

Real Estate Focus

2019



Editorial

Liebe Leserin
Lieber Leser

Fast jeder zweite Eigentümer überschätzt den Wert seines Hauses, meist um 20 bis 40 Prozent. Dies geht aus einer aktuellen Maklerumfrage hervor. Doch was ist der Wert eines Hauses oder generell einer Sache? Ökonomen beschäftigen sich schon seit Jahrhunderten mit dieser Frage. Dabei haben sich im Laufe der Zeit unterschiedliche Konzepte herauskristallisiert.

Für die klassischen Ökonomen des 18. und 19. Jahrhunderts stimmte der Wert eines Produkts mit der menschlichen *Arbeitszeit* überein, die zu seiner Herstellung in der Regel benötigt wird. Diese Definition fand ihren Höhepunkt in Marx' Arbeitslehre, die jedoch eine wesentliche Frage offenliess: Weshalb ist eine Wohnimmobilie mit unverbaubarem Alpenblick wertvoller als die identische Immobilie mit Blick auf eine Industrieanlage? Die Reduzierung auf die aufgebrauchte Arbeitszeit war somit ungenügend. Rund 50 Jahre später stellte die sogenannte Grenznutzenschule den Begriff des *Nutzens* in den Mittelpunkt der Wertdefinition, womit sie die Diskussion um das klassische Wertparadoxon wieder aufflackern liess: Weshalb ist ein Diamant wertvoller als ein lebensnotwendiges Gut wie Wasser? Die damalige Lösung des Problems bestand in der Trennung von objektivem und subjektivem Nutzen. So kann der entbehrliche Diamant als Schmuckstück durchaus einen sehr hohen subjektiven Nutzen und damit exorbitanten Preis haben. Den neoklassischen Ökonomen in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts war dies alles zu knifflig. Sie legten fest: Der Markt und damit der *Preis* bestimmt den Wert eines Gutes. Laut dieser Denkweise waren Zwiebeln der teuersten Tulpensorte Semper Augustus zum Höhepunkt der niederländischen Tulpenmanie im Jahre 1637 gleich viel wert wie die teuersten Häuser an einer Amsterdamer Gracht.

Diese Betrachtungen zeigen, dass zwischen den Begriffen Wert und Preis zu unterscheiden ist. Gerade im Immobilienmarkt weicht der bezahlte Preis je nach Marktsituation teilweise stark von seinem ermittelten Schätzwert ab. In unserer diesjährigen Ausgabe des *UBS Real Estate Focus* gewähren wir Ihnen einen hoffentlich wertvollen Einblick in die Thematik der Immobilienbewertung.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.



Claudio Saputelli
Leiter Global Real Estate



Daniel Kalt
Chefökonom Schweiz

Inhalt

UBS Real Estate Focus 2019

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 GWM
Postfach, CH-8098 Zürich

Chefredaktion

Katharina Hofer

Redaktion

Viviane Vajda

Redaktionsschluss

10. Januar 2019

Korrektorat

24translate GmbH, St. Gallen

Desktop Publishing

Margrit Oppliger
Werner Kuonen

Titelbild

«Origen»-Theater auf dem Julierpass,
Keystone/Peter Klaunzer

Druck

Galledia Print 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-1901

6 Bewertung



6 Grundlagen
Was ist der Marktwert einer Immobilie?

8 Methoden
Was wird am Markt bezahlt?

10 Kritik
Bewertungen reflektieren die Vergangenheit

12 Wohnen



12 Eigenheime
Risiken verschieben sich

16 Mehrfamilienhäuser
Werteinbussen drohen

20 Luxusimmobilien
Talsohle vorerst durchschritten

23

Geschäft



32

Börse



38

Global



- 23 Verkaufsflächen
Vermieter unter Zugzwang
- 26 Büroflächen
Bessere Aussichten
- 29 Industrieflächen
Attraktive Alternative

- 32 Immobilienfonds
Ein Anker in den Wogen
- 35 Immobilienaktien
Mehr Aufwand für
weniger Wachstum

- 38 UBS Global Real Estate
Bubble Index
Warnsignale nehmen zu
- 41 Listed Real Estate
Vorsicht vor «Value Traps»
- 43 Investieren in Immobilien
Globales Anlageuniversum

-
- 47 Überblick und Prognosen

Was ist der Marktwert einer Immobilie?

Matthias Holzhey und Claudio Saputelli

Jede Liegenschaft ist ein Unikat. Deshalb erfordert die Wertermittlung einer Immobilie ein Höchstmass an Erfahrung und Sachverstand. Heute dominieren in der Praxis drei Bewertungsmethoden, deren Ursprünge ins Mittelalter reichen.

Die Fenstersteuer wurde anno 1696 in England eingeführt und erlaubte eine rudimentäre Schätzung des Immobilienwerts zu Steuerzwecken: Je mehr Fenster eine Immobilie besass, desto höhere Steuern musste der Eigentümer entrichten. Die Anzahl der Fenster liess sich im Gegensatz zu der vorher verwendeten Herdsteuer ohne Betreten des Hauses erheben.

Ursprung heutiger Bewertungsmethodik

Ein Vorläufer der modernen Bewertungsmethodik wurde bereits 1662 vom Ökonomen Sir William Petty beschrieben. Petty schlug vor, den Wert einer Liegenschaft auf Basis der Mietrespektive Landeinnahmen festzulegen und diesen mit 21 zu multiplizieren. Dies entsprach gemäss seinen Schätzungen der durchschnittlichen Anzahl Jahre, die sich ein Gutsbesitzer um seine Nachkommen (Kinder und Enkelkinder) kümmerte und daher auf Landeinnahmen angewiesen war. Das Konzept der Kapitalisierung war somit geboren. Darunter versteht man die

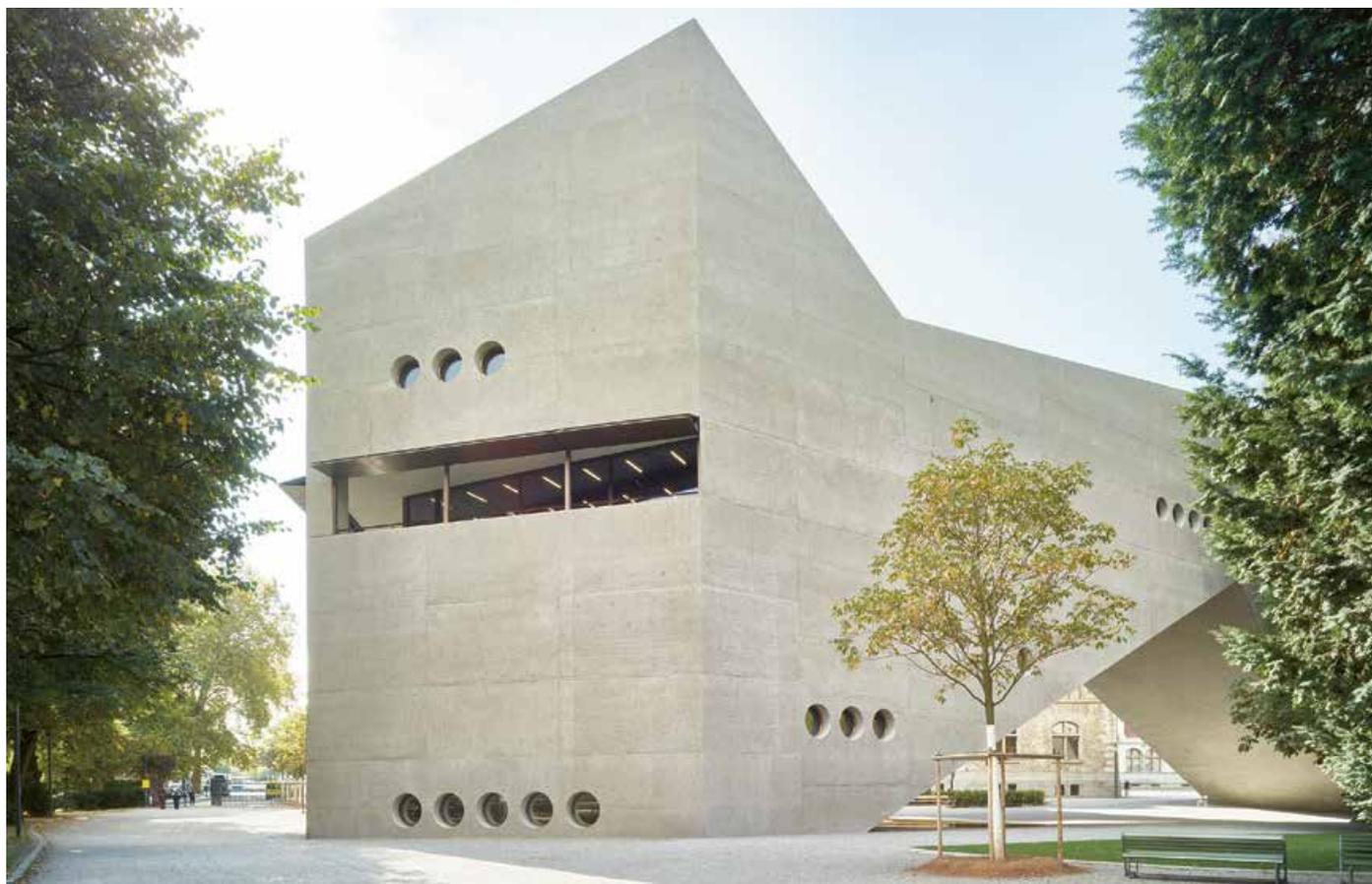
Berechnung des Gegenwartswerts eines gleichbleibenden Zahlungsstroms (zum Beispiel Rente, Miete). Pettys Ansatz entsprach einem Kapitalisierungssatz von 4,75 Prozent – eine heute noch gebräuchliche Grössenordnung.

Die Fenstersteuer wurde jedoch aufgrund ihrer einfachen Anwendbarkeit zunächst bevorzugt. Und sie hielt sich zäh: Bei vermieteten Liegenschaften in Frankreich hatte sie bis 1926 Bestand. Portugal griff sogar im Jahr 2016 auf das Konzept der Fenstersteuer zurück, indem es beispielsweise Gebäude mit Aussicht und an sonniger Lage höher besteuert als solche in der Nähe eines Friedhofs. Die Immobilienbesteuerung und das Aufkommen von Pfandbriefen (Hypothekarwesen) erforderten aber weit exaktere und steuerlich gerechtere Bewertungen, sodass sich die Ertragswertmethode (die Kapitalisierung von Einkommensströmen) spätestens im 19. Jahrhundert immer mehr durchsetzte.

Kosten, Preis und Wert

Beim Kauf eines Produkts kommen folgende Fragen auf: Wie viel kostet es? Was ist sein Preis? Welchen Wert hat es? Diese drei Fragen ähneln sich sehr. In Wörterbüchern werden die Begriffe Preis, Kosten und Wert oft synonym beschrieben oder haben Definitionen, die zumindest teilweise austauschbar sind. Doch in der (Immobilien-)Ökonomie haben die drei Begriffe unterschiedliche Bedeutungen. Kosten bezeichnen den in Geldeinheiten ausgedrückten Verzehr von Gütern und Dienstleistungen zur Erzeugung eines Produkts. Die Produktionskosten sowie eine allfällige Gewinnspanne ergeben zusammen den Preis. Dieser bezeichnet den in

Geldeinheiten ausgedrückten Tauschwert eines Gutes und entspricht dem Betrag, den der Käufer dem verkaufsbereiten Verkäufer beim Kauf des Gutes bezahlen muss. Beim Begriff Wert wird zwischen Marktwert (objektiver Wert) und Nutzwert (subjektiver Wert) unterschieden. Der Marktwert eines Gutes ist im Idealfall der erwartete oder geschätzte Verkaufspreis, zu dem es in einem funktionierenden Markt verkauft werden kann. Der Nutzwert hingegen entspricht der subjektiven Nützlichkeit dieses Gutes für eine Person im Hinblick auf ihre gesetzten Ziele. Dieser wird normalerweise nicht in Geldeinheiten ausgedrückt und ist je nach Person verschieden.



Schweizerisches Landesmuseum, Zürich | Keystone/Christian Beutler

«Der Marktpreis wird oft aus einer Kombination von Lage, Aussicht, Erreichbarkeit, Architektur und Alter der Immobilie ermittelt.»

Moderne Immobilienbewertung

Das Ziel der modernen Immobilienbewertung ist die Schätzung des Marktwerts. Dieser orientiert sich am aktuellen Marktpreis unter Wettbewerbsbedingungen (Vielzahl von Anbietern und Nachfragern) mit informierten Marktteilnehmern. Der Marktpreis entspricht je nach Definition dem höchsten oder innert nützlicher Frist am wahrscheinlichsten erzielbaren Preis. So einfach dies klingen mag, lautet die Frage dennoch: Wie ermittelt man den Marktpreis? Schliesslich sind keine zwei Liegenschaften gleich und es existiert keine zentrale Börse, an welcher Liegenschaften gehandelt werden, um daraus Informationen über aktuelle Transaktionspreise zu erfahren. Deshalb ist es oft unabhängig, den Marktpreis beispielsweise aus der Kombination von Lage, Aussicht, Erreichbarkeit, Architektur und Alter der Immobilie zu ermitteln. Je nach Nutzungsart der Immobilie wurden in der Praxis verschiedene Bewertungsansätze entwickelt, um den Marktpreis zu bestimmen.

Es gibt grundsätzlich *drei Methoden*, um Immobilien zu bewerten: die *Vergleichswertmethode*, die davon ausgeht, dass sich die Zahlungsbereitschaft an tatsächlich realisierten Kaufpreisen von vergleichbaren Objekten anlehnt; die *Ertragswertmethode*, die den Nutzungswert der Immobilie für den Käufer ins Zentrum stellt; und die *Sachwertmethode*, die annimmt, dass der Preis den Gebäude- und Bodenwert beziehungsweise die Kosten bei einem Neubau (Ersatz) eines Objekts nicht übersteigen kann. Renditeliegenschaften werden in der Regel mit der Ertragswertmethode geschätzt, während bei Eigenheimen üblicherweise die Vergleichs- oder die Sachwertmethode zum Zuge kommt.

Was wird am Markt bezahlt?

Matthias Holzhey und Claudio Saputelli

Für so manchen ist Immobilienbewertung ein Buch mit sieben Siegeln. Die Vielzahl an Methoden macht die Sache nicht zugänglicher. Doch letztlich beruhen alle Bewertungsmethoden auf demselben Ansatz.

Immobilien werden aus verschiedenen Gründen bewertet. Das wohl meistverbreitete Motiv ist der Verkauf. Aber auch in anderen Fällen ist eine Wertermittlung des Objekts vonnöten. Beispiele dafür sind Scheidungsverfahren, Erbstreitigkeit, Zwangsversteigerung, Festsetzung des Versicherungswerts, Bilanzierung sowie Besteuerung. Für die Bewertung von Immobilien gibt es drei Standardmethoden.

Vergleichswertmethode

Bei der Vergleichswertmethode wird der Wert einer Immobilie aufgrund des Vergleichs mit zeitnahen Transaktionen ähnlicher Objekte geschätzt. Eine grosse Zahl an Beobachtungen ist dafür unerlässlich. Gibt es regional ausreichend Transaktionen vergleichbarer Objekte, so lässt sich der erwartete Transaktionspreis daraus direkt ableiten. Ist die Vergleichsmenge hingegen zu klein, müssen die Preise für einzelne Eigenschaften der gehandelten Objekte mit statistischen Methoden ermittelt werden, was als hedonischer Ansatz bekannt ist. Hat man erst die implizite Zahlungsbereitschaft für Lage, Aussicht und Ausbaustandard errechnet, kann der erwartete Marktpreis für jedes beliebige Objekt relativ zuverlässig ermittelt werden.

Sachwertmethode

Alternativ lässt sich der Sachwert eines Objekts, die Summe aus Land- und Bausubstanzwert, abschätzen. Die Erstellungskosten kann man hinreichend zuverlässig ermitteln, wenn auch im Einzelfall die Höhe der Altersentwertung einen gewissen Spielraum zulässt. Die Krux ist hingegen der Landpreis. Im Idealfall gibt es Bodenverkäufe vergleichbarer Grundstücke, aus denen direkt auf den Landpreis geschlossen werden kann. Da in den meisten Regionen jedoch zu wenige Baulandtransaktionen stattfinden, muss

der Landpreis aus Transaktionen bereits bebauter Grundstücke abgeleitet werden, wodurch die Sachwertmethode zu einer ungenaueren Form der Vergleichswertmethode mutiert. Die Sachwertmethode wird daher vor allem angewendet, wenn nur wenige Marktinformationen zur Verfügung stehen oder bei Gebäuden ohne Marktpreis wie Schulen oder Spitälern.

Ertragswertmethode

Die Ertragswertmethode errechnet den Immobilienwert mittels der erzielbaren Mieteinnahmen eines Objekts. Der Wert aller zukünftigen erwarteten Einnahmen muss dabei auf den Berechnungszeitpunkt diskontiert werden. Die Höhe des Diskontierungssatzes bestimmt also massgeblich den Wert der Liegenschaft. Dafür orientiert man sich an den Marktzinsen von Anleihen. Der Unsicherheit über die Entwicklung der Mieteinnahmen und immobilienpezifischen Risiken wird mittels Risikoaufschlägen Rechnung getragen. Will man sich nicht auf Daumenregeln verlassen, muss die Höhe dieser Aufschläge aber – ähnlich wie bei der Vergleichs- und der Sachwertmethode – über den Vergleich mit ähnlichen Transaktionen erhoben werden.

Kaum Stolpersteine im Standardsegment

Die Immobilienbewertung ist in den letzten Jahren einfacher geworden, da dank der Digitalisierung die Informationsmenge und dadurch die Transparenz auf dem Immobilienmarkt stark zugenommen haben. Automatisierte Vergleichsmodelle erzielen im Eigenheimmarkt in mehr als der Hälfte aller Fälle einen Schätzfehler von weniger als 10 Prozent. Gerade im Standardsegment lassen sich Immobilienpreise im Normalfall relativ genau abbilden. Stehen aber je nach Region und Immobiliensegment nur wenige Marktbeobachtungen zur Verfügung oder können lage- und

gebäudespezifische Eigenschaften nicht richtig erfasst werden, sinkt die Schätzgenauigkeit rapide. So übersteigt der Schätzfehler automatisierter Modelle in rund 20 Prozent der Fälle sogar die 20-Prozentmarke.

Psychologie und Zufall regieren

In illiquiden Märkten wird der Transaktionspreis durch subjektive Faktoren beeinflusst und enthält eine gewisse Zufallskomponente. Gibt es beispielsweise für ein Luxusobjekt nur sehr wenige potenzielle Käufer, so sind Verkaufsumstände wie die Dringlichkeit, die (nicht repräsentative) Zahlungsbereitschaft der Interessenten und der konkrete Verlauf der Preisverhandlungen für den erzielten Verkaufspreis entscheidend. Damit ist auch die Bandbreite möglicher Bewertungen für ein und dasselbe Objekt gross.

Bewertungen tendieren in illiquiden Märkten dazu, sich zu stark an der ersten verfügbaren Preisinformation zu orientieren. Dabei kann es sich um die Preisschätzung des Eigentümers, eines einzelnen Bewerter oder um einen Angebotspreis handeln. Dies verankert eine Preisvorstellung, die unbewusst als Richtgrösse für die finale Bewertung verwendet wird.

Problematischer ist aber, dass der vorhandene Bewertungsspielraum möglichen Gefälligkeitsbewertungen Tür und Tor öffnet. Bei jeder Preisschätzung besteht für Auftraggeber ein Anreiz, Einfluss auf die Bewertung zu nehmen. Portfoliomanager haben ein Interesse an hohen respektive steigenden Immobilienwerten. Gleiches gilt für Immobilienverkäufer, da eine hohe Bewertung als Anker in Preisverhandlungen dient und somit indirekt den Verkaufspreis beeinflussen kann. Für Steuerzwecke bevorzugen Eigentümer hingegen tiefe Bewertungen.

