwortungsvollen Quellen
Papier issu de sources responsables
Carta de fontí gestita in manera responsable
FSC® C017868

Überblick und Prognosen

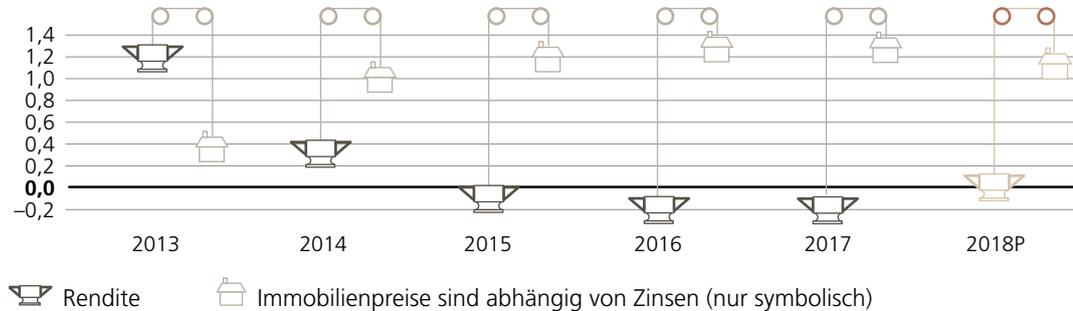
Wirtschaft

Wachstum des Bruttoinlandprodukts (in Prozent)



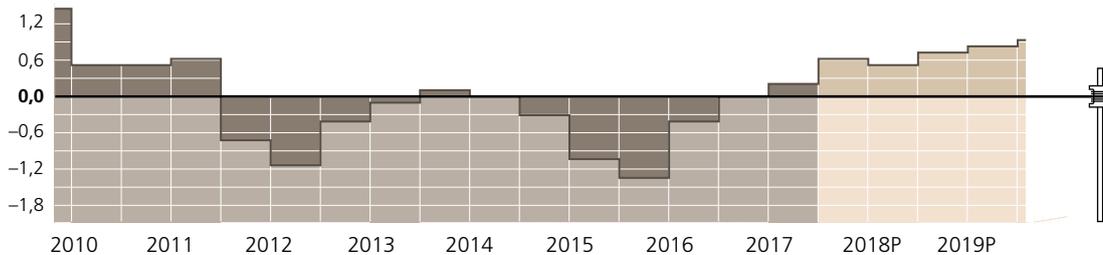
Zinsen

Rendite der 10-Jahres-Bundesobligationen (Ende Jahr, in Prozent)



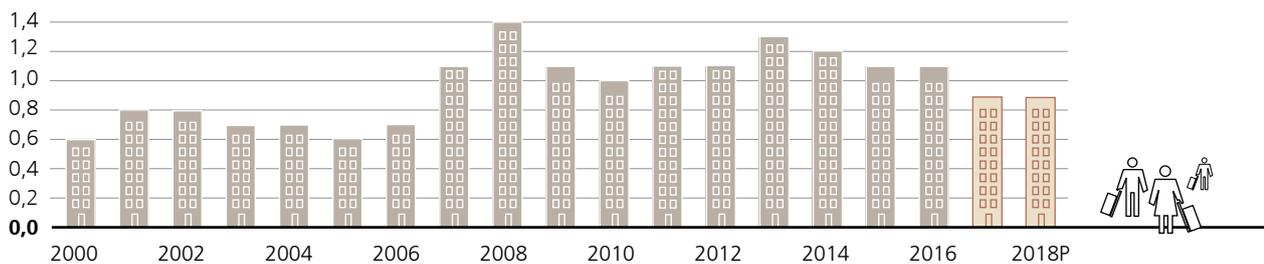
Inflation

Vorjahresveränderung der Konsumentenpreise (in Prozent)



Bevölkerung

Wachstum des Bevölkerungsbestands (in Prozent)



P = Prognose

Quellen: Bloomberg, BFS, SECO, SNB, UBS

1,8%

Für dieses und nächstes Jahr erwarten wir ein Wirtschaftswachstum von 1,8 Prozent, was dem Durchschnitt seit dem Jahr 2000 entspricht. Vor allem kommerzielle Flächen dürften von dieser Entwicklung profitieren.

0,1%

Die Langfristzinsen dürften bis Ende des Jahres leicht auf 0,1 Prozent ansteigen. Tiefe Zinsen werden die Nachfrage nach Immobilien weiterhin hoch halten.

0,6%

Die Konsumentenpreise dürften im Jahresdurchschnitt um 0,6 Prozent zulegen – so stark wie seit 2010 nicht mehr. Eine leicht höhere Inflation wirkt sich aber kaum auf die Mieten aus.

0,9%

Das Bevölkerungswachstum dürfte dieses Jahr 0,9 Prozent betragen. Somit werden 2018 rund 10 000 Wohnungen weniger zusätzlich nachgefragt als 2013.