Vergleichsgedanke ist zentral

Da bei einigen Methoden die objektspezifischen Eigenschaften sehr detailliert erfasst werden, können die Berechnungen komplex sein. Dies ist angesichts des hohen Investitionsvolumens nachvollziehbar, soll aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass bei jeder Bewertung der Vergleichsgedanke im Mittelpunkt steht. Die Immobilienbewertung bleibt damit – unabhängig von Methode und Marktsegment – verankert in der Frage: «Was bezahlen die anderen?»

Bewertungsmethoden



Quelle: UBS

Bewertungen reflektieren die Vergangenheit

Matthias Holzhey und Claudio Saputelli

Immobilienbewertungen sind in einem stabilen Markt zentral für eine effiziente Preisbildung. Koppeln sich jedoch die Immobilienpreise von den Fundamentalwerten ab, so verkommt jede Bewertung zur Makulatur. Bewertungen müssen auch dann infrage gestellt werden, wenn die Geldpolitik die Preissignale verzerrt.

Die Kapitalwerte von US-Wohn- und Bürorenditeliegenschaften brachen zwischen 2008 und 2010 um 30 bis 40 Prozent ein. Im gleichen Zeitraum kollabierten auch in Irland die Immobilienwerte; der Rückgang betrug über 60 Prozent. Offensichtlich waren die zugrunde liegenden Bewertungen vor der Finanzkrise viel zu optimistisch.

Voraussetzung für effiziente Preisbildung

Auf stabilen Immobilienmärkten vereinfachen Bewertungen das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage und tragen zu einer effizienten Preisbildung bei. Der Immobilienmarkt ist dann im Gleichgewicht, wenn die Preise durch eine Kombination verschiedener fundamentaler Einflussgrößen zustande kommen. Zu den wichtigsten gehören die Haushaltseinkommen, die Kreditkonditionen für Hypotheken, die Anleihezinsen und die Erstellungskosten des Objekts.

Geraten Immobilienmärkte hingegen aus dem Gleichgewicht, so verlieren die Bewertungen ihre Wegweisungsfunktion. Die tatsächlich bezahlten Preise unterscheiden sich dann von den ermittelten Marktwerten. In Extremfällen wenden sich die Marktakteure sogar vollständig von den Bewertungen ab. Solche Markturbulenzen treten auf den Immobilienmärkten immer wieder auf.

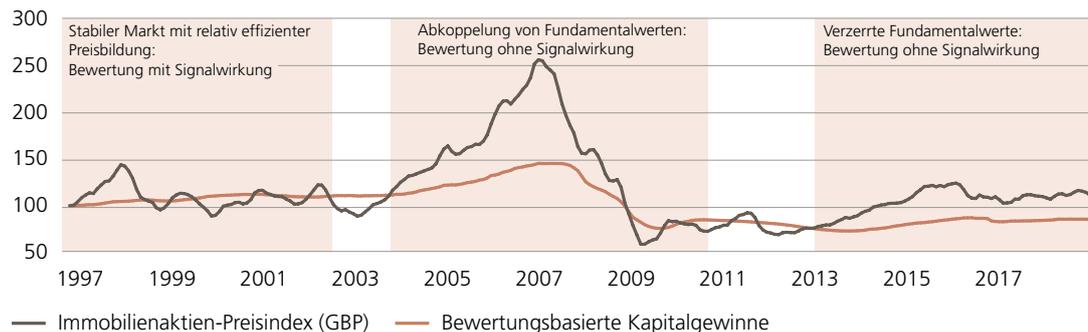
Wenn Bewertungen versagen

Wirtschaftliche Schocks

In Boom- wie auch in Krisenperioden können Einkommen und Zinsen abrupt steigen oder fallen. Die Immobilienpreise passen sich jeweils schnell den neuen Gegebenheiten an, aber die Bewertungen hinken in dieser Situation der Realität hinterher. Zudem bieten ökonomische Verwerfungen einen idealen Nährboden für Übertreibungen, wenn wirtschaftliche Trends

Bewertungen ohne Signalwirkung

Preisindizes für Immobilienaktien und Direktanlagen (bewertungsbasiert) für Grossbritannien, teuerungsbereinigt, Index 1997 = 100



Quellen: Bloomberg, MSCI, UBS

unkritisch in die ferne Zukunft fortgeschrieben werden. Denn der Preis langfristiger Investitionen wie Immobilien ist in hohem Masse an Erwartungen geknüpft. Auch plötzliche Veränderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen oder der Kreditrestriktionen können Marktverwerfungen erzeugen. Ändern sich dadurch die Spielregeln, so werden die bisherigen Bewertungen auf einen Schlag obsolet.

Irrationaler Überschwang

Die Wohnungspreise in Hongkong stiegen im Jahr 2017 um fast 20 Prozent, ohne dass sich fundamental viel geändert hätte. Wichtigster Markttreiber war der Eifer, mögliche Kapitalgewinne nicht zu verpassen. Die euphorische Erwartung steigender Hauspreise macht Informationen zu vergleichbaren Objekten als Referenzgrösse zu einer Randnotiz. Umgekehrt kann in einer Krise Panik ausbrechen, sodass die Zukunft übertrieben pessimistisch wahrgenommen wird und die Preise – mehr als fundamental gerechtfertigt wäre – einbrechen. So stiegen die Kapitalwerte von US-Wohnrenditeliegenschaften nach der fast 40-prozentigen Korrektur während der Finanzkrise in den beiden Folgejahren um 25 Prozent an.

Die Bewertungen folgen dabei den Emotionen. Immobilienbewerter neigen in der Euphoriephase einer Immobilienblase zu optimistischen Bewertungen, wollen sie nicht Aufträge verlieren. Auf diese Weise tragen Bewertungen zur ungewollten Verschärfung von Immobilienblasen bei. Beispielsweise wurden noch kurz vor dem Crash im Jahr 2007 die Kapitalwerte von Büroliegenschaften in den USA in portfoliobasierten Bewertungen um 13 Prozent angehoben, obwohl der Immobilienmarkt bereits gedreht hatte.

Versiegen der Marktliquidität

Ohne Transaktionen lassen sich keine Marktpreise ermitteln. Ende 2007 brach die Zahl der Transaktionen von Geschäftsliegenschaften in den USA komplett ein. Vor ähnlichen Schwierigkeiten standen Bewerter im Eigenheimmarkt, wo die Verkaufsumstände – Zwangsverkäufe waren in der Krise an der Tagesordnung – die beobachteten Preise stark beeinflussten. Die (wenigen) beobachtbaren Transaktionspreise waren kein brauchbarer Indikator für einen

fairen Marktpreis und somit wertlos für Bewertungszwecke.

Verzerre Fundamentalwerte

Irrationaler Überschwang oder grössere wirtschaftliche Verwerfungen spielen im Schweizer Immobilienmarkt derzeit höchstens eine Nebenrolle. Eine grosse Herausforderung aus Bewertungsoptik stellen hingegen verzerre Fundamentalwerte dar: Weltweit haben alle grossen Zentralbanken ihre Bilanzen seit 2008 massiv aufgebläht; sie halten mittlerweile rund 20 Prozent der Staatsschulden. Dies hat die Preise für sichere Anlagen erhöht und gleichzeitig die Marktzinsen auf historische Tiefstände fallen lassen.

Auch die Schweizer Zinsen haben sich dieser Entwicklung nicht entzogen. Zudem ging das Angebot an Bundesobligationen in den letzten zehn Jahren deutlich zurück, was die Situation verschärfte. So sind die Zinsen für langfristige Bundesobligationen aktuell viel zu tief im Vergleich zur wirtschaftlichen Stärke des Landes.

Dies hebt das Konzept derjenigen Bewertungsmethoden aus, bei denen sich der Wert der Mieteinnahmen an den langfristigen Anleihen zinsen orientiert. Denn für die Beurteilung des Marktpreises von Renditeliegenschaften wird hauptsächlich die Differenz zwischen langfristigen Anleihen zinsen und den Immobilienrenditen – die Risikoprämie – herangezogen. Die im historischen Vergleich derzeit erhöhte Zinsdifferenz impliziert, dass Immobilienanfangsrenditen gegenüber Renditen von Staatsanleihen attraktiv sind. Doch das Konzept der Risikoprämie und die zugrunde liegenden Erfahrungswerte der Bewerter werden haltlos, wenn der Referenzwert (in diesem Fall die Renditen von Zehn-Jahres-Bundesobligationen) massiv verzerrt ist.

Derzeitige Bewertungen bieten somit auch in der Schweiz keine Sicherheit. Erst wenn die Preise sicherer Anlagen wieder im Lot sind, wird der Wertgehalt der aktuellen Bewertungen zutage treten.

Risiken verschieben sich

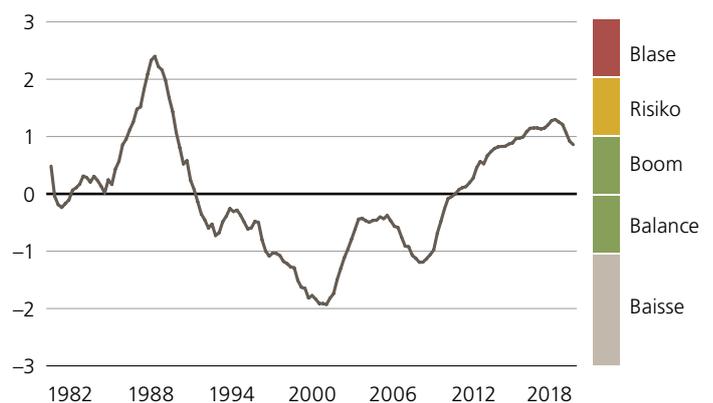
Matthias Holzhey und Maciej Skoczek

Die Eigenheimpreise stagnieren und das Hypothekenvolumen wächst nur moderat. Angesichts der guten Konjunktur ist das Immobilienblasenrisiko letztes Jahr deutlich gefallen. Gleichwohl zeichnen sich im Tiefpreissegment als Folge der bindenden Kreditvergabekriterien neue Übertreibungen ab.

Die Lage am Eigenheimmarkt hat sich etwas entspannt. Dies lässt sich hauptsächlich auf zwei Gründe zurückführen: Erstens stiegen die Eigenheimpreise in der Schweiz seit 2015 nur noch leicht, während sich das Wirtschaftswachstum sukzessive beschleunigte und im vergangenen Jahr deutlich über 2 Prozent betrug. Entsprechend sank das Preis-Einkommens-Verhältnis in den letzten sechs Quartalen spürbar. Zweitens legte das Volumen der ausstehenden Haushaltshypotheken so schwach zu wie seit 1998 nicht mehr. Wachsen die Einkommen schneller als die Hypothekarschulden, ist dies ein klares Anzeichen gesunkener Marktrisiken. Generell sind leicht verfügbare Kredite Brennstoff für jede Immobilienblase. Beide Entwicklungen verantworteten denn auch den Rückgang des *UBS Swiss Real Estate Bubble Index*,

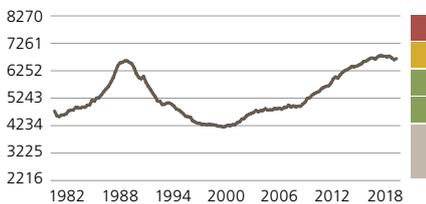
Verlangsamung am Hypothekarmarkt dämpft den Index

UBS Swiss Real Estate Bubble Index

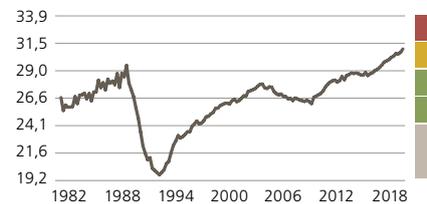


Unterindikatoren

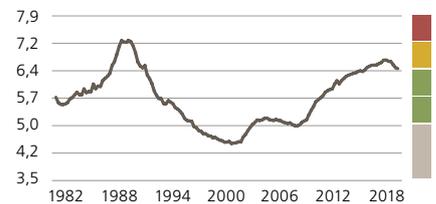
Eigenheimpreise zu Konsumentenpreisen (CHF/m²)



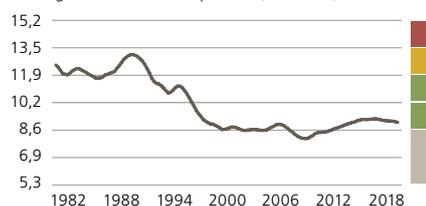
Eigenheimpreise zu Jahresmieten



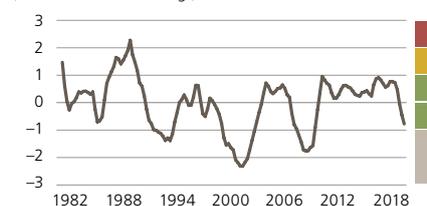
Eigenheimpreise zu Haushaltseinkommen



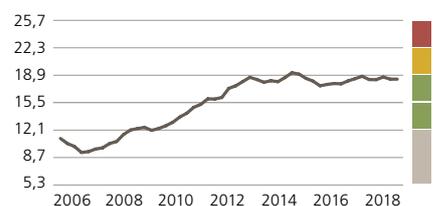
Bautätigkeit zu Bruttoinlandsprodukt (in Prozent)



Hypothekenvolumen zu Einkommen (Wachstum trendbereinigt)



Kreditanträge für Liegenschaften zur Vermietung (in Prozent am Total)



Quellen: BFS, SECO, SNB, UBS



Wohnsiedlung Freilager, Zürich | Keystone/Gaetan Bally

«Eigentumswohnungen werden weiterhin im grossen Stil zu Investitionszwecken erworben.»

der Ende des vergangenen Jahres zum fünften Mal in Folge sank und damit zum ersten Mal seit Mitte 2012 die Risikozone verliess.

Niedrigzinsen halten Ungleichgewichte hoch

Das Niveau der preisgetriebenen Unterindikatoren des Blasenindex weist aber immer noch auf Ungleichgewichte und Tragbarkeitsrisiken hin: Das reale Preisniveau von Eigenheimen, das Kauf-Mietpreis-Verhältnis wie auch das Preis-Einkommens-Verhältnis liegen nahe oder sogar über den Werten der letzten Immobilienblase Ende der 1980er-Jahre. Die markanten Anstiege dieser Unterindikatoren seit 2008 wurden durch stark sinkende Zinsen begünstigt. Nur in einem Niedrigzinsumfeld können absolut hohe Eigenheimpreise sowie eine Kluft zwischen Kaufpreisen und Mieten Bestand haben. Entsprechend bleibt das Zinsänderungsrisiko unverändert hoch.

Zudem werden Eigentumswohnungen weiterhin im grossen Stil zu Investitionszwecken erworben (Buy-to-let). Der Anteil der Kreditanträge für zur

Vermietung vorgesehene Wohnungen bewegt sich nunmehr seit Ende 2012 zwischen 18 und 20 Prozent. Eine Wirtschaftskrise oder stark steigende Zinsen dürften dieses Segment überdurchschnittlich treffen, da die tiefen Nettoerrenditen von 2 bis 3 Prozent kaum einen Sicherheitspuffer gegen Zinsanstiege, Leerstände oder rückläufige Mieten bieten. Investoren mit geringer Diversifikation werden in einer Krise mit hoher Wahrscheinlichkeit substantielle Vermögenseinbussen erleiden. Anleger in finanzieller Schieflage werden ein Buy-to-let-Objekt schneller verkaufen als ein Eigenheim. In der Summe kann dies in einer Korrekturphase das Angebot auf dem Markt erhöhen und damit den Preisdruck verstärken.

Unterschätzt der Blasenindex die Risiken?

Datenspezifische Unsicherheiten

Das Volumen der ausstehenden Hypotheken dürfte in den letzten Jahren etwas stärker gewachsen sein, als von den Daten suggeriert. Denn die Hypothekarvergabe durch Versicherer und Pensionskassen wird nicht oder nur mit Verzögerung in der Statistik erfasst. Zwar haben

diese nur einen Marktanteil von etwa 5 Prozent, aber die Hypothekarpositionen der Versicherer wuchsen in den letzten drei Jahren doppelt so schnell wie diejenigen der Banken. Auch die Hypothekarvolumen der Pensionskassen legten ab 2016 nach mehreren Jahren rückläufiger Entwicklung wieder deutlich zu. Doch selbst unter Berücksichtigung der Hypothekarvergabe durch Versicherer und Pensionskassen hätte sich aufgrund der geringen Grössenordnung nichts an der Tatsache eines Indexrückgangs geändert.

Der Immobilienblasenindex wird anhand von Angebotspreisindizes berechnet, die die veränderten Preiserwartungen der Verkäufer reflektieren. Erwartungen sind typischerweise träge und passen sich nur verzögert an veränderte Marktpreise an. In der Euphoriephase einer Immobilienblase überschreiten die Erwartungen häufig die effektive Preisentwicklung. So stiegen die Angebotspreise von 1985 bis 1990 um rund 15 Prozentpunkte mehr als die Transaktionspreise. Aktuell nehmen hingegen die Transaktionspreise etwas stärker zu, was gegen spekulative Übertreibungen spricht. Der Immobilienblasenindex basiert zwar momentan auf einer zu schwachen Preisentwicklung, unterschätzt aber nicht das Risiko einer Immobilienblase.

Konsequenzen der Methode

Zur Berechnung eines Gesamtindex müssen die Unterindikatoren vergleichbar gemacht werden. Hierfür wird jeder Unterindikator mit seinem langjährigen Mittel standardisiert. Sowohl das langjährige Mittel als auch die Standardabweichung jedes Unterindikators ändern sich über die Zeit. Beschleunigen sich beispielsweise die Preisanstiege in einer Boomphase, so vergrössert sich die Differenz zum langjährigen Mittel, wodurch der Immobilienblasenindex steigt. Verharren die Preise anschliessend über längere Zeit auf diesem Niveau, so wird dies zum neuen Normalzustand und der Immobilienblasenindex sinkt. Das heutige Kauf-Mietpreis-Verhältnis und/oder Preis-Einkommens-Verhältnis wären im Jahr 2011 ein Signal für eine akute Immobilienblase gewesen. Generell gilt: Je langsamer sich Ungleichgewichte aufbauen, desto schwächer ist das Warnsignal. Rein methodisch dürften die bestehenden Ungleichgewichte auf dem Schweizer Eigenheimmarkt somit unterschätzt werden.

Was der Blasenindex nicht erfassen kann

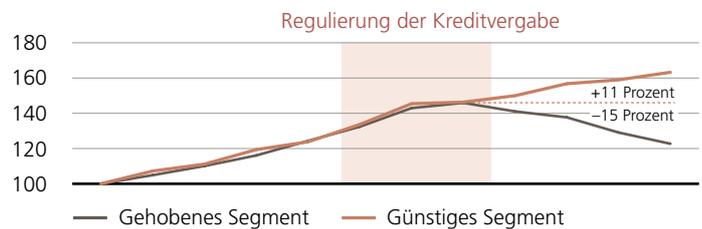
Regulatorisch bedingte Verzerrungen

Gemäss aktuellen Kreditvergabestandards müssen Eigenheimkäufer mindestens 10 Prozent des Kaufpreises mit «harten» Eigenmitteln bezahlen. Zudem müssen die Käufer die Hypothek auch bei deutlich höherer Zinsbelastung tragen können. Haushalte, die ein Eigenheim in urbanen Zentren suchen, scheitern häufig an mindestens einem dieser Standards. Damit der Traum vom Eigenheim nicht platzt, werden Abstriche bei der Standortwahl und Wohnungsgrösse gemacht, was ab 2015 einen Nachfrageboom und damit einen starken Preisanstieg im Tiefpreissegment auslöste.

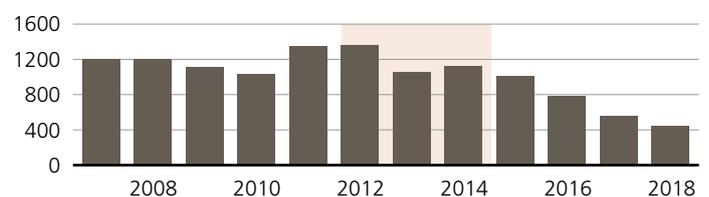
In den Grossstädten stiegen die durchschnittlich bezahlten Quadratmeterpreise für Eigentumswohnungen gemäss der Transaktionsdatenbank SRED seit 2012 um 10 Prozent. In Agglomerationsregionen mit mehr als 30 Minuten Fahrzeit zum Zentrum war die Preisänderungsrate dreimal höher. Die Prämie für zentrale Lagen sank damit klar. Waren die Quadratmeterpreise in den Zentren im Jahr 2012 noch rund doppelt so hoch wie in der Peripherie, so schrumpfte diese

Stärkere Preisanstiege in günstigen Segmenten und an schlechteren Lagen

Geglättete Entwicklung der Transaktionspreise für Eigentumswohnungen im günstigen und gehobenen Segment, Index 2007 = 100



Unterschied zwischen den Preisen für gute und sehr gute sowie schlechte und durchschnittliche Lagen, in CHF/m², 2018 = Schätzung UBS



Quellen: FPRE, SRED, UBS

Differenz mittlerweile um rund ein Drittel. Doch auch die Prämie für gute Mikrolagen sank in den letzten Jahren stetig. Waren die Quadratmeterpreise an guten und sehr guten Mikrolagen im Jahr 2012 noch rund 20 Prozent höher als an schlechten und durchschnittlichen Lagen, ging die Differenz seither um mehr als die Hälfte zurück. Auch stieg die Zahlungsbereitschaft für kleinere Wohneinheiten: Der durchschnittliche Quadratmeterpreis für Eigentumswohnungen bis 90 Quadratmetern legte seit 2012 um knapp 18 Prozent zu, während die Quadratmeterpreise grosser Wohnungen mit mehr als 130 Quadratmetern nur rund 12 Prozent anstiegen.

Die Verlagerung der Nachfrage hin zu günstigeren Objekten verzerrte die relativen Preise auf dem Eigenheimmarkt. Gemäss Fahrländer Partner (FPRE) sanken die Transaktionspreise für Eigentumswohnungen im gehobenen Segment um knapp 15 Prozent seit 2015, die Preise im einfachen Segment stiegen allerdings um rund 11 Prozent an. Lockert sich das regulatorische Korsett oder sinkt die Nachfrage nach Eigenheimen, so sind im Tiefpreissegment überproportional hohe Werteinbussen wahrscheinlich.

Verzerrte Fundamentalwerte

Die beispiellosen quantitativen Lockerungsprogramme der Zentralbanken drückten die Marktzinsen nach unten. Dies machte den Erwerb der eigenen vier Wände massiv attraktiver. Dank tiefer Zinsen liegen die Nutzungskosten eines Eigenheims in der Schweiz tiefer als die Miete einer vergleichbaren Wohnung. Entsprechend erweiterte sich der Kreis der Haushalte, die Wohneigentum erwerben wollen, in den letzten Jahren erheblich. In der Folge kletterte das Kauf-Mietpreis-Verhältnis auf ein Allzeithoch. Zudem fallen Hypothekarzinsen im Haushaltsbudget kaum mehr ins Gewicht, sogar wenn der Kaufpreis das Vielfache des Einkommens beträgt. Ein hohes Preis-Einkommens-Verhältnis stellt für die Haushalte damit kaum noch eine Hürde dar. Verzerrte Zinsen verfälschen diese Unterindikatoren des Immobilienblasenindex. Wenn einst die Zentralbanken wieder den Marktkräften das Feld überlassen, so besteht ein grosses Korrekturrisiko auf dem Eigenheimmarkt, das der aktuelle Immobilienblasenindex nicht abzubilden vermag.

Stabiler Ausblick

Das Risiko einer starken Preiskorrektur ist im aktuellen makroökonomischen Umfeld dennoch gering. Wahrscheinlicher ist entweder eine anhaltende schleichende Entwertung – kaum steigende Eigenheimpreise bei gleichzeitigem Wirtschaftswachstum und Inflation – oder ein Wiederaufflammen der Preisanstiege. Gegen Letzteres spricht das hohe absolute Preisniveau. Seit 2008 vervierfachte sich in der Schweiz das Angebot an Wohnungen mit Quadratmeterpreisen von über 10 000 Franken und macht mittlerweile knapp 20 Prozent aller ausgeschriebenen Wohnungen aus. Nur gerade ein Zehntel aller Schweizer Haushalte kann sich gemäss den Tragbarkeitsrichtlinien eine Wohnung von 120 Quadratmetern in diesem Preissegment leisten. Damit wirkt die Kreditvergabe weiterhin als Bremsklotz. Auch die Regulatoren dürften wenig Toleranz für eine neuerliche Markterhitzung zeigen. Mittelfristig kann zudem das Überangebot auf dem Mietwohnungsmarkt auf das Eigenheimsegment überschwappen und die Preise drücken. Aber aktuell gibt es hierfür noch kaum Anzeichen. Regionen mit hohem Mietwohnungslerstand wiesen bisher keine signifikant schwächere Preisentwicklung bei Eigenheimen auf als die übrigen Regionen.

Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem leichten Anstieg der Eigenheimpreise. Während sich die Einfamilienhäuser um 1 Prozent verteuern dürften, erwarten wir leicht sinkende Preise auf dem Markt für Eigentumswohnungen. Da die Inflationsrate sowie das Wirtschaftswachstum trotz Verlangsamung positiv bleiben sollten, dürfte 2019 der hiesige Eigenheimmarkt einen weiteren kleinen Schritt in Richtung schleichende Entwertung machen.

Werteinbussen drohen

Matthias Holzhey und Maciej Skoczek

Der Leerstand wird im Laufe des Jahres nochmals zulegen. Die Mieten moderner Wohnungen stehen stärker unter Druck als die von Altbauwohnungen. An den teuren Zentrumsanlagen und in der Peripherie sind Wertkorrekturen wahrscheinlich, wenn gleich aus unterschiedlichen Gründen.

Die Kaufpreise von Mehrfamilienhäusern sind seit 2005 um etwa 80 Prozent gestiegen, stagnieren aber seit nunmehr drei Jahren. Denn das Schreckgespenst zeitgleich steigender Zinsen und Leerstände bei Mehrfamilienhäusern macht die Runde. Entsprechend besorgte äusserte sich im vergangenen Sommer die Schweizerische Nationalbank über die Höhe der zu erwartenden Wertanpassungen und mögliche Konsequenzen für den Bankensektor.

Der Wert von Mehrfamilienhäusern wird durch die erwarteten Mieteinnahmen und den an die Marktzinsen eng gekoppelten Diskontierungsfaktor bestimmt. Zwecks korrekter Markteinschätzung muss die Entwicklung beider Wertkomponenten für die nächsten Jahre geschätzt werden. In Sachen Zinsentwicklung lässt sich nur ein grober Trend zeichnen. Die langfristigen Zinsen zeigten bis Mitte 2018 zwar Aufwärtstendenzen, doch Unsicherheit über die Entwicklung der Weltwirtschaft und Börsenturbulenzen liessen die Anstiege jeweils wieder verpuffen. Mittelfristig sind dennoch höhere Zinsen wahrscheinlich. Die Mietentwicklung und der Leerstand hingegen lassen sich besser prognostizieren – auch auf regionaler Ebene.

Höhepunkt des Leerstands in Sicht

Zum Jahreswechsel standen in der Schweiz geschätzte 75 000 Wohneinheiten oder rund 1,7 Prozent des Wohnungsbestands leer. Die Leerstandsquote bei Mietwohnungen liegt mit 2,7 Prozent deutlich höher. Im letzten Jahr blieb die Bautätigkeit dynamisch; es wurden schätzungsweise rund 50 000 Wohneinheiten gebaut. Der Wanderungssaldo hat wieder angezogen und betrug im gleichen Zeitraum rund 55 000 Perso-

nen. Dadurch stiegen die Leerstände etwas langsamer als zuvor. Für das laufende Jahr rechnen wir angesichts der hohen Zahl bestehender Baubewilligungen nochmals mit einem signifikanten Angebotsüberschuss.

Die Trendwende zeichnet sich trotzdem ab, da die Zahl der Baugesuche jüngst deutlich gesunken ist. Mit 54 000 Gesuchen wurden im letzten Jahr etwa 10 Prozent weniger eingereicht als im Durchschnitt der vorangegangenen fünf Jahre. Damit dürfte der Verdrängungskampf auf dem Mietwohnungsmarkt Ende dieses Jahres mit schätzungsweise 80 000 leerstehenden Wohneinheiten seinen Höhepunkt erreichen.

Wohnbau weiterhin am falschen Ort

Aus regionaler Perspektive lassen sich drei Beobachtungen festhalten:

Erstens stieg die Zahl der leerstehenden Wohnungen in den letzten drei Jahren zwar in fast allen Regionen der Schweiz. Aber die Leerstandsquote verharrt in den Grosszentren und engen Agglomerationsräumen, wo fast die Hälfte aller Mietwohnungen steht, deutlich unter 1 Prozent.

Zweitens stiegen die Leerstandsquoten mit zunehmender Entfernung zu den Grosszentren stärker an. Sind in Zentrumsnähe seit 2015 pro tausend Wohnungen rund drei zusätzliche leere Wohnungen hinzugekommen, war der Anstieg in der Peripherie mehr als doppelt so hoch.

Drittens liess man bei der Projektierung von Bauvorhaben trotz leerer Wohnungen keine Vorsicht walten. Bestehender Leerstand war ein guter Indikator für zusätzlichen Leerstand. An der Tat-

sache, dass am «falschen» Ort gebaut wird, ändert sich vorerst wenig. Denn die Zahl der Baugesuche sank anteilmässig am stärksten in den Zentren und Agglomerationen. Leerstand und das damit verbundene Risiko von Werteinbussen bleiben auch in den nächsten Jahren in erster Linie eine Herausforderung für die Peripherie.

Angebotsmieten fallen weiter

Der verschärfte Wettbewerb drückt auf die Mieten. Die Angebotsmieten (Mieten bei Neu-, Erst-, Wiedervermietung) sanken im letzten Jahr um rund 2 Prozent und liegen mittlerweile rund 5 Prozent unter dem Höchststand von 2015. Die Neubaumieten korrigierten in derselben Periode sogar um 11 Prozent. Auch die Angebotsmieten von Altbauten mussten im vergangenen Jahr erstmals verstärkt Federn lassen.

Moderne Wohnungen stärker unter Druck als Altbestand

Neubauten erzielen mittlerweile kaum mehr höhere Mieterträge als moderne, aber nicht brandneue Wohnungen. Moderne Wohnungen sind dem Wettbewerb entsprechend am stärksten ausgesetzt, denn die Wohnungen beider Bauperioden sprechen ähnliche Nachfragegruppen an. Der Verdrängungswettbewerb zwingt die Eigentümer moderner Wohnungen zu Mietpreissenkungen, da sich Sanierungen aufgrund des üblicherweise noch guten Zustands der Wohnungen kaum lohnen. Besonders stark dürfte diesbezüglich der Druck in Teilen des Tessins, in den Kantonen Schwyz, Aargau und Solothurn sowie im Gebiet von Murten bis La Chaux-de-Fonds sein. Dort kommt auf jede Wohnung aus den 1990er-Jahren mittlerweile eine Neubauwohnung (gebaut in den letzten fünf Jahren). Das Tiefpreissegment in heruntergewirtschafteten Wohnblöcken der 1960er- und 1970er-Jahre wird hingegen kaum von der Konkurrenz durch Neubauten tangiert, da es andere Einkommenschichten anspricht.

Mieten in Zentren bleiben stabil

Im laufenden Jahr erwarten wir einen Rückgang der Angebotsmieten um weitere 2,5 Prozent im Landesdurchschnitt. Regionen in der Ostschweiz, in Teilen des Mittellands sowie in den Kantonen Waadt, Freiburg, Wallis und Tessin, also dort, wo der Leerstand überdurchschnittlich hoch und jüngst stark angestiegen ist, dürften von

Mietzinssenkungen am stärksten betroffen sein. Bisher haben die Vermieter versucht, mit verschiedenen Anreizen wie mietfreien Perioden, Einkaufsgutscheinen oder Gratisumzügen Mietzinssenkungen zu verhindern. Da jedoch der Leerstand in der Peripherie weiter zunimmt, erwarten wir in diesen Regionen im laufenden Jahr Mietpreiskorrekturen von bis zu 5 Prozent. In den Zentren und ihren engen Agglomerationen wird der bestehende Nachfrageüberschuss Mietzinssenkungen auf breiter Front verhindern.

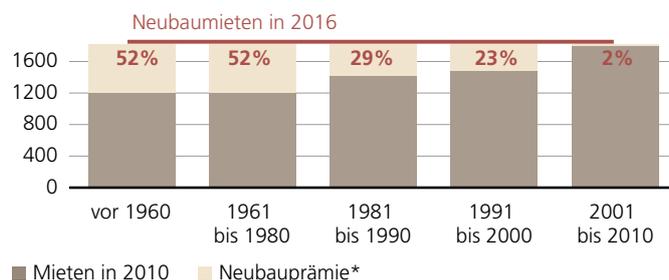
Im Durchschnitt sinkende Gesamterträge

Schweizweit betrug die durchschnittliche jährliche Gesamterträge (Einkommens- plus Wertänderungsrendite) eines Mehrfamilienhauses in den letzten 15 Jahren rund 6 Prozent, also gut 30 Prozent in fünf Jahren. Erträge in dieser Grössenordnung sind in den kommenden fünf Jahren höchst unwahrscheinlich. Gemäss unseren Modellschätzungen liegt die erwartete Fünf-Jahres-Gesamterträge im Median nur bei 5 Prozent.

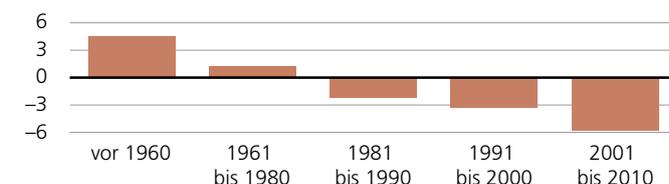
Es besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit von Wertkorrekturen. Wertverluste von mehr als

Neubauten setzen Mieten moderner Wohnungen unter Druck

Durchschnittliche Mieten für 3- bis 4-Zimmer-Wohnungen in CHF pro Monat und Neubauprämie* in Prozent, nach Bauperiode



Entwicklung der Bestandesmieten zwischen 2011 und 2016 nach Bauperiode, in Prozent



*Differenz zwischen Neubaumieten (Baujahre 2011 bis 2016) und Mieten früherer Bauperioden im Jahr 2010, in Prozent

Quellen: BFS, UBS

20 Prozent treten aber nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 10 Prozent auf, was das Risiko für Immobilienentwickler und Kreditgeber überschaubar macht. In diesem Extremfall reichen die kumulierten Einnahmen knapp nicht aus, um die Wertverluste zu kompensieren. Die Mehrfamilienhausinvestitionen werden dann zu einem Verlustgeschäft.

Zentren und Peripherie: Werteinbussen wahrscheinlich

Teure Zentrumsanlagen (siehe Karte)

In den urbanen Zentren liegt der Median des Gesamtertrags nahe bei null. In diesen Regionen, wo die Nettoanfangsrenditen teilweise gerade einmal bei 2,5 Prozent liegen, ist die Zinsabhängigkeit der Immobilienwerte besonders hoch. Denn die Zahlungsbereitschaft der Investoren für sichere Mieteinnahmen ist dort eng der Zinsentwicklung gefolgt. Bei steigenden Zinsen drohen daher hohe Wertanpassungen, bei sinkenden Zinsen winken allfällige Wertgewinne. Die Bandbreite der prognostizierten Wertänderungsrenditen in den Zentren ist deshalb gross. Wertkorrekturen von 20 Prozent sind doppelt so wahrscheinlich wie im Schweizer Mittel.

Verdrängungsmärkte (siehe Karte)

In der Peripherie¹ ist das Zinsrisiko geringer, aber der gestiegene Leerstand dürfte die Mieten verstärkt unter Druck setzen. Der Median des Gesamtertrags liegt nur unwesentlich höher als in den Zentrumsanlagen. Generell sind die Wertänderungsrenditen in den Verdrängungsmärkten mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit negativ und Korrekturen von bis zu 20 Prozent im Rahmen des Möglichen. Die sinkenden Mieten machen Wertanpassungen selbst bei tief bleibenden Zinsen unumgänglich.

Die goldene Mitte

Regional ist also Vorsicht geboten. Sowohl Investitionen in teure Zentrumsanlagen als auch in Verdrängungsmärkte sind aus einer Chancen-Risiko-Perspektive unattraktiv. In der Peripherie reichen die Lage-Risikoprämien oftmals nicht mehr aus, um für die steigenden Leerstandsrisiken zu entschädigen. Investitionen in Zentrumsanlagen lohnen sich nur, wenn die Zinsen nicht ansteigen. In den Potenzialmärkten (siehe Karte) ist die Kombination

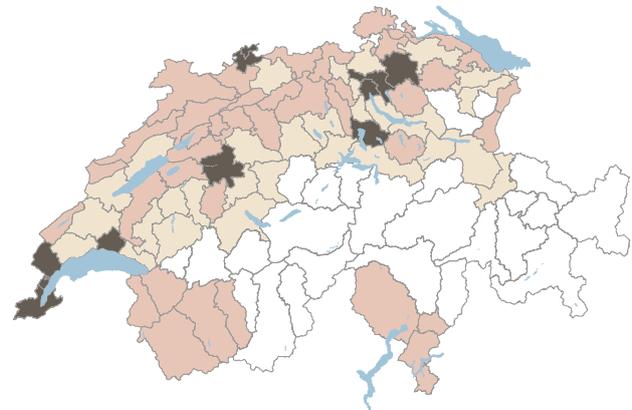
aus etwas höheren Einkommensrenditen und einem dennoch überschaubaren Mietzinsausfallrisiko aktuell am attraktivsten. Dort liegt die Median-Gesamtertragsrendite fast bei 10 Prozent. Zudem reicht die Einkommensrendite selbst bei relativ stark steigenden Zinsen und sinkenden Mieten aus, um einen positiven Gesamtertrag zu erzielen.

Moderates Risiko aus Portfoliosicht

Obige Analyse zeigt die Anfangsrenditen eines Mehrfamilienhauses; die Ergebnisse lassen sich daher nicht direkt auf die Wertentwicklung von bestehenden Immobilienportfolios übertragen. Steigen die Zinsen, so dürfte aber auch der Wert von Immobilienportfolios graduell sinken. Die Bandbreite der Wertentwicklungen ist jedoch deutlich kleiner. Denn erstens sind Bewerter bemüht, Marktfluktuationen über mehrere Jahre hinweg zu glätten. Zweitens sind die laufenden Mieteinnahmen in diversifizierten Portfolios relativ stabil, sodass sinkende Marktmieten nur langsam in die Erfolgsrechnung einfließen. Drittens können bei Mieterwechseln die Mieterträge häufig noch gesteigert werden, da die Angebotsmieten im Schweizer Mittel weiterhin 10 bis 15 Prozent höher liegen als die Bestandesmieten.