UBS Real Estate Local Fact Sheets



Nützlich bei Investitionsentscheiden

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

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

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ¹	2018 ²	10 Jahre ³	
Treiber	Konjunktur und Einkommen									
	1,8	1,0	1,9	2,4	1,2	1,4	1,0	1,8	1,4	Bruttoinlandprodukt, real
	0,8	-0,1	0,6	1,2	0,1	0,3	0,1	0,9	0,2	Bruttoinlandprodukt pro Einwohner, real
	0,7	1,5	0,9	0,9	1,5	1,1	0,2	0,1	0,9	Löhne, real
	Inflation und Zinsen									
	0,3	-0,7	-0,2	-0,1	-1,1	-0,4	0,5	0,6	0,1	Durchschnittliche Jahresteuern
	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-0,7	-0,7	-0,5	-0,1	3-Monats-Libor CHF ⁴
	0,7	0,6	1,3	0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,8	Rendite 10-Jahres-Bundesobligationen ⁴
	Bevölkerung und Beschäftigung									
	1,1	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1	0,9	0,9	1,1	Bevölkerungsbestand
2,9	2,9	3,2	3,0	3,2	3,3	3,2	3,0	3,1	Arbeitslosenquote	
1,4	2,0	1,6	0,8	0,8	-0,3	0,5	0,8	1,0	Beschäftigung, in Vollzeitäquivalenten	
Wohnen	Eigenheime									
	4,8	5,1	3,4	2,2	1,5	1,0	0,0	0,0	3,4	Angebotspreise Eigentumswohnungen
	4,1	3,7	4,7	1,3	2,3	1,3	2,0	0,5	3,2	Angebotspreise Einfamilienhäuser
	4,0	5,1	5,1	3,5	3,4	2,8	2,5	2,0	3,9	Wachstum Hypothekarkredite an Private
	Mietwohnungen									
	2,8	3,1	2,9	2,2	1,0	-1,3	-1,0	-2,5	1,9	Angebotspreise
	-0,9	1,2	1,3	5,8	-1,5	-3,4	-3,0	-3,0	-0,5	Angebotspreise Neubau
	1,4	0,6	0,4	1,2	0,9	0,2	1,0	0,5	1,2	Preisindex Bestandesmieten
	2,5	2,3	2,0	2,0	1,8	1,8	1,5	1,5	2,3	Hypothekarischer Referenzzinssatz ⁴
	4,4	4,4	4,1	4,2	4,1	3,9	3,8	3,7	4,3	Netto-Cashflow-Rendite ⁵
3,3	2,8	2,7	1,9	4,1	4,2	2,0	0,0	2,5	Wertänderungsrendite ⁵	
7,9	7,3	7,0	6,1	8,4	8,2	5,8	3,7	6,9	Gesamtrendite ⁵	
Leerstände und Wohnbau										
0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,7	1,1	Leerwohnungsquote	
1,2	1,3	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,2	Baubewilligungen, am Wohnungsbestand	
Geschäft	Büroflächen									
	-1,4	4,9	5,4	0,2	3,0	1,2	-1,0	-2,0	1,7	Angebotsmieten
	6,6	6,5	6,3	6,6	6,9	6,6	6,5	6,5	6,6	Angebotsziffer
	4,9	4,4	4,3	4,4	4,2	3,9	4,0	4,0	4,5	Netto-Cashflow-Rendite ⁵
	3,1	1,8	0,8	-0,2	0,8	1,1	0,5	-0,5	1,1	Wertänderungsrendite ⁵
	8,1	6,2	5,1	4,2	5,0	5,0	4,5	3,5	5,7	Gesamtrendite ⁵
	Verkaufsflächen									
	0,9	6,3	1,5	-3,3	-1,1	-3,2	-0,5	-3,0	0,7	Angebotsmieten
	4,5	4,3	4,2	4,2	4,1	3,6	3,5	3,5	4,3	Netto-Cashflow-Rendite ⁵
	4,1	2,7	2,3	1,0	1,1	1,1	0,0	-1,0	2,0	Wertänderungsrendite ⁵
8,8	7,1	6,5	5,3	5,3	4,7	3,5	2,5	6,4	Gesamtrendite ⁵	
Börse	Immobilienaktien									
	6,1	12,3	-6,9	13,6	9,6	11,7	10,1	-	8,7	Gesamtrendite
	22,4	24,4	21,9	20,5	30,1	27,2	29,0	-	22,7	Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)
	16,7	17,2	8,2	5,6	12,5	17,7	23,2	-	10,8	Geschätzte Prämien ⁶
	10,2	8,9	10,1	8,0	12,9	11,8	8,7	-	11,2	Volatilität
	Immobilienfonds									
	6,8	6,3	-2,8	15,0	4,2	6,8	6,6	-	6,9	Gesamtrendite
	17,3	19,9	20,8	19,3	25,4	22,6	27,9	-	19,9	Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)
	27,0	28,8	17,5	19,2	29,1	27,2	27,5	-	22,1	Geschätzte Agios ⁶
	7,2	6,6	8,4	7,6	12,1	9,2	8,8	-	7,9	Volatilität
Benchmark										
6,9	6,5	5,7	5,1	5,8	5,8	4,6	-	5,5	Gesamtrendite Immobilien-Anlagestiftungen	
-7,7	17,7	24,6	13,0	2,7	-1,4	19,9	-	6,1	Gesamtrendite Swiss Performance Index	
18,4	11,5	12,8	10,6	18,4	15,5	8,8	-	15,9	Volatilität Swiss Performance Index	
7,6	2,2	-3,3	8,5	2,4	1,6	-0,1	-	3,5	Gesamtrendite Swiss Bond Index («AAA»)	

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

¹ Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 10. Januar 2018)

² Prognose UBS

³ Mittelwert 2008 bis 2017

⁴ Ende Jahr

⁵ Direktanlage Bestandesliegenschaften

⁶ Aufpreise zu Nettoinventarwerten von Immobilienaktien (Prämien) und Immobilienfonds (Agios)

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