Knapp ein Drittel aller Mietwohnungen in den Verdrängungsmärkten

Aufteilung der Wirtschaftsregionen nach der Mietwohnungs-Leerstandsquote, ohne touristisch geprägte Regionen



Aufteilung der Märkte

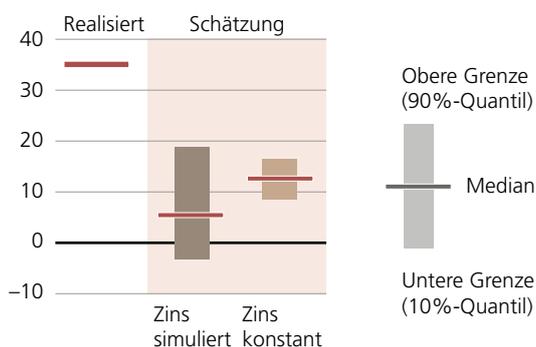
- Teure Zentrumsanlagen (Leerstandsquote < 1,5 Prozent)
- Verdrängungsmärkte (Leerstandsquote > 4 Prozent und Leerstandsquote > 3 Prozent mit überdurchschnittlicher Leerstandsdynamik)
- Potenzialmärkte (übrige Märkte)

Quelle: UBS

¹ ohne Berggebiete

Hohe Renditen gehören der Vergangenheit an

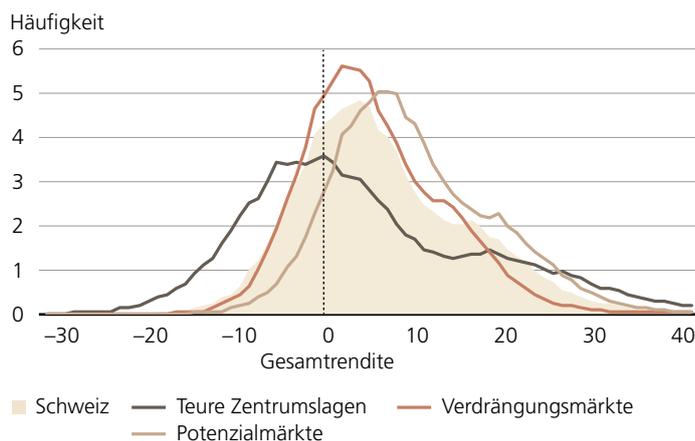
Gesamtrendite einer Mehrfamilienhausinvestition zwischen 2013 und 2018 sowie Bandbreite der geschätzten Gesamtrenditen, mit simulierter Zinsentwicklung und bei unverändertem Zinsumfeld zwischen 2018 und 2023, in Prozent



Quellen: MSCI, UBS

Beste Perspektiven in den Potenzialmärkten

Häufigkeit der geschätzten Gesamtrenditen einer Mehrfamilienhausinvestition* nach Region, in Prozent



*Kauf Ende 2018, Verkauf Ende 2023, objektspezifische Risiken ausgeblendet
Quelle: UBS

Modellierung der Wertentwicklung

Um die Wertentwicklung von Mehrfamilienhäusern abzuschätzen, muss die Zins- und Mietzinsentwicklung prognostiziert werden. Je länger der Prognosehorizont, desto grösser die Schätzbandbreite, die aus historischen Daten simuliert wird. Der zu erwartende Gesamtertrag sowie die Wertentwicklung können dementsprechend nur in Wahrscheinlichkeiten ausgedrückt werden.

Unsere Analyse bezieht sich auf den Erwerb eines zu marktmieten vermieteten Mehrfamilienhauses Ende 2018. Gesamtertrag und Wertberichtigung werden nach fünf Jahren berechnet. Objektspezifische Risiken, Transaktionskosten sowie Steuern werden dabei ausgeblendet.

Fünf-Jahres-Prognose Marktmieten: Nimmt der Immobilienzyklus seinen Lauf, wird die Bautätigkeit ab 2020 abnehmen. Wir nehmen an,

dass sich die Leerstände ab dann langsam reduzieren werden. Die Marktmieten dürften sich in fünf Jahren daher wieder knapp auf dem heutigen Niveau bewegen. Die Bandbreite der Mietpreisentwicklung liegt, in Abhängigkeit von Bevölkerungswachstum und Leerstand, zwischen minus 8 und plus 12 Prozent (Grundlage: verschiedene Bevölkerungsszenarien des Bundesamts für Statistik).

Fünf-Jahres-Prognose Zinsniveau: Die Rendite von Zehn-Jahres-Bundesobligationen wird gemäss UBS-Prognosen in fünf Jahren knapp 0,9 Prozent erreichen. Allerdings dürfte das effektive Zinsniveau unter Berücksichtigung der historischen Volatilität mit 80 Prozent Wahrscheinlichkeit zwischen minus 0,5 und 2,5 Prozent zu liegen kommen.

Talsole vorerst durchschritten

Katharina Hofer

Nach einer deutlichen Korrektur erholt sich der Markt für Luxusimmobilien am Genfersee, am Zürichsee und in den Bergregionen langsam wieder. Da das High-End-Segment stark von der ausländischen Nachfrage abhängt, spielen Regulierung und Wirtschaftslage im Ausland eine wichtige Rolle.

Die Luxusstandorte¹ der Schweiz, die primär als Erstwohnsitz dienen, umfassen gehobene Stadtquartiere in Genf und Zürich, Ortschaften um die Rhone- und Limmatstadt sowie Teile der Zentralschweiz. Diese zeichnen sich sowohl durch ihre Nähe zu den beiden grössten Schweizer Städten als auch durch bevorzugte Seelagen aus. Einfamilienhäuser machen über 80 Prozent der angebotenen Luxusimmobilien in den kleineren Gemeinden aus. In den städtischen Gemeinden Genf, Zürich und Zug hingegen dominiert das Stockwerkeigentum.

Mit mehr als 12 000 Wohneinheiten ist der High-End-Markt am Zürichsee rund doppelt so gross wie derjenige am Genfersee. Bei den Preisen liegt jedoch die Genferseeregion an der Spitze. Dort erreichen die Luxusobjekte nicht nur sehr hohe Quadratmeterpreise (im Median 22 000 bis 30 000 Franken), sie sind dem durchschnittlichen Angebotspreis nach sogar die teuersten der Schweiz (9 bis 19 Millionen Franken). Hingegen ist das Luxussegment in der Zentralschweiz und am Zürichsee im Vergleich günstiger (Medianpreise 18 000 bis 23 000 Franken pro Quadratmeter; Angebotspreise 4 bis 7,5 Millionen Franken).

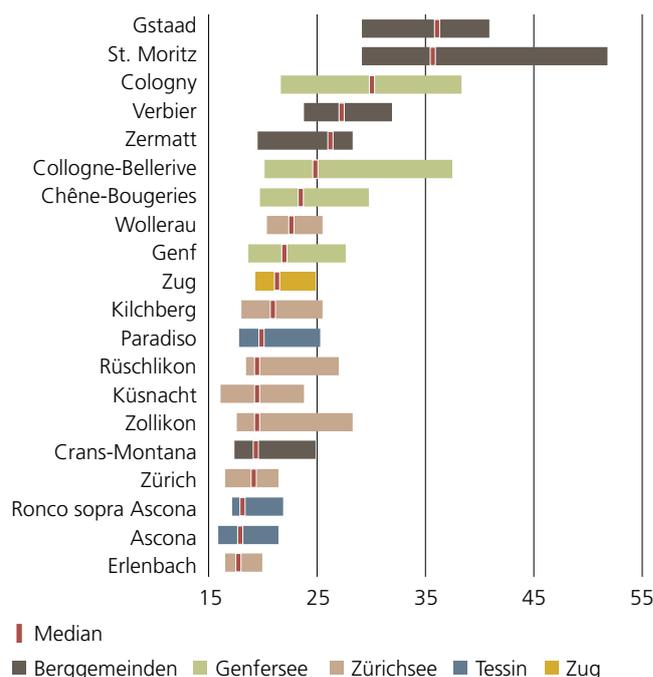
Zweitwohnungsmarkt am teuersten

Die absolut höchsten Immobilienpreise finden sich aber auf dem Zweitwohnungsmarkt in den Bergregionen der Kantone Bern, Graubünden und Wallis. So sind die Luxusimmobilien in Gstaad und St. Moritz die teuersten der Schweiz

(rund 35 000 Franken pro Quadratmeter). Auch Verbier und Zermatt zählen zu den Top Fünf der teuersten Luxusstandorte. Diese Top-Märkte blicken auf eine lange touristische Tradition zurück. Crans-Montana zählt trotz eines deutlich tieferen Preisniveaus ebenso zu dieser Gruppe.

Luxusimmobilien teurer in den Berggemeinden

Median der Angebotspreise von Luxusimmobilien in ausgewählten Gemeinden* sowie Bandbreite (Quantil 25 bis 75 Prozent), in Tausend CHF/m²



¹ Wir konzentrieren uns auf 20 Gemeinden im Schweizer Luxusimmobilienmarkt und beleuchten dort jeweils die 5 Prozent der teuersten Objekte.

* Für 5 Prozent der teuersten inserierten Immobilien der letzten fünf Jahre
Quellen: FPRE, UBS

Während sich ein Grossteil des Schweizer High-End-Markts auf diese wenigen Regionen konzentriert, sind auch in anderen Gemeinden selektiv Luxusimmobilien anzutreffen. Ein einzelnes Stadtquartier kann besonders luxuriös sein, ohne dass dieses Prädikat für die gesamte Stadt gilt. Objekte mit einem Wert von mehr als 5 Millionen Franken finden sich beispielsweise gehäuft in Binningen und Riehen bei Basel oder Lugano und Collina d'Oro im Tessin.

Was die Preise von Luxusimmobilien treibt – und was nicht

Die Haupttreiber von Immobilienpreisen sind die Boden- und Nettowohnfläche. Mit durchschnittlich rund 440 beziehungsweise 250 Quadratmetern sind Luxushäuser und -wohnungen fast dreimal grösser als die Schweizer Medianobjekte. Die Grundstücke von Luxushäusern in den analysierten Gemeinden sind mit durchschnittlich rund 2100 Quadratmetern mehr als dreimal so gross wie die eines durchschnittlichen Einfamilienhauses. Ausserdem stehen Luxusobjekte mit 43 Prozent mehr als doppelt so häufig an einer Top-Mikrolage wie durchschnittliche Eigenheime. Doch der Anteil der gehandelten Luxusobjekte mit eigenem Seeanstoss liegt nur im tiefen einstelligen Prozentbereich, was deren Preis um gut ein Viertel nach oben treibt.

Markant ist der Unterschied auch bezüglich des Ausbaustandards. Im Luxussegment gibt es so gut wie kein Objekt, das nicht mindestens über einen guten Standard verfügt; 80 Prozent sind sogar sehr gut ausgebaut, was 2,5 mal mehr ist als im Durchschnitt. Das Vorhandensein eines Aussenpools erhöht den Preis eines Luxusobjekts aber nicht; die künftigen Betriebs- und Instandhaltungskosten sind bereits eingepreist. Zudem sind historische Gebäude aus dem 19. Jahrhundert oder älter im Luxussegment 2,5 mal häufiger anzutreffen als im Durchschnitt. Und sie haben ihren Preis: Bei historischen Gebäuden ist im Vergleich zu Immobilien aus dem 20. Jahrhundert mit einem Preisaufschlag von rund 9 Prozent zu rechnen.

Die Gemeinden Wollerau und Zug weisen die schweizweit niedrigsten Gemeinde- und Kantonssteuern für natürliche Personen mit einem sehr hohen Einkommen auf (rund 10 Prozent Steuerbelastung des Bruttojahreseinkommens). Sie wirken als Magnet für Personen mit Top-Einkommen und haben die Nachfrage nach Luxusimmobilien überhaupt erst angekurbelt. Am unteren Zürichsee ist die Einkommenssteuerlast mit rund 20 Prozent doppelt so hoch und tendiert rund um Genf sogar gegen 25 Prozent. Doch die absolute Höhe der Steuer-

In einer anderen Liga

Merkmale von Luxusobjekten im Vergleich zu durchschnittlichen Immobilien

Luxusobjekt



350 m²

CHF 6 Mio.

80%

43%

Durchschnittliches Eigenheim



120 m²

CHF 1 Mio.

31%

18%

Wohnfläche fast dreimal so gross

Sechsmal teurer

Grossteil mit sehr gutem Ausbaustandard

Mehr als doppelt so häufig an Top-Mikrolagen

Die Auswertung basiert auf den Transaktionen von Luxusimmobilien in den 20 ausgewählten Gemeinden für die Jahre 2007 bis 2018; ohne Anspruch auf Vollständigkeit.

Quellen: SRED, Wüest Partner, UBS

belastung ist oft nicht entscheidend für die Wahl des Wohnsitzes. Wichtiger ist die relative Steuerbelastung im Vergleich zu anderen Gemeinden desselben Kantons. Sie ist in den Gemeinden mit vielen Luxusobjekten rund 10 Prozent tiefer als im Mittel der jeweiligen Kantone. Ausnahmen sind die Städte Zürich und Genf, wo alteingesessene Luxusquartiere den Markt prägen.

Deutliche Preiskorrektur: Ursachen im Inland ...

Transaktionspreise von Luxusimmobilien erreichten bis zum Jahr 2011 schwindelerregende Höhen. Im Anschluss folgte bis zum Jahr 2015 eine deutliche Preiskorrektur um durchschnittlich ein Viertel. Als Folge der Preiskorrektur wurden Verkäufe hinausgeschoben und die Anzahl an Transaktionen nahm zwischen 2013 und 2015 um geschätzt ein Drittel ab.

Dieser Preiseinbruch im Luxussegment war die Folge einer zu starken Fokussierung der Immobilienentwickler auf den Neubau von luxuriösen Eigentumswohnungen, was zu einem Überangebot führte, sowie wirtschaftlicher und politischer Entwicklungen im In- und Ausland. Die restriktiveren Eigenmittelvorschriften bei der Hypothekarvergabe seit 2012 haben die Anzahl an potenziellen Käufern reduziert. Hiervon besonders betroffen ist das «niedrigere» Preissegment, da die maximale Belehnung in diesem Segment eher ausgereizt wird. Dagegen dürften Käufer von Immobilien am obersten Ende der Preisskala weniger von den Regulierungen betroffen sein, da sie meist über ausreichend Eigenmittel verfügen.

... und im Ausland

Ein signifikanter Anteil der Käufer von Schweizer Luxusimmobilien sind ausländische Staatsbürger, weshalb die Konjunktur und Geschehnisse im Ausland die Entwicklung des hiesigen High-End-Markts beeinflussen. Einerseits dient der Schweizer Franken in Krisenzeiten als Zufluchtswährung, sodass Schweizer Immobilieninvestitionen attraktiver werden. Andererseits hat die Frankenstärke nach Aufgabe des Euro-Franken-Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank seit 2015 den Kaufpreis von Immobilien für Käufer mit ausländischer

Heimwährung deutlich erhöht. Zudem drückt beispielsweise bei Käufern aus Grossbritannien die dortige Einführung einer Stempelabgabe auf Zweitwohnungen die Nachfrage nach Schweizer Immobilien. Mit einem überdurchschnittlich hohen Anteil ausländischer Immobilieneigentümer sind die Luxusimmobilienmärkte im Raum Genf und in den Berggemeinden Ereignissen im Ausland stärker ausgesetzt als die Erstwohnungsgemeinden im Raum Zürich. Sie trugen massgeblich zum beobachteten Preiseinbruch im Schweizer Luxusmarkt bei.

Langsame Erholung mit einigen Fragezeichen

Im Jahr 2015 war der Tiefpunkt erreicht und bis 2018 erholten sich die Zahl der Transaktionen und die Medianpreise. Insbesondere die Preise der teuersten Immobilien zogen schneller an als die der Luxusimmobilien am unteren Rand des Preisspektrums. Doch die Preiserwartungen sind vielerorts noch übertrieben hoch. So mussten Verkäufer ihre Erwartung an den zu erzielenden Preis weiter nach unten anpassen. Im Raum Genf etwa lagen laut Luxury Places die Preise verkaufter Immobilien in den letzten zwei Jahren rund 30 Prozent unter den ausgeschriebenen.

Für das laufende Jahr erwarten wir eine Fortsetzung der Erholung im Schweizer Luxusimmobilienmarkt, wenn auch in verhaltenem Tempo. Die höchsten Schweizer Einkommen sind seit 2012 stärker gestiegen als das Medianeinkommen. Zudem haben die Zahl der Vermögensmillionäre sowie ihre Vermögen seit der Finanzkrise zugenommen und mit ihnen die Nachfrage nach exklusivem Wohnen. Diese Trends dürften sich angesichts des Wirtschaftswachstums fortsetzen und die Nachfrage nach Luxusimmobilien stützen. Unter Annahme einer leichten Abwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro innert Jahresfrist dürfte auch die ausländische Nachfrage auf dem Zweitwohnungsmarkt stabil bleiben.

Vermieter unter Zugzwang

Sandra Wiedmer und Maciej Skoczek

Leerstände prägen seit längerem den Verkaufsflächenmarkt. Flächeneigentümer sind gefordert, mit neuen Vermarktungsstrategien um Detaillisten zu werben. An prestigeträchtigen Shoppingmeilen bleibt die Flächennachfrage vergleichsweise hoch.

Fallende Renditen beschäftigen Verkaufsflächeninvestoren seit mehreren Jahren. Lag die Gesamtrendite im Jahr 2011 noch bei über 8 Prozent, war sie 2017 mit rund 4,5 Prozent die tiefste aller Nutzungsarten im Immobiliensektor. Die Einkommensrenditen schwächelten in den letzten Jahren aufgrund sinkender Mieteinnahmen; die Angebotsmieten von Verkaufsflächen sanken im Schweizer Durchschnitt um 8 Prozent seit 2012. In den Grosszentren waren die Korrekturen deutlicher, mit je 20 Prozent in Bern und Genf sowie 15 Prozent in Zürich. Auch im laufenden Jahr rechnen wir mit rückläufigen Angebotsmieten im Landesdurchschnitt. Aufgrund erhöhter Vermietungsrisiken sowie der leicht aufwärts tendierenden Zinsen sind weiter sinkende Diskontierungssätze und damit positive Kapitalgewinne unwahrscheinlich. Insgesamt erwarten wir 2019 stagnierende Gesamttrenditen von etwa 4,0 Prozent.

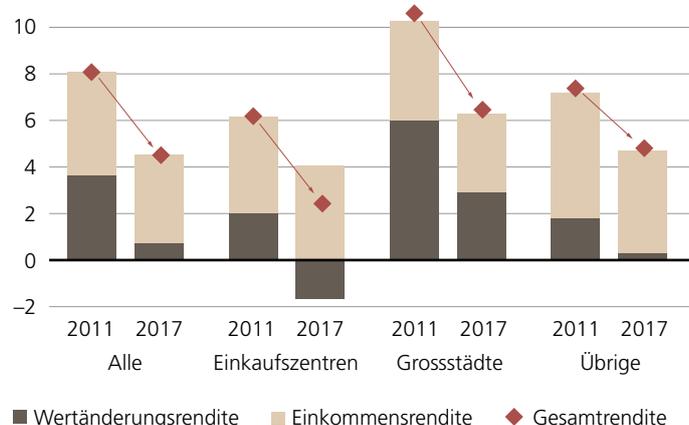
Flächenattraktivität mit neuen Konzepten steigern

Die gegenwärtig anspruchsvolle Situation auf dem Verkaufsflächenmarkt ist auf eine übermässige Flächenausweitung in der Vergangenheit und die zunehmende Verlagerung der Detailhandelsumsätze hin zum Onlinehandel zurückzuführen. Da Leerstände die Standortattraktivität sowohl in den Augen der aktuellen und potenziellen Mieter als auch deren Kundschaft senken, ist es zentral, sie anzugehen. Mit Mietzinssenkungen lassen sich Leerstände zwar vermeiden, doch sind sie aus Vermieterperspektive in zweierlei Hinsicht nachteilig: Parallel zu den Mieteinnahmen fällt auch der Wert der Immobilie. Daher sind andere Strategien gefragt.

Flexibilität bei Flächen- und Vertragsgestaltung
Um konkurrenzfähig zu bleiben, müssen Vermieter ihre Verkaufsflächen laufend modernisieren. Zudem sollten sie einen möglichst hohen Grad an Flexibilität bieten. Denn Mieter fragen vermehrt dynamisch gestaltbare und aufteilbare Flächen nach, die dem Geschäftsgang angepasst werden können. Eine flexible Ausgestaltung der Mietverträge, wie eine kürzere Vertragsdauer, eine mietfreie Periode oder ein mit der zunehmenden Etablierung des Mieters stufenweise steigender Mietzins, aber auch eine Ausbaukostenbeteiligung sind Massnahmen zur Erhöhung der Flächennachfrage. All diese Strategien sind jedoch mit Kosten für den Vermieter verbunden, was die Rentabilität zumindest kurzfristig senkt.

Fallende Renditen auf dem Verkaufsflächenmarkt

Nach Region und Typ, in Prozent



Quellen: MSCI, UBS

Showrooms als Ergänzung

Da der Onlinehandel stark zunimmt, kann auch die Vermietung von Verkaufsflächen als Showrooms eine erfolgreiche Strategie sein. Denn Showrooms lassen die On- und Offlinewelten verschmelzen. Bisher nur online agierende Shops können so ihre Produkte offline präsentieren und die physische Präsenz einer Marke in Innenstädten steigert ihre Bekanntheit. Im Vergleich zur Online-Welt wird in Showrooms eine persönliche Beratung mit der Möglichkeit von Heimlieferungen angeboten. Bisher hat dieses Konzept vor allem in der IT- und Wohnungseinrichtungsbranche Einzug gehalten. Doch auch die Luxusgüterbranche dürfte sich (zusätzlich zu vorhandenen Verkaufsflächen) zunehmend für Showrooms entscheiden. Dank der direkten Versandmöglichkeit ins Ausland werden vermehrt auch Touristen angesprochen.

Voraussicht bei Vermietung

Eigentümer von Verkaufsflächen sollten die Nachhaltigkeit der Geschäftsmodelle der Mieter im Auge behalten. Wird die Kundschaft durch Online-Kanäle gebunden und in den Laden gelockt? Wird der Kundschaft eine professionelle und persönliche Beratung angeboten, die online nicht repliziert werden kann? Es ist zu prüfen, ob sich der potenzielle Mieter den Herausforderungen im stationären Detailhandel erfolgreich stellen kann.

Attraktives Standortkonzept

Der wichtigste Pfeiler eines langfristigen Standortkonzepts ist die Entwicklung einer attraktiven Erlebniswelt. Ein Geschäftemix aus einem vielfältigen Angebot, ergänzt durch einzigartige Pop-up-Stores, Restaurants und Erholungsareale ist für den Konsumenten langfristig attraktiv. Dabei

Shoppingcenter

Sinkende Flächenproduktivität

In der Schweiz haben Einkaufszentren einen Anteil von knapp 20 Prozent am gesamten Detailhandelsumsatz. Obwohl die Umsatzentwicklung der Shoppingcenter im Jahr 2017 die beste seit der Aufhebung des Euro-Franken-Mindestkurses im Januar 2015 war, schlug ein Umsatzminus von 1,1 Prozent zu Buche. Auch die Flächenproduktivität (Umsatz pro Quadratmeter) nahm um weitere 0,8 Prozent ab und liegt damit bereits 2,2 Prozent unter dem Wert von 2015. Nur gerade ein Drittel der Shoppingcenter konnte eine stagnierende oder gar positive Flächenproduktivität verzeichnen. Die höchste Flächenproduktivität weisen die Einkaufszentren an den Bahnhöfen sowie am Flughafen Zürich auf. Sie profitieren von zentralen Lagen, hohen Passantenströmen und langen Öffnungszeiten.

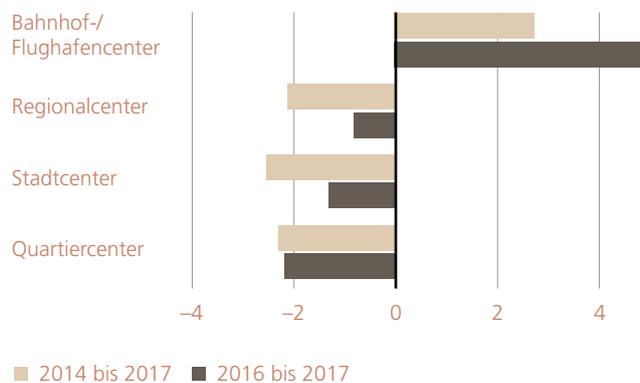
Tiefe Investitionstätigkeit

Seit 1970 öffneten hierzulande im Durchschnitt vier Shoppingcenter mit einer Fläche von mehr als 5000 Quadratmetern pro Jahr ihre Türen. Doch in den Jahren 2016 und 2018 kamen

keine neuen Einkaufszentren dazu. 2019 und 2020 stehen nur «The Circle» am Flughafen Zürich und der «Mattenhof» in Luzern an. Diese Neubau-Flaute dürfte dem Markt eine notwendige Atempause verschaffen.

Pendlerströme tragen zu höherer Flächenproduktivität bei

Veränderung der Umsätze in CHF/m², annualisiert in Prozent



Quellen: GfK, UBS



Einkaufszentrum Rosenberg, Winterthur | Keystone/Gaetan Bally

«Die Nachfrage nach prestigeträchtigen Adressen bleibt hoch, da diese ein beträchtliches Kundenpotenzial im stationären Handel aufweisen.»

ist eine gemeinsame Strategie der Mieter und Vermieter für die Belebung einer Einkaufsmeile vorteilhaft. In St. Gallen und Luzern sollen sogar externe City-Manager eine einheitliche Standortentwicklung koordinieren und Leerstände aktiv angehen, zum Beispiel mit gemeinsamen Anlässen, einheitlichen und längeren Öffnungszeiten oder Orten zum Verweilen.

Mieterwechsel an der Highstreet

Zwischen 2015 und 2017 gingen die Spitzenmieten in Zürich um rund 10 Prozent und in Genf um gut 15 Prozent zurück. Trotz dieser Mietzinsenkungen mussten viele langjährige Mieter aus wirtschaftlichen Gründen ihre Geschäfte räumen.

Die Nachfrage nach prestigeträchtigen Adressen bleibt jedoch hoch, da diese ein beträchtliches Kundenpotenzial im stationären Handel aufweisen. Gemäss PwC durchqueren mehr als 50 000 Passanten pro Tag die Einkaufsmeilen in jeder der Städte Zürich, Bern, Basel und Genf. Auch die steigenden Touristenzahlen dürften die Umsätze der Detailhändler und damit deren Zahlungsbereitschaft für Toplagen erhöhen. Dies widerspiegelt sich bereits in der jüngsten Mietpreisentwicklung. Die Angebotsmieten für Flächen an den Zürcher und Genfer Spitzenstandorten haben sich seit Mitte 2017 etwas erholt und verzeichneten ein Plus von rund 4 Prozent.

Bessere Aussichten

Matthias Holzhey

Die Flächennachfrage im Büromarkt dürfte dieses Jahr deutlich steigen. Damit wird das Überangebot sinken und die Marktmieten werden sich punktuell erholen. Die Belebung zeigt sich am deutlichsten in den Büromärkten der Grossstädte. Der Genfer Markt bleibt das Sorgenkind.

Die Kennzahlen der Liegenschaftsportfolios sprechen Klartext. Büroflächen rentierten im Durchschnitt der letzten fünf Jahre nur knapp 5 Prozent, da die Kapitalwertgewinne nur 0,8 Prozent pro Jahr betragen. Angesichts der seit 2013 nochmals deutlich gesunkenen Zinsen ist dies sehr wenig, verzeichneten doch Wohnimmobilien in derselben Periode Kapitalwertgewinne von 3,3 Prozent. Aber die Talsohle ist durchschritten. Nach dem Tiefpunkt im Jahr 2016 legten die Gesamtrenditen von Büroportfolios bereits wieder deutlich zu und der positive Trend dürfte auch im laufenden Jahr anhalten.

Die Zahl der Beschäftigten in den Bürobranchen stieg im Jahr 2018 um rund 2 Prozent und mit ihr die Nachfrage nach Büroflächen. Finanzwesen, Kommunikation und Informationstechnologie, Unternehmensdienstleistungen sowie Verwaltung schufen innert Jahresfrist insgesamt rund 26 000 Stellen. Dies ist 50 Prozent mehr als im Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Die Summe der am Markt angebotenen Büroflächen blieb 2018 im Vergleich zum Vorjahr allerdings stabil (Angebotsquote 6,8 Prozent). Jedoch sank in den Grosszentren die Zahl der ausgeschriebenen Flächen mehrheitlich. Steigende Angebotsquoten verzeichneten hingegen Mittelzentren wie Luzern, Winterthur oder Lugano.

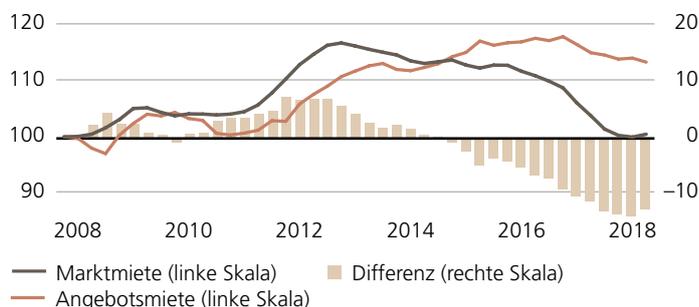
Bauboom verliert an Fahrt

Der Vergleich der Beschäftigungsentwicklung mit den jährlichen Baubewilligungen für Büroflächen erlaubt Schlussfolgerungen über das künftige Verhältnis von Angebot und Nachfrage. Sowohl die Zahl der Baugesuche als auch der

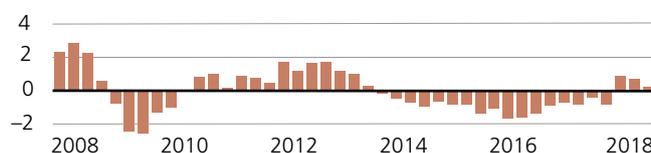
Baubewilligungen lag im Jahr 2018 unter dem Durchschnitt der vorangegangenen drei Jahre. Der Neubau von Büroflächen dürfte sich im laufenden Jahr auf rund 1 Prozent des Bestands abschwächen. Da noch in der Vergangenheit bewilligte Grossprojekte auf den Markt kommen, wird die effektive Angebotsausweitung etwas höher ausfallen. Die Zusatznachfrage nach Büroflächen dürfte das Neuangebot aber übersteigen. Wir erwarten deshalb dieses Jahr sinkende Leerstände.

Deutlicher Rückgang der Marktmieten

Angebotsmieten und Marktmieten, Index 2008 = 100; Differenz in Indexpunkten



Beschäftigungswachstum in Bürobranchen, Abweichung vom 10-Jahres-Durchschnitt (1,7 Prozent), in Prozentpunkten



Quellen: BFS, FPPE, Wüest Partner, UBS

Marktmieten drehen nach oben

Obwohl die Angebotsmieten für Büroflächen 2018 um 1 bis 2 Prozent sanken, liegen sie immer noch 10 Prozent höher als vor fünf Jahren. Sie hinken der Marktentwicklung jedoch hinterher, da deutliche Abschlüsse auf die inserierten Mieten – in Form von mietfreien Perioden oder einer Beteiligung an den Ausbaucosten – (noch) nicht abgebildet werden. Somit dürften die Angebotsmieten dieses Jahr weiter sinken.

Die Marktmieten für Neubauten koppelten sich seit 2015 von den Angebotsmieten ab und gaben bis Ende 2017 fast 15 Prozent nach. Im vergangenen Jahr verzeichneten diese aber eine leichte Erholung, die sich fortsetzen dürfte. Auch bei den Spitzenmieten für Büroflächen in Zürich und Genf war ein leichter Aufwärtstrend festzustellen. Doch die Erneuerung auslaufender Mietverträge bleibt teilweise mit Mieteinbussen verbunden.

Zweitklassige Lagen dürften profitieren

Der Ausblick für Büroflächeninvestitionen verbesserte sich im vergangenen Jahr zwar deutlich, aber das Potenzial für weiter sinkende Spitzenrenditen dürfte trotz selektiv anziehender Marktmieten ausgeschöpft sein. Diese liegen im Durchschnitt von Zürich und Genf bei 2,5 Prozent. Es besteht allerdings Spielraum für höhere Kaufpreise von Büroliegenschaften in den Agglomerationen. Nicht an Spitzenlagen gelegene Büroliegenschaften wurden angesichts der teils langwierigen Flächenvermarktung mit substantiellen Abschlüssen gehandelt. Deren Preise dürften bei nachhaltigem Beschäftigungsboom anziehen.

Aus Portfoliosicht dürften Büroflächen dieses Jahr den höchsten Gesamtertrag aller Immobiliensegmente aufweisen. Einerseits bergen die Bewertungen Aufholpotenzial aufgrund der steigenden Nachfrage nach Büroflächen und andererseits dürften sich die Wohn- und Verkaufsflächensegmente schwächer entwickeln als in den Vorjahren.

Regionale Analyse:

Markterholung in den Zentren

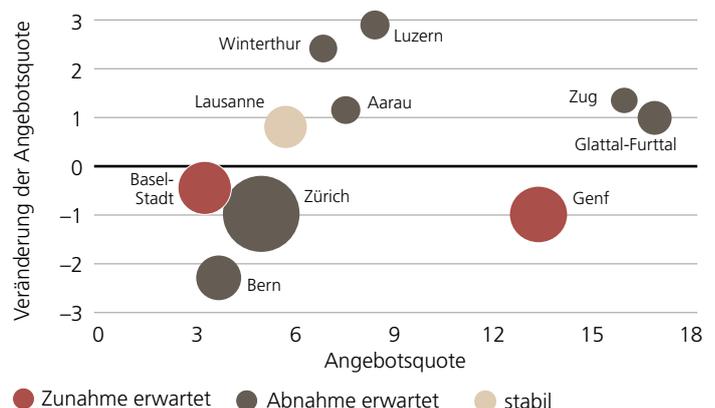
Die Beschäftigung in den Bürobranchen dürfte in den Kantonen der Zentralschweiz sowie Genf, Waadt und Basel seit 2016 zwischen 4 und 5 Prozent gestiegen sein. Das Beschäftigungswachstum im Kanton Zürich vermochte mit rund 3 Prozent nicht Schritt zu halten.

Nur in Genf übertraf die Büroflächenplanung seit 2015 die effektive Nachfrage. In den Kantonen Basel und Tessin hielten sich Angebot und Nachfrage die Waage, während in Lausanne, Zürich sowie der Zentralschweiz das Nachfragewachstum überwog. Der aufgestaute Angebotsüberhang der Vorjahre konnte damit teilweise reduziert werden. Hauptprofiteure dieser Entwicklung waren primär Zentrumsanlagen, während die Leerstände in den Agglomerationsräumen (noch) nicht substantiell sanken. Insbesondere in der Flughafenregion Zürich blieb der Angebotsüberhang hoch.

Einen robusten Büromarkt in den Zentren zeigen auch die offiziellen Leerflächenzählungen der städtischen Statistikämter. So sanken die Leerstandsquoten in Basel, Bern und Zürich im Vergleich zum Vorjahr leicht auf gut 2 Prozent. Die Leerflächen gingen in Zürich mittlerweile das vierte Mal in Folge zurück und erreichten wieder das historisch tiefe Niveau von 2012.

Zweigeteilter Markt

Angebotsquote (3. Quartal 2018), Veränderung zum Vorjahr in Prozent und erwartete Entwicklung (2019), nach Wirtschaftsregion; Kreisgrösse stellt Marktgrösse dar (Bruttogeschossfläche)



Quellen: Wüest Partner, UBS

Die grosse Ausnahme ist die Stadt Genf, wo die Leerflächen innert Jahresfrist um 40 Prozent oder knapp 70 000 Quadratmeter zunahm und die Leerstandsquote aktuell fast 5 Prozent beträgt. Das Flächenangebot in Genf wird durch den anhaltenden Bau von Grossprojekten

getrieben, sodass sich die Lage vorerst nicht entspannen wird. Allein mit den Projekten «Pont-Rouge» und «Quartier de l'Étang» werden bis 2023 etwa 250 000 Quadratmeter zusätzliche Geschäftsflächen geschaffen.

Flächeneffizienz als Mass der Dinge

Der Ursprungsort des «Büros» ist in den mittelalterlichen christlichen Klöstern zu finden, wo Schreibearbeit fester Bestandteil des klösterlichen Lebens war. Bücher wurden damals in Schreibstuben, sogenannten Skriptorien, geschrieben. Der Begriff leitet sich von der Burra ab, einem Stück Filzstoff, der als Schutzunterlage für wertvolle Bücher diente. Gerade im Winter dürfte die Arbeit im «Büro», dem oft einzigen beheizten Raum im Kloster, beliebt gewesen sein.

Lange Zeit waren Büros keine abgetrennten Räume, sondern als Schreibtische – «Bureaus» – Teil der Werkstatt. Erst während der Industrialisierung wurden die ersten Büroliegenschaften gebaut, da zunehmender Handel und komplexere Produktionsprozesse immer mehr Schreibarbeit erforderten. Seitdem wird der Begriff für den eigentlichen Arbeitsraum verwendet. Verbesserungen in der Bautechnik und das Aufkommen elektrischer Beleuchtung erlaubten gegen Ende des 19. Jahrhunderts eine individuelle Aufteilung der Bürogrundrisse und begünstigten die Entstehung von Grossraumbüros.

Einfache Arbeiten ähnelten zusehends der Fließbandarbeit in Fabriken und wurden unter strikter Überwachung getätigt. Die Büroarbeiter mussten mit einer Fläche von schätzungsweise 3 bis 4 Quadratmetern pro Kopf auskommen, während das Management Einzelbüros hatte. In den folgenden Jahrzehnten wurde die Arbeitsqualität in Grossraumbüros sukzessive verbessert. Ein Höhepunkt waren die «offenen Bürolandschaften» der Gebrüder Eberhard und Wolfgang Schnelle. Diese sollten Teamgeist sowie

Kommunikation zwischen den Mitarbeitenden fördern. In den USA setzte das «Action Office» von Robert Propst neue Impulse, wo höhenverstellbare Tische und mehr Privatsphäre dank Trennwänden die Denkarbeit unterstützen sollten. Das Konzept setzte sich jedoch erst in einer abgesehenen Version «Action Office 2» zu Beginn der 1980er-Jahre mit standardisierten Billigmöbeln und Trennwänden durch. Im Laufe der Zeit traten aber die Nachteile einer anhaltenden Fokussierung auf Kosten und Flächeneffizienz immer klarer zutage. Der hohe Geräuschpegel und fehlende Rückzugsmöglichkeiten senkten die Konzentration und Produktivität der Büroarbeiter. So mancher dürfte sich sogar zurück in das mittelalterliche Skriptorium gewünscht haben.

In den letzten zehn Jahren entwickelte sich ein Gegenteil. Dabei gewannen der Kampf um Fachleute, die Bindung von Talenten an das Unternehmen und ergonomische Aspekte an Bedeutung. Büroplaner empfehlen heute für eine gute Arbeitsumgebung natürliche Lichtquellen, eine tiefe Geräuschkulisse, genügend Rückzugsmöglichkeiten und ein ansprechendes Designkonzept. Die grossen Coworking-Firmen versuchen mit gutem Design zu punkten. Hinter den geschickt vermarkteten Konzepten steckt aber keine grundlegende Neuerung. Abgesehen von Sofalandschaften und Kaffeecornern gestehen diese den Beschäftigten nur 6 Quadratmeter Fläche pro Kopf zu, was deutlich unter den 10 bis 15 Quadratmetern pro Kopf im Durchschnitt der Büros liegt. Damit bleibt die Flächeneffizienz das Mass aller Dinge in der Büroflächengestaltung.

Attraktive Alternative

Katharina Hofer und Thomas Veraguth

Branchen, die Industrieflächen nachfragen, haben seit der Jahrtausendwende bei sinkender Beschäftigung einen Produktivitätsschub erlebt. Solide Wachstumsaussichten stützen derzeit die Nachfrage nach Industrieflächen. Das Wachstumspotenzial hängt aber vom regionalen Branchenmix ab.

Der Markt für Industrieflächen¹ ist vergleichsweise illiquid, sodass diese weniger als Anlageobjekte angesehen wurden als andere Immobiliensparten. Aufgrund der Illiquiditätsprämie lag die Einkommensrendite zwischen 2006 und 2017 mit annualisierten 5,5 Prozent über dem Durchschnitt aller Schweizer Immobiliensegmente von 4,2 Prozent. Diese Rendite wurde jedoch von negativen Wertveränderungen um 0,1 Prozent jährlich reduziert, während über alle Segmente eine positive Wertrendite von rund 2 Prozent jährlich realisiert wurde. Somit fiel die Gesamtrendite von Industrieflächen schwächer aus als in den übrigen Segmenten. Dies kann dem sektoralen Strukturwandel weg von der Produktions- hin zur Dienstleistungsgesellschaft zugeschrieben werden. Aktuell rücken jedoch rentable Industrieflächen im Zuge äusserst tiefer Kapitalisierungssätze von Wohn-, Verkaufs- und Büroflächen immer mehr ins Blickfeld der Investoren. Für das laufende Jahr erwarten wir eine relativ hohe Gesamtrendite von 5 bis 6 Prozent.

Verschiebung von Eigentum zu Miete

Der geschätzte aggregierte Wertbestand der Schweizer Industrieflächen beträgt rund 480 Milliarden Franken.² Davon wird nur ein kleiner Teil am Markt gehandelt, da sich Industrieareale traditionell im Eigentum der jeweiligen Produzenten befinden. Diese erbauen Fabriken massgeschneidert nach ihren Bedürfnissen, angepasst an den jeweiligen Produktionsprozess. Dabei gilt: Je grösser das Unternehmen, umso eher ist es Eigentümer. Damit unterscheidet sich dieser Markt deutlich von anderen Geschäftsflächenmärkten wie etwa

dem von Verkaufs- oder Büroflächen, wo weniger spezifische Flächenanforderungen vorherrschen. Noch ist der industrielle Selbstnutzer kein Auslaufmodell. Doch es zeichnet sich eine Tendenz zu einer Trennung von Nutzung und Eigentum einer Industrieimmobilie ab. Der Anteil zu vermietender Industrieflächen an neu erstellten Industrieflächen lag laut Wüest Partner im Jahr 2018 bei etwa 17 Prozent und nimmt stetig zu. Dabei werden immer häufiger Administration sowie Forschung und Entwicklung an die Produktionsstätte gekoppelt, sodass bei der Vermietung von Industrieflächen vermehrt eine Mischnutzung mit Büros nachgefragt wird.

Die Vermietung von Industrieflächen ist mit grösseren Herausforderungen verbunden. Zum einen sollte die Fläche den Bedürfnissen des Mieters möglichst gut entsprechen, gleichzeitig aber nicht zu spezifisch auf einen bestimmten Mieter ausgerichtet sein. Eine grosszügige Raumhöhe erweitert das Spektrum an Interessenten, was Leerständen entgegenwirkt. Auch ermöglichen flexible Grundrisse mit verschiebbaren Wänden eine Individualisierung der Räumlichkeiten. Darüber hinaus ist eine gute Verkehrsanbindung, insbesondere für Logistikstandorte, essenziell. Zudem müssen die Flächen enormes Gewicht tragen können, sodass nicht jeder Standort geeignet ist.

¹ Für Industrieflächen relevant sind alle Branchen, die nach Definition des Bundesamts für Statistik zum sekundären Sektor und den Branchen Handel & Reparatur von Motorfahrzeugen, Grosshandel sowie Verkehr & Lagerei zählen.

² Es wird ein Kapitalisierungssatz von 6,5 Prozent verwendet.

Mieteinnahmen vergleichsweise niedrig

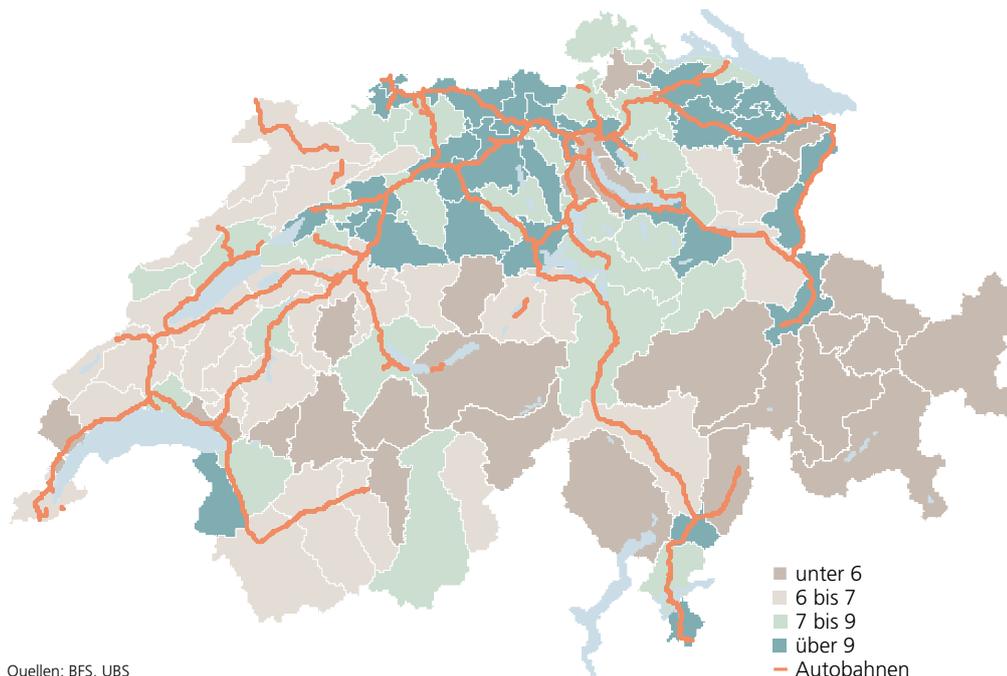
Die Summe der Schweizer Industrieflächen wird auf rund 240 Millionen Quadratmeter geschätzt, was etwa dem Siebenfachen der hiesigen Detailhandelsfläche entspricht. Hohe Anteile von Industrieflächen an der Siedlungsfläche finden sich im Aargau sowie Teilen der Ostschweiz. Die mit Abstand teuersten Industrieflächen lagen im Jahr 2018 im Kanton Genf, mit Quadratmeterpreisen an einer durchschnittlichen Mikrolage gemäss Fahrländer Partner von rund 285 Franken. Ebenfalls hohe Mieten herrschen in Waadt, Basel-Stadt sowie Zürich vor. Industrieflächen im Jura und den Gebirgskantonen waren 2018 mit Mieten unter 140 Franken pro Quadratmeter die günstigsten. Bei einem Schweizer Durchschnitt von rund 164 Franken pro Quadratmeter sind Einnahmen für Industrieflächen im Vergleich zu Verkaufsflächen (210 Franken), Mietwohnungen (191 Franken) oder Büros (195 Franken) laut Wüest Partner relativ gering.

Hohe Produktivität bringt Sicherheit für Vermieter

Vermieter von Industrieflächen sind von der Wertschöpfung ihrer Mieter und damit vom regionalen Branchenmix abhängig. Beispielsweise kann eine Vollzeitstelle in der Herstellung von Holzwaren einen jährlichen Bruttowert von rund 90 000 Franken generieren. Der entsprechende Wert liegt im Fahrzeugbau beim Doppelten und bei der Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse sogar beim Achtfachen dieser Summe. Die produktivsten Industrieflächen der Schweiz, gemessen an der Bruttowertschöpfung pro Fläche, befinden sich in Regionen, in denen die produktivsten Branchen vertreten sind. Dies ist in den urbanen Zentren Basel-Stadt, Zürich, Zug und Genf der Fall. Überdurchschnittlich produktiv sind zudem Industrieflächen entlang des Genfersees und bei Neuenburg, in der Umgebung von Zürich, sowie in den Regionen Schaffhausen und Lugano.

Viele Industrieflächen entlang von Hauptverkehrsachsen

Anteil Industrie- an Siedlungsflächen pro Wirtschaftsregion, in Prozent



Potenzial von Industriebranchen ungewiss

Industrieflächen wuchsen zwischen 1985 und 2009 um etwa ein Drittel auf rund 8 Prozent der Siedlungsflächen. Neue Flächen entstanden, wo vorher Naturwiesen oder Ackerland waren. Das Wachstum von Waren- und Verkehrsaufkommen entlang der Hauptverkehrsachsen begünstigte diese Entwicklung. Anderenorts verschwanden hingegen Industrieareale. Aufgrund des Strukturwandels und steigender Bodenpreise in städtischen Gebieten konnte die flächenintensive Industrie ihre Standorte in urbanen Gebieten nicht halten. Flächenverringerungen oder Verlagerungen in die Peripherie waren die Folge.

Gleichzeitig haben die produktivsten Flächen die kleinste Nutzungsintensität (Fläche pro Vollzeitäquivalent) zu verzeichnen, das heisst, sie benötigen pro Arbeitsstelle am wenigsten Fläche. Denn zum einen verlangt die Platzknappheit in urbanen Zentren eine effiziente Flächenutzung. Zum anderen setzen hohe Boden- und Mietpreise einen Anreiz, sparsam mit dem engen Raum umzugehen. Deshalb sind nur die produktivsten Branchen mit den geringsten Flächenbedürfnissen in den urbanen Regionen verblieben. Umgekehrt steht in peripheren Regionen mit weniger produktiven Flächen mehr Fläche pro Beschäftigten zur Verfügung. Dies ist etwa in Teilen der Gebirgskantone oder der Zentralschweiz der Fall.

Grenzregionen mit höchstem Wachstumspotenzial

Die zukünftige Entwicklung der Nachfrage nach Industrieflächen hängt mit den Wachstumsaussichten der jeweiligen Branchen zusammen. Die Branchen mit den besten Wachstumsaussichten unter allen Branchen, die Industrieflächen nachfragen, sind Chemie und Pharmazentik, Elektronik und Uhren sowie Maschinen. Den höchsten Anteil an Beschäftigten in diesen Wachstumsbranchen (gemessen in Vollzeitäquivalenten) findet man im Jurabogen, den beiden Basel, Schaffhausen sowie Teilen der Ostschweiz. Weniger gut sind hingegen die Aussichten in den meisten Bergkantonen.

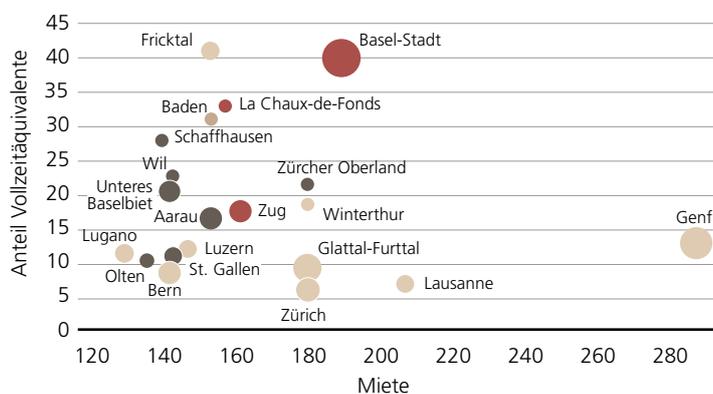
Gleichzeitig stellt eine hinreichende Diversifizierung der regionalen Branchen sicher, dass die

Knapp ein Viertel der ehemaligen Industrieflächen wurde zwischen 1985 und 2009 zu Wohnarealen umgenutzt; das starke Bevölkerungswachstum erhöhte den Bedarf nach Wohnraum. Rund ein Drittel der damals stillgelegten Industrieflächen liegt derzeit brach. Jedoch konkurrieren die zumeist ungünstig gelegenen Industriebranchen und neue Industrieflächen nicht zwingend miteinander. Denn Umnutzungen sind unter anderem aufgrund der Beseitigung von Altlasten und wegen strenger Umweltregulierungen mit unbekanntem Kosten und damit unberechenbaren Risiken verbunden.

Nachfrage nach Industrieflächen nicht von der Entwicklung einiger weniger Branchen abhängt. Beispielsweise sind einige Westschweizer Regionen einseitig in der Uhrenindustrie spezialisiert. Ausserdem limitiert die eingeschränkte Erreichbarkeit in den abgelegenen Regionen das Standortpotenzial, um weitere Branchen mit hohem Wachstumspotenzial, die Industrieflächen nachfragen, anzuziehen.

Nord- und Ostschweiz mit hohem Wachstumspotenzial

Anteil Beschäftigter in Wachstumsbranchen am Total der Beschäftigten aller Industriebranchen in Vollzeitäquivalenten, in Prozent, pro Wirtschaftsregion und durchschnittliche Mieten für Industrieflächen, pro Kanton, in CHF/m²; Kreisgrösse entspricht der Bruttowertschöpfung pro Wirtschaftsregion in 2016



Diversifizierung Industriebranchen: ● hoch ● mittel ● niedrig

Quellen: BFS, FPPE, UBS

Ein Anker in den Wogen

Maciej Skoczek

Bewertung

Wohnen

Geschäft

Börse

Global

Die letztjährige negative Performance der Immobilienfonds war nicht fundamental begründet. Steigende Leerstände ziehen den Gesamtmarkt stärker in Mitleidenschaft als die Immobilienfonds. Aufgrund solider Portfolioeigenschaften sind auch dieses Jahr stabile Ausschüttungsrenditen zu erwarten.

Schweizer Immobilienfonds machten 2018 keine gute Figur: Die Gesamtrendite lag zwar über der des Gesamtaktienmarkts, aber deutlich unter der des Anleihenmarkts. Während die Ausschüttungsrendite gegenüber dem Vorjahr nur minimal sank, trug die Preisrendite von minus 8 Prozent entscheidend zur negativen Performance bei.

Dass die Preisrendite zum ersten Mal seit 2013 unter die Null-Prozent-Marke fiel, hatte mehrere Gründe. 2018 emittierten die börsennotierten Immobilienfonds neue Anteile und führten Kapitalerhöhungen in der Höhe von schätzungsweise einer Milliarde Franken durch, was bei teuren Einkäufen die Ausschüttungsrenditen verwässern

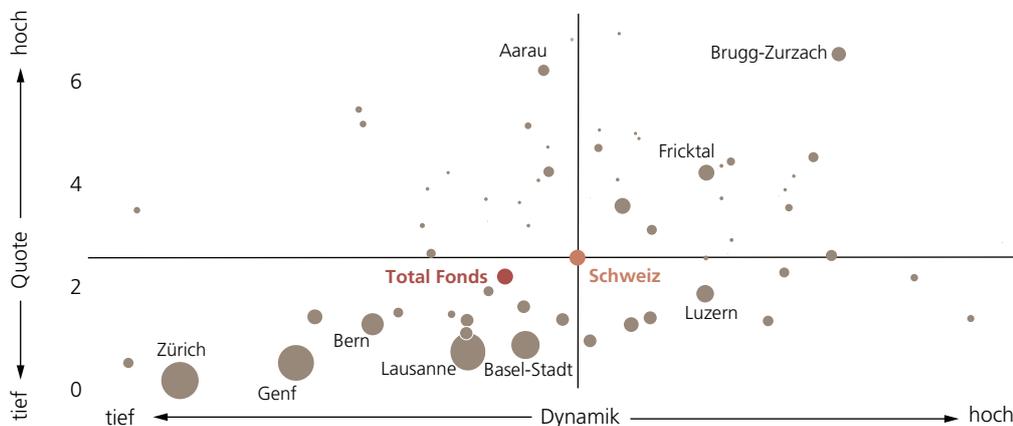
kann. Investoren befürchteten zudem eine Verlangsamung des hiesigen Wirtschaftswachstums, ausgelöst beispielsweise durch eine schwächelnde europäische Wirtschaft, einen globalen Handelskonflikt oder politische Differenzen zwischen der Schweiz und der Europäischen Union. Auch die Erwartung steigender Zinsen setzte den Immobilienfonds zu. Dies widerspiegelte sich in einer tieferen Zahlungsbereitschaft für Immobilienfonds und niedrigeren Agios von rund 16 Prozent.

Kein Abbild des Gesamtmarkts

Der Kursrückgang deutete auf ein reduziertes Anlegervertrauen in die Immobilienfonds hin.

Fonds halten ihre Wohnungen an guten und sehr guten Standorten

Anteil aller Wohnungen im Fondseigentum, aufgeteilt nach Leerstandsquote 2018 bei Mietwohnungen und erwarteter Leerstdandynamik*, Kreisgrösse entspricht der Anzahl der Wohnungen



*Die Leerstdandynamik setzt sich zusammen aus der Veränderung der Leerstdandquote und jener der Angebotsziffer über die letzten drei Jahre sowie der erwarteten Absorption von neuen Wohnungen.

Quellen: Jahresberichte verschiedener Fonds, BFS, Documedia, UBS; ohne Anspruch auf Vollständigkeit



«The Circles» Hochbaustelle am Flughafen Zürich | Keystone/Alexandra Wey

Bei (Ver-)Kaufentscheiden liess man sich zumindest teilweise von negativen Konjunkturnachrichten beeinflussen, die sich aber in erster Linie auf den Gesamtimmobilienmarkt bezogen. Zwar sind die Immobilienfonds nicht gegen die Entwicklungen auf dem Gesamtimmobilienmarkt gefeit. Doch die Situation auf dem Gesamtmarkt lässt sich nicht immer eins zu eins auf die Immobilien der Fonds übertragen.

Trotz gesunkener Ausschüttungsrenditen nicht überteuert

Die durchschnittliche Ausschüttungsrendite der Immobilienfonds lag vor zehn Jahren bei rund 3,5 Prozent und sank bis 2018 auf schätzungsweise 2,6 Prozent. Sie liegt aktuell unter der Dividende des Swiss Market Index von knapp 3,4 Prozent, ist aber doppelt so hoch wie die Coupon-Rendite von Schweizer Anleihen.

Die den Schweizer Fonds zugrunde liegenden Immobilienwerte stiegen in der gleichen Periode stark, weshalb sich ein Rückgang der Ausschüttungsrenditen nicht vermeiden liess. Der Renditeabschlag fiel aber verhältnismässig gering aus, denn die Immobilienfonds konnten gleichzeitig die Mieteinnahmen und somit auch die Summe der Ausschüttungen erhöhen. Auch für das laufende Jahr erwarten wir stabile Ausschüttungen und Renditen.

Von Wohnungsleerständen weniger betroffen

Knapp zwei Drittel aller Wohnungen der Immobilienfonds befinden sich in Regionen mit einer im Vergleich zum gesamten Wohnimmobilienmarkt unterdurchschnittlichen Leerstandsquote. Die Objekte der Fonds liegen zudem grösstenteils in Regionen, in denen die Leerstände im laufenden Jahr weniger steigen dürften als im Schweizer Durchschnitt. Auch befindet sich schätzungsweise nur jede fünfte Wohnung der Immobilienfonds an einem Standort mit bereits überdurchschnittlichen, voraussichtlich weiter stark steigenden Leerständen. Die prozentualen Mietzinsausfälle dürften daher deutlich niedriger ausfallen als im Gesamtmarkt.

Fallende Mieteinnahmen keine zwingende Folge

Die Leerstandsquote auf dem Mietwohnungsmarkt lag Ende 2018 bei rund 2,7 Prozent. Da sich das Bevölkerungswachstum in den letzten Quartalen verlangsamt und die Bautätigkeit hoch war, dürfte die Leerstandsquote dieses Jahr weiter zunehmen. Eine leichte Trendwende zeichnet sich dennoch ab. Der internationale Wanderungssaldo zeigt seit Mitte 2018 wieder eine geringe Zunahme. Zudem lag die Anzahl der im letzten Jahr eingereichten Baugesuche rund 10 Prozent unter dem jährlichen Durchschnitt seit 2011. Diese Entwicklung dürfte den Anstieg der Leerstände vorerst verlangsamen.

Die steigenden Leerstände drücken auf die Angebotsmieten (Mieten für Wieder-, Erst- oder Neuvermietung). Die Bestandesmieten (Mieten für fortbestehende Mietverhältnisse), die bei Immobilienfonds den Grossteil der Mieteinnahmen ausmachen, sind von der aktuellen Leerstandsentwicklung hingegen kaum tangiert. Zudem liegen die Bestandesmieten vor allem in den Zentren und Agglomerationen immer noch 10 bis 15 Prozent unter den Marktmieten. Ein Mieterwechsel ermöglicht jeweils eine Anpassung der bestehenden Mieten an das Marktniveau und damit sogar eine Steigerung der Mieterträge.

Geschäftsflächen profitieren vom Wirtschaftswachstum

Die Leerstände und Mietzinsausfälle sind auf dem Geschäftsflächenmarkt höher als auf dem Wohnimmobilienmarkt. Doch die starke Konjunktur führte im vergangenen Jahr zu einem dynamischen Beschäftigungswachstum. Auch für das laufende Jahr erwarten wir ein solides Wirtschaftswachstum, sodass die Anzahl Beschäftigter erneut zunehmen und die Nachfrage nach

Büroflächen wachsen dürfte. Immobilienfonds mit Fokus auf Geschäftsflächen dürften ihre Einnahmen aus der Vermietung kommerzieller Liegenschaften insgesamt steigern.

Stabile Immobilienwerte im laufenden Jahr

Für das laufende Jahr erwarten wir bei Immobilienfonds aus drei Gründen eine leichte Verbesserung der Preisrendite. Erstens werden die zugrundeliegenden Diskontierungssätze nicht sofort steigen, obwohl mit einem leichten Zinsanstieg zu rechnen ist. Dies schützt die Bewertungen vor einem Rückgang. Zweitens dürften die Investoren auch die verbesserte Situation auf dem Büroflächenmarkt und die graduelle Stabilisierung auf dem Wohnimmobilienmarkt berücksichtigen, was eine Stabilisierung der Risikoprämien zur Folge hätte. Dies dürfte zu leicht steigenden Agios führen und die Preisperformance positiv beeinflussen. Drittens werden nach den Kapitalerhöhungen der letzten Quartale im laufenden Jahr weniger Neuemissionen und somit keine Beeinträchtigung der Renditen erwartet. Dies dürfte die Kurse der Immobilienfonds stützen.

Kennzahlen der grössten börsennotierten Schweizer Immobilienfonds

Fonds mit Marktkapitalisierung von mindestens CHF 1 Mrd. am 31. Dezember 2018; sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent

Typ/Name	Marktanteil ¹	Sektor	Region	Agio geschätzt	Ausschüttungsrendite	Mietzinsausfallsrate ²	Diskontierungssatz (nominal) ²	Fremdfinanzierungsquote ²	Gesamtrendite ¹	
									1 Jahr	5 Jahre ³
UBS Sima	20,5	Gemischt	Deutsche CH	19,7	3,0	5,1	3,3	22,0	-4,7	2,6
CS Siat	7,6	Gemischt	Deutsche CH	21,6	3,0	4,2	3,7	13,0	-11,7	3,1
CS Livingplus	6,8	Wohnen	Deutsche CH	20,2	2,6	5,4	3,8	19,7	-9,6	0,9
CS Green Property	6,4	Geschäft	Deutsche CH	13,8	2,8	4,9	3,6	16,7	-5,9	3,2
UBS Anfos	5,9	Wohnen	Deutsche CH	16,8	2,8	5,4	3,5	15,5	-2,6	1,7
UBS Swissreal	4,3	Geschäft	Deutsche CH	9,7	3,9	3,7	4,2	22,9	-5,3	1,4
CS Interswiss	4,2	Geschäft	Diversifiziert	-2,7	4,6	6,6	4,0	26,3	-10,6	-0,6
Swisscanto IFCA	3,7	Wohnen	Diversifiziert	17,5	2,6	5,3	4,0	19,7	-9,4	2,5
Immofonds	3,6	Wohnen	Deutsche CH	27,4	3,3	5,0	4,1	22,3	-7,6	2,5
Schroder ImmoPlus	3,6	Geschäft	Deutsche CH	11,5	3,0	2,8	4,4	18,4	-10,8	3,9
La Fonciere	3,5	Wohnen	Französische CH	33,3	1,9	1,0	4,6	19,7	-5,8	4,7
UBS Foncipars	3,3	Wohnen	Französische CH	19,4	2,7	5,5	3,7	20,1	-8,0	4,0
Fonds Immobilier Romand	3,1	Wohnen	Französische CH	26,3	2,2	2,2	4,0	8,6	-3,5	4,8

¹ per 31. Dezember 2018 ² letzter verfügbarer Wert ³ annualisiert
Diese Tabelle ist eine Referenzliste und stellt keine Empfehlungsliste dar.

Quellen: Jahres- und Halbjahresberichte diverser Schweizer börsennotierter Immobilienfonds, Bloomberg, UBS, per 31. Dezember 2018

Mehr Aufwand für weniger Wachstum

Stefan R. Meyer

Das Eigenmanagement über alle Wertschöpfungsstufen hinweg rückt immer mehr in den Vordergrund, wollen die Firmen ihre Inventarwerte und Dividenden steigern. Insgesamt erlaubt dies nebst der Werterhaltung meist auch moderates Wachstum. Die Sicherung der Dividendennachhaltigkeit bleibt zentral.

Schweizer Immobilienaktien entwickelten sich 2018 leicht abwärts mit einem Zwischentief im Februar, dem Jahreshoch im Mai und dem Tiefpunkt im Oktober. Die respektable Ausschüttungsrenditen retteten die insgesamt flache Gesamtrendite. Die Kurssiegerin war PSP Swiss Property. Das durchwachsene vergangene Jahr ändert aber nichts am langfristigen Trend: Seit der Entstehung des Immobiliensegments am Schweizer Aktienmarkt kurz nach der Jahrtausendwende übertrafen Immobilienaktien den Gesamtaktienmarkt klar.

aber nicht, denn die grossen Immobilienaktiengesellschaften verfügen über eine hochwertige Pipeline an Entwicklungsprojekten. Das geplante Investitionsvolumen für die kommenden Jahre steht bei Swiss Prime Site und PSP Swiss Property bei je beinahe 2 Milliarden Franken. Flughafen Zürich arbeitet weiterhin an seinem Milliardenprojekt «The Circle», das nächstes Jahr eröffnet wird. Auch Allreal, Mobimo und Zug Estates weisen signifikante Projektentwicklungspläne aus.

Tiefere Aufwertungsgewinne von grösserer Bedeutung

Da die Bautätigkeit hoch bleibt und die Nettozuwanderung an Dynamik verloren hat, sind die Leerstände im Gesamtimmobilienmarkt angestiegen und nehmen in gewissen Immobiliensegmenten und an peripheren Lagen weiter zu. Dies schiebt Preissteigerungen einen Riegel vor, sodass die Immobiliengesellschaften immer weniger Aufwertungsgewinne verbuchen. Einzig beim Projektgeschäft besteht noch Potenzial, was die meisten grossen Firmen auch aktiv nutzen. Eine optimale Lage und hohe Vorvermietungen vor Baubeginn gewinnen zunehmend an Bedeutung, sonst sind statt Aufwertungsgewinnen hohe Leerstände, Preisdruck in der Nachbarschaft und Mietausfälle zu verzeichnen.

Die Aufwertungsgewinne, die 2012 noch 38 Prozent der kumulierten Unternehmensgewinne ausmachten, halbierten sich bis 2017 auf nur noch 19 Prozent. 2018 dürften es gemäss unseren Schätzungen noch 15 Prozent gewesen sein, mit sinkender Tendenz im laufenden Jahr. Verschwinden werden die Aufwertungsgewinne

Leerstandsquote und Aufwertungsgewinne sinken

Durchschnittswerte der untersuchten Gesellschaften, in Prozent



* Konsensschätzung

Quellen: Unternehmensberichte von SPS, Flughafen Zürich, PSP, Allreal, Mobimo, Zug Estates, Intershop, HIAG, Investis; UBS, per 14. November 2018

Die Aufwertungsgewinne nehmen branchenweit zwar weiter ab, sind aber für weiter steigende Inventarwerte mittlerweile sogar wichtiger geworden als in den vergangenen Jahren. Denn Wert- und Mieterhöhungen fallen den Firmen nicht mehr so einfach in den Schoss, sondern müssen immer härter erarbeitet werden. Höhere Mieteinnahmen im Bestandesportfolio sind meistens nur noch in Kombination mit Investitionsprojekten erzielbar. Aufwertungsgewinne können dabei über Gebäudemodernisierungen, die Weiterentwicklung von Arealen oder durch neue Projekte erzielt werden. Bei Allreal gehört dazu auch die Generalunternehmung, die mittelfristig je zur Hälfte Eigen- und Drittprojekte betreut und als weiteres Glied in der Entwicklungswertschöpfungskette einer Immobilie Marge generiert.

Weiter sinkende Leerstände

Auch die Vermietungsaktivitäten gewinnen an Bedeutung. Die Nähe zum Endkunden, innovative und flexible Angebote, Umweltfreundlichkeit und Prozesseffizienz beeinflussen zunehmend den Erfolg. Es erstaunt nicht, dass die Firmen diesbezüglich wieder mehr Eigenkontrolle wahrnehmen und diese Dienstleistungen vermehrt auch Dritten anbieten. So nimmt Allreal die technische Gebäudewartung wieder in die eigenen Hände und Investis hat den Dienstleistungsbereich, insbesondere Hauswartarbeiten, akquisitorisch weiter gestärkt. Im Bereich der Immobilienbewirtschaftung bleibt Swiss Prime Site Marktführerin.

Der immer stärkere Fokus auf die aktive Bewirtschaftung und Endkundenbetreuung macht sich bezahlt. Obwohl das Marktumfeld insgesamt anspruchsvoll ist, sinken die Leerstände von Objekten in der Hand von Immobilienfirmen weiter. 2018 dürften PSP Swiss Property, Investis, Swiss Prime Site und Allreal am meisten Fortschritte gemacht haben, und zwar in der genannten Reihenfolge. Im Durchschnitt dürfte der Leerstand bei den neun von uns abgedeckten Gesellschaften im vergangenen Jahr auf 5,5 Prozent gefallen sein, nach 5,9 Prozent im Jahr 2017 und 7,3 Prozent im Jahr 2014.

Tiefere Zinskosten wichtiger als lange Laufzeiten

Obwohl die Zinsen nicht weiter sinken, bleiben die durchschnittlichen Zinskosten der Immobilienfirmen rückläufig, allerdings nur noch leicht. 2017 bezahlten die von uns analysierten neun Immobiliengesellschaften im Durchschnitt 1,4 Prozent auf ihr Fremdkapital, 2014 waren es 2,0 Prozent. Im vergangenen Jahr dürften die Fremdkapitalkosten noch etwas weiter gefallen sein, auf knapp unter 1,4 Prozent. Von günstigerer Fremdfinanzierung dürften 2018 vor allem Swiss Prime Site, PSP Swiss Property, HIAG Immobilien, Zug Estates und Investis profitiert haben. Bei den anderen vier dürfte die Verzinsung relativ stabil geblieben sein.

Noch interessanter als diese Zinsraten ist unseres Erachtens die Tatsache, dass per Mitte 2018 nur Allreal die durchschnittliche Restlaufzeit ihrer Finanzverbindlichkeiten verlängerte. Bei Allreal lag die Restlaufzeit per Ende 2017 bei 4,1 Jahren und sechs Monate später bei 4,4 Jahren. Mit durchschnittlich 6,0 Jahren hat Mobimo derzeit die längste Zinsanbindung. Für die neun Gesellschaften lag der Durchschnitt Mitte 2018 bei 4,5 Jahren; Ende 2015 waren es noch 5,1 Jahre. Obwohl die Marktzinsen unterdessen in einen moderaten Aufwärtstrend gemündet sind, erwartet die Branche keine nennenswerte Zinswende, sodass kein Anlass besteht, die tiefen Zinsen länger anzubinden. Die durchschnittlichen Restlaufzeiten auf der Vermietungsseite sind mit vier bis sieben Jahren höher als diejenigen des Fremdkapitals. Somit wären etwas länger laufende Verbindlichkeiten sinnvoll. Wir betrachten dies jedoch nicht als grosses Risiko, da wir nicht mit einem raschen Zinsanstieg in der Schweiz rechnen. Trotzdem erwarten wir, dass die Gesellschaften die durchschnittlichen Restlaufzeiten beim Fremdkapital nun durch Refinanzierungen fälliger Schulden wieder moderat erhöhen werden.

Die attraktivsten Dividendenzahler bevorzugen

Das Schweizer Wirtschaftswachstum ist positiv mit abnehmender Dynamik. Die Zinsen steigen in bescheidenem Ausmass und die Nettozuwan-

derung bleibt moderat. In diesem Umfeld rechnen wir im laufenden Jahr mit einer Fortsetzung der beschriebenen Trends. Insgesamt bietet das ein bescheidenes Kurspotenzial für den Immobilienaktiensektor. Die Ausschüttungsrenditen sind jedoch weiterhin attraktiv und nachhaltig.

Wir empfehlen, bei Immobilienaktien generell auf eine vernünftige Aktienbewertung zu achten, das heisst, keine Aktien mit überhöhten Prämien zum Nettoinventarwert zu erwerben. Zudem bevorzugen wir Gesellschaften, die attraktive Dividendenrenditen aufweisen und mit vorsichtig geplanten Entwicklungsprojekten ihren Inventarwert pro Aktie – und entsprechend auch ihre Dividenden – stützen und leicht steigern können.

Neben Zürich bietet die Westschweiz Potenzial

In einem angespannten Immobilienmarktumfeld ist der Standort der Immobilien essenziell. Eine zentrale Lage oder Lagen, die sich zu neuen Zentren entwickeln, sind besonders gefragt und wertbeständig oder gar -erhöhend. Dabei bleibt die Region Zürich das wichtigste Anlagegebiet für die Immobiliengesellschaften. Ein gewisser Umbruch ist in Genf zu erkennen. Das eröffnet neue Chancen, die derzeit vor allem bei Swiss Prime Site und PSP Swiss Property vermehrt Beachtung finden. Der Heimmarkt von Investis ist der Kanton Genf, wo knapp zwei Drittel ihrer Gebäude stehen. Mobimos Hauptregion ist in und um Lausanne, mit interessanten und zentralen Arealprojekten in Biel und Luzern.

Kennzahlen der grössten börsennotierten Schweizer Immobilienaktien

Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent

	SPS	Flughafen Zürich	PSP	Allreal	Mobimo	Zug Estates	Inter-shop	HIAG	Investis
Marktkapitalisierung¹	6258	5308	4532	2508	1509	1084	975	946	760
Leerstandsquote									
2016	6,7	1,5	8,5	7,5	4,7	5,4	11,5	16,0	3,3
2017	6,1	2,0	9,3	5,1	4,8	1,8	11,3	15,3	3,7
2018 ²	<5	1,4 ³	~5	2 ³	5,1 ³	1,9 ³	~11	<16 ³	2,5 ³
Dividendenwachstum									
2012–2017	1,1	27,9	1,2	2,6	2,1	11,2	1,9	–	–
2017–2020 ⁴	0,0	–1,0	1,4	2,3	2,1	8,4	0,0	2,1	2,1
Ausschüttungsquote									
Dividendenpolitik ²	≥ CHF 3,80	35–45 ⁶	>70	~100 ⁷	≥ CHF 10	≤ 40	≥ CHF 22	4 ⁸	≥ CHF 2,35
2017	110	64	87	88	68	33	73	95	78
2018 ⁴	95	74	88	87	90	47	78	92	77
Durchschnitt 2012–2017	97	56	89	82	86	40	74	105 ⁵	–
Dividendenrendite									
2019 ⁴	4,6	3,9	3,5	4,1	4,4	1,7	4,5	3,3	4,0
2020 ⁴	4,6	4,0	3,5	4,2	4,5	1,8	4,5	3,4	4,2
Eigenkapitalquote³	41	55	53	49	44	55	44	52	41

¹ in Mio. CHF per 14. November 2018 ² Erwartung der Firma ³ per 1. Halbjahr 2018 ⁴ Konsenserwartung per 14. November 2018 ⁵ 2014–2017

⁶ plus vorerst Sonderdividende ⁷ des Gewinns exklusive Generalunternehmung ⁸ in Prozent des Nettoinventarwerts

Diese Tabelle ist eine Referenzliste und stellt keine Empfehlungsliste dar.

Quellen: Unternehmen, UBS, per 14. November 2018

Warnsignale nehmen zu

Matthias Holzhey und Maciej Skoczek

Hongkong belegte 2018 den Spitzenplatz der überbewerteten Häusermärkte. Die Schweizer Metropolen Zürich und Genf waren moderat überbewertet. In vielen Städten weltweit dämpft die verschlechterte finanzielle Tragbarkeit die Attraktivität und das Wachstumspotenzial.

Die teuerungsbereinigten Eigenheimpreise legten im vergangenen Jahr im Durchschnitt der untersuchten Städte um 3,5 Prozent zu. Die Preiswachstumsraten verlangsamten sich gegenüber den Vorjahren deutlich, lagen aber immer noch über ihrem Zehn-Jahres-Durchschnitt. Weiterhin stark stiegen die Preise in den grossen Wirtschaftszentren der Eurozone sowie in Hongkong und in Vancouver. Dennoch zeigten sich erste Risse im Fundament: Im letzten Jahr sanken die Preise in der Hälfte der Städte, die sich 2017 in der Blasenrisikozone gemäss dem *UBS Global Real Estate Bubble Index* befanden.

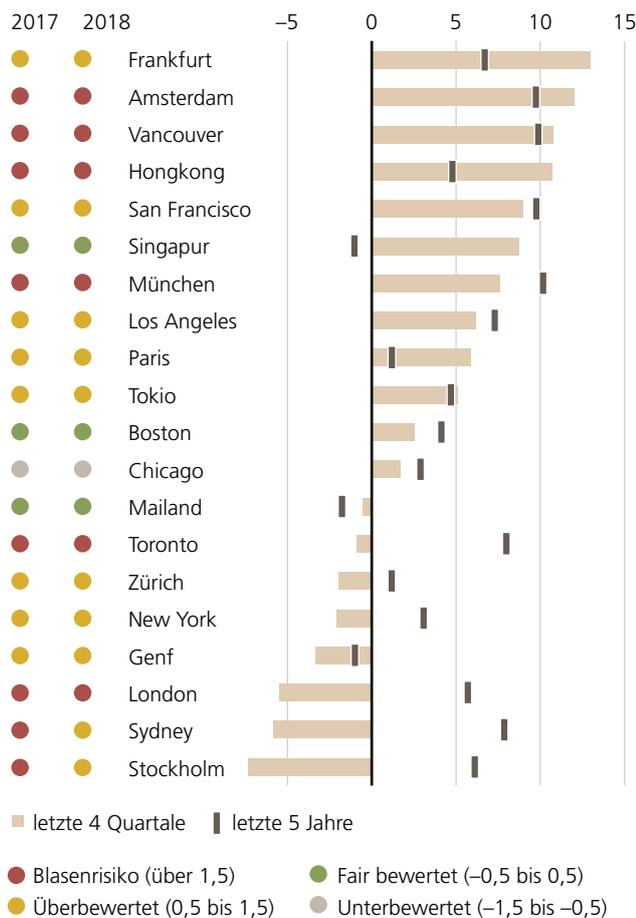
Als Folge vergrösserte sich die Bewertungsbandbreite der Häusermärkte stark. Das Immobilienblasenrisiko legte in München, Amsterdam und Hongkong sprunghaft zu und auch in Vancouver, San Francisco und Frankfurt kletterten die Bewertungen weiter. Hingegen reduzierten sich die Ungleichgewichte gegenüber dem Jahr 2017 in rund einem Drittel der untersuchten Städte – unter anderem in London, New York und Toronto.

Immobilienboom so weit das Auge reicht

Die Eigenheimpreise legten während der letzten fünf Jahre in den wichtigsten Finanzzentren rund um den Globus um durchschnittlich 35 Prozent zu. In San Francisco, Vancouver und München fielen die Preissteigerungen sogar mehr als doppelt so hoch aus. Der Hauspreisboom war im historischen Vergleich jedoch nicht ausserordentlich stark, dafür umso breiter abgestützt. Noch zu Beginn des Jahres 2017 stiegen die Preise in fast allen untersuchten Städten – eine Konstellation, die es in den

Wohnimmobilienpreise stiegen in fast allen Städten

Wachstumsraten der inflationsbereinigten Preise, annualisiert in Prozent



Quelle: UBS



Elbphilharmonie, Hamburg | Keystone/Thomas Ebert

« Nur noch wenige Haushalte können sich eine Wohnung in den Zentren leisten.»

letzten Jahrzehnten nur in den späten 1980er-Jahren oder vor der Finanzkrise 2008 gegeben hatte. Diese Breite des Booms ist auf verschiedene Ursachen zurückzuführen. Günstige Finanzierungsbedingungen befeuerten die Häusermärkte weltweit. Grossstädte profitierten zudem von der zunehmenden Bedeutung der digitalen Wirtschaft sowie dem anhaltenden Trend zur Urbanisierung. Schliesslich kanalisierte der Anlagedruck immer mehr Kapital vermögender Haushalte zu Investitionszwecken in urbane Wohnungen.

Trotz der Breite des Booms lässt sich im Städtevergleich kein klares Muster gemeinsamer Beschleunigungs- oder Verlangsamungsphasen der Preiswachstumsraten erkennen. In der Vergangenheit bewegten sich die Eigenheimpreise nur in Krisenzeiten synchron. Dies liegt daran, dass praktisch alle Preiskorrekturen der vergangenen 40 Jahre von steigenden Zinsen ausgelöst wurden, die wiederum weltweit korrelieren. Die Dynamik hinter den Preisanstiegen beruht vielmehr auf städtespezifischen, für den

mittelfristigen Ausblick entscheidenden Faktoren wie lokaler Tragbarkeit, Steuerpolitik oder Raumplanung.

Tragbarkeitskrise dämpft die langfristigen Perspektiven

Die Zunahme der Ungleichgewichte in den städtischen Häusermärkten ist durch die Abkoppelung der Eigenheimpreise vom jeweiligen Landesdurchschnitt und den lokalen Einkommen getrieben. Nur noch wenige Haushalte können sich eine Wohnung in den Zentren leisten und selbst das Wohnen zur Miete verschlingt einen hohen Anteil des Einkommens privater Haushalte. Eine fehlende finanzielle Tragbarkeit verschlechtert die Attraktivität und damit das langfristige Wachstumspotenzial von Städten.

Dies ruft vermehrt politische Reaktionen hervor. Mögliche Massnahmen reichen von Steuererhöhungen auf leerstehende Wohnungen über Transaktionsabgaben bis hin zu Beschränkungen der Hypothekarvergabe. Auch Subventionen für Erstkäufer oder Mietpreiskontrollen sind Teil des

Instrumentariums. Jedoch sind Markteingriffe gerade in überhitzten und spekulativen Märkten eine der grössten Risikoquellen, da diese auf dem Höhepunkt eines Immobilienzyklus eine (zu) starke Preiskorrektur auslösen können.

Begrenztes Risiko für die Gesamtwirtschaft

Im Gegensatz zu den Boomphasen der späten 1980er-Jahre und vor der Finanzkrise 2008 zeigen sich aktuell kaum Anzeichen gleichzeitiger

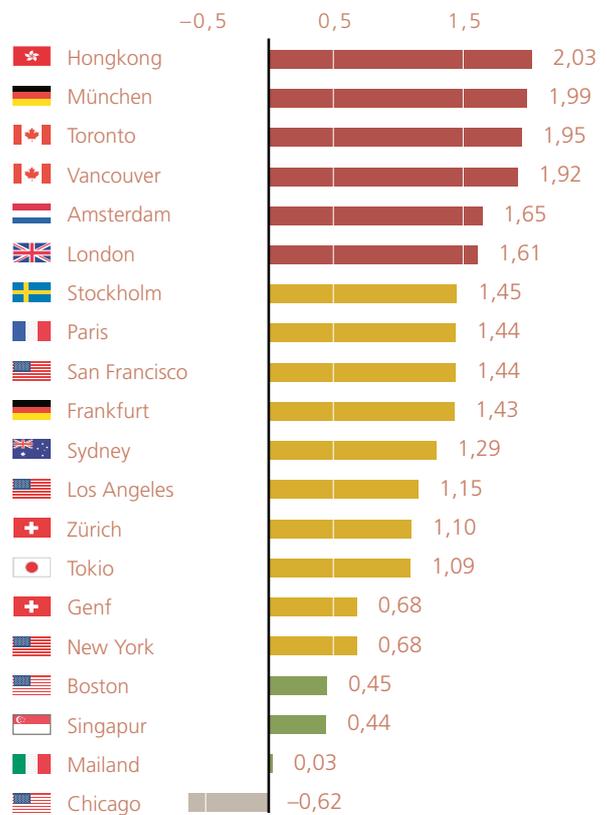
Exzesse bei der Neubautätigkeit oder der Hypothekarvergabe. Das Hypothekarvolumen wächst aktuell knapp halb so stark wie in den Jahren vor der Finanzkrise. Negative Effekte einer Hauspreiskorrektur auf die Gesamtwirtschaft sollten damit vergleichsweise moderat ausfallen. Entschärfend kommt hinzu, dass in den am stärksten überbewerteten Häusermärkten zumindest mittel- bis langfristig keine weiteren Kapitalwertgewinne mehr zu erwarten sind.

UBS Global Real Estate Bubble Index

Das grösste Blasenrisiko auf dem Eigenheimmarkt besteht in Hongkong, gefolgt von München, Toronto, Vancouver, Amsterdam und London. In Stockholm, Paris, San Francisco, Frankfurt und Sydney lassen sich grössere Preisungleichgewichte feststellen. Zürich und Genf sowie Los Angeles, Tokio und New York weisen hohe Bewertungen auf. Dagegen sind die Häusermärkte in Boston, Singapur und Mailand fair bewertet, während jener in Chicago unterbewertet ist.

Preisblasen sind ein Phänomen, das in Immobilienmärkten regelmässig auftritt. Der Begriff «Blase» beschreibt die erhebliche und anhaltende Fehlbewertung eines Vermögenswerts. Eine mögliche Preisblase erkennt man erst nach dem Platzen. Aus den historischen Daten können allerdings wiederkehrende Muster von Immobilienmarktexzessen abgeleitet werden. Zu den typischen Anzeichen gehören die Entkoppelung der Preise von den lokalen Einkommen und Wohnungsmieten 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.

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

Vorsicht vor «Value Traps»

Sandra Wiedmer und Thomas Veraguth

Der globale Immobilienmarktzyklus ist weit fortgeschritten, mit hohen Immobilienpreisen und entsprechend tiefen Anfangsrenditen. Seit vier Jahren stagnieren die Aktienpreise börsennotierter Immobiliengesellschaften. Obwohl diese inzwischen relativ günstig bewertet sind, bleiben die Renditeaussichten gedämpft.

Für Immobilienaktien war 2018 das turbulenteste Jahr seit der Finanzkrise. Die 250 liquidesten Immobilienaktien rentierten bis Ende Dezember 2018 mit minus 3 Prozent in Lokalwährungen deutlich unter ihrem zehnjährigen Durchschnitt von rund 12 Prozent. Gegenüber dem globalen Gesamtaktienmarkt konnten sie allerdings ihre fast zweijährige Unterperformance beenden, da Immobilienaktien im Vergleich zu zyklischen Aktientiteln attraktiver wurden. Insgesamt lieferten Immobilienaktien seit 2015 keinen Wertgewinn mehr. Einzig Ausschüttungen aus dem freien Cashflow trieben die Gesamrendite an. Gründe für die schwache Performance sind, nebst der Volatilität am langen Ende der Zinskurve, verschiedene makroökonomische Ereignisse wie die Zinserhöhungen der US-Notenbank, eine schwächere europäische Konjunktur und eine geringere finanzielle Liquidität in Entwicklungsländern.

Immobilienaktien werden mit hohem Abschlag gehandelt

Immobilienaktien sind derzeit relativ tief bewertet. Ende 2018 betrug der Abschlag zum Nettoinventarwert¹ von globalen Immobilienaktien 16 Prozent und somit deutlich mehr als der langfristige Durchschnitt von 7 Prozent. Die stagnierende Kursentwicklung drückt das fehlende Vertrauen der Investoren in die Fähigkeit der Unternehmen aus, einen nachhaltigen Unternehmenswert zu generieren. Gleichzeitig haben die Unternehmen ihre Verschuldungsquote gesenkt, was die Hebelwirkung reduzierte. Zudem halten Aktieninvestoren Immobilienportfoliowerte für zu hoch bewertet, weshalb Immobilienaktien mit einem hohen Abschlag gehandelt werden.

Die teure Bewertung der Immobilienportfolios resultiert aus einem Liquiditätsüberschuss auf der Nachfrageseite, der gegen Ende des Immobilienmarktzyklus einer geringeren Anzahl von zum Verkauf stehenden Liegenschaften gegenübersteht. Gleichzeitig sorgen tiefe Zinsen für hohe Anleihekurse und tiefe Renditen. Der hohe Investitionsbedarf verursacht somit einen Anlagebedarf im klassischen Anlageuniversum, der zu vermehrtem Anlegen in Immobilien animiert. Dies treibt die Immobilienpreise weltweit in die Höhe und die Renditen auf einen historischen Tiefstand. Der Bewertungsunterschied zwischen den Immobilienaktienpreisen und den physischen Immobilienwerten ist mitunter der Auslöser für zahlreiche Privatisierungen von börsennotierten Immobiliengesellschaften und für Aktienrückkaufprogramme.

Aktienkurse könnten weiter fallen

Daher stellt sich die Frage, ob weiterhin in Immobilienaktien investiert werden soll. Die tiefe Bewertung der Immobilienaktien würde auf einen guten Einstiegszeitpunkt für ein klassisches wertorientiertes Anlegen («Value Investing») in Immobilienaktien hindeuten; dabei wird in Aktien investiert, deren Preis unter ihrem anhand von Fundamentaldaten geschätzten Wert liegt.

¹ Der Nettoinventarwert eines Unternehmens entspricht dem Marktwert des Immobilienportfolios abzüglich Verbindlichkeiten. Der Nettoinventarwert wird am Aktienmarkt mit Zu- oder Abschlägen gehandelt.

Doch wenn ein Unternehmen über längere Zeit tief bewertet ist, laufen Investoren Gefahr, in eine «Value Trap» (Wertfalle) zu tappen. Die Falle schnappt zu, wenn der Aktienkurs weiter fällt, anstatt sich – entgegen den ursprünglichen Erwartungen – zu erholen. Dies kann infolge unternehmens- oder sektorspezifischer Gewinn- und Werterosionen geschehen, beispielsweise durch fehlende Innovation, steigende Kosten, höheren Wettbewerbsdruck oder ungünstige Managemententscheidungen. Eine auf den ersten Blick attraktive Bewertung würde sich später als übersteuert herausstellen.

Sinkende Nettoinventarwerte erwartet

Es gibt Anzeichen, dass globale Immobilienaktien derzeit «Value Traps» bergen. Der globale Immobilienmarktzyklus ist weit fortgeschritten und die Immobilien in den Portfolios der Unternehmen sind hoch bewertet. Infolge der bevorstehenden Straffung der Geldpolitik und leicht höherer Zinsen erwarten wir einen Rückgang der Transaktionsvolumen und der finanziellen Liquidität. Mit höheren Finanzierungs- und Opportunitätskosten, insbesondere höheren Renditen am Obligationenmarkt, steigen auch die von Anlegern geforderten Renditen auf Immobilieninvestitionen. Dies könnte zu einer Kapitalverlagerung weg von Immobilien hin zu höher rentierenden Anlagen führen. Anlässlich der nächsten Neubewertung der Immobilienbestände würde dadurch eine Herabsetzung der Nettoinventarwerte drohen, wodurch der aktuell relativ hohe Abschlag auf Nettoinventarwerte sinken würde. Die vermeintlich attraktive Bewertung von Immobilienaktien erschiene in einem weniger guten Licht. Um diese «Value Trap»-Risiken zu entschärfen, wäre ein mit Fundamentaldaten begründetes, beschleunigtes Mietwachstum nötig. Analysten schätzen, dass 4 bis 5 Prozent Mietwachstum nötig wären, um fallende Buchwerte infolge eines Anstiegs des Kapitalisierungszinssatzes von 25 Basispunkten zu kompensieren.

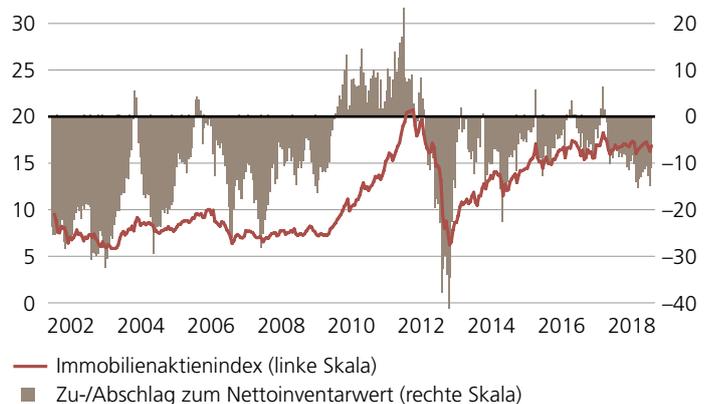
Bei «Value Investing» selektiv vorgehen

Für die nächsten Jahre gehen wir nicht von einem beschleunigten Mietwachstum aus. Das Flächenangebot dürfte weiter zunehmen und die Leerstände dürften bei stabiler Nachfrage tendenziell ansteigen. Da sich der Immobilienmarkt seit mehreren Quartalen vom globalen Wirtschaftswachstum weitgehend abgekoppelt hat, liefert dieses derzeit keine positiven Impulse mehr für steigende Immobilienwerte.

Zwar eröffnen die momentanen Bewertungsabschläge bei Immobilienaktien taktische Opportunitäten, doch erwarten wir nach wie vor geringe Renditen. Am Ende des Zyklus ist bei «Value Investing» jeweils Vorsicht geboten. Wir bevorzugen Unternehmen, die einen nachhaltigen Netto-Cashflow und eine tiefe Verschuldung aufweisen.

Keine Preisrendite seit Anfang 2015

Globaler Immobilienaktien-Preisindex*, in USD; Zu-/Abschlag zum Nettoinventarwert, in Prozent



* 250 liquideste Immobiliengesellschaften

Quellen: Bloomberg, Global Property Research, UBS

Globales Anlageuniversum

Thomas Veraguth und Nena Winkler

Renditeimmobilien bilden eine eigenständige Anlageklasse. Sie unterscheiden sich untereinander durch Handelbarkeit, Fremdkapitaleinsatz sowie länderspezifische Rahmenbedingungen. Will man ein diversifiziertes und für den Markt repräsentatives Portfolio aufbauen, sind zahlreiche Faktoren zu berücksichtigen.

Mehr als drei Viertel der Renditeliegenschaften aus Einzelhandels-, Büro-, Industrie- und Wohnimmobilien werden nicht öffentlich gehandelt. Das globale Marktvolumen kann deshalb nur geschätzt werden und dürfte sich auf rund 60 Billionen US-Dollar belaufen. Zum Vergleich beträgt das Volumen der globalen Aktienmärkte rund 80 Billionen US-Dollar und jenes der globalen Obligationenmärkte über 100 Billionen US-Dollar. Je nach Quelle unterscheiden sich die Werte für das Anlagevolumen von Renditeliegenschaften, da die Auswahlkriterien (Marktkapitalisierung oder nur bestimmte Länder) variieren.¹

Renditeliegenschaften mit einem geschätzten Gesamtwert von knapp 11 Billionen US-Dollar oder rund 20 Prozent der Immobilieninvestitionsobjekte werden von Institutionellen verwaltet. Davon sind fast 5 Billionen US-Dollar Core- und Core-Plus-Immobilien, also voll vermietete Objekte an erstklassigen Standorten mit hochwertigen Mietern und niedrigen Ausfallrisiken, die von börsennotierten Immobiliengesellschaften gehalten werden.

Leverage von Immobilienanlagen

Die Eigen- und Fremdkapitalanteile unterscheiden sich je nach Investorengruppe: Börsennotierte Gesellschaften sind im Durchschnitt zu einem Drittel fremdfinanziert; private Anleger greifen für die Hälfte ihrer Investitionen auf Bankkredite zurück; bei institutionellen Anlegern variiert die Verschuldung von nahezu null für Pensionskassen bis 70 Prozent bei opportunistischen Fondslösungen. Damit sind Fremdkapitalgeber, mehrheitlich Banken und Obligationäre, mit rund 26 Billionen US-Dollar indirekt beteiligt.

Einkommen als Haupttreiber der Rendite

Direkte Immobilien lieferten laut MSCI von 2007 bis 2017 eine annualisierte Gesamtrendite in US-Dollar von 5,4 Prozent, bestehend aus einer Kapitalrendite von 0,2 Prozent und einer Einkommensrendite von 5,2 Prozent. Für börsennotierte Immobiliengesellschaften lag die annualisierte Gesamtrendite in US-Dollar im gleichen Zeitraum bei 4,4 Prozent, bei einer Preisrendite von 0,1 Prozent und einer Dividendenrendite von 4,3 Prozent. Die Gesamtrenditen von börsennotierten und direkten Immobilienanlagen konvergieren ab einer Haltedauer von 15 bis 20 Monaten und sind ab rund fünf Jahren, nach Bereinigung der unterschiedlichen Fremdfinanzierungsquoten, etwa gleich hoch.

Renditeliegenschaften generierten im Jahr 2017 bei einer geschätzten globalen Einkommensrendite von 4,5 Prozent weltweit Nettomieteinnahmen von knapp 3 Billionen US-Dollar. Gemäss LaSalle Investment Management befinden sich wertmässig knapp 30 Prozent der Renditeliegenschaften in Europa, rund 36 Prozent in Asien-Pazifik und fast 35 Prozent in Amerika. Betrachtet man die börsennotierten Immobilien, so werden 44 Prozent in Asien-Pazifik (davon fast die Hälfte in China), 40 Prozent in Nord- und Südamerika (davon der Grossteil in den USA) und 14 Prozent in Europa gehandelt.

¹ Verschiedene Institute wie INREV, die Europäische Vereinigung für nicht-kotierte Immobilienanlagen (ANREV für Asien), EPRA, die Organisation der in Europa börsennotierten Immobiliengesellschaften, und NCREIF, die Interessensvertretung der in den USA börsengehandelten Firmen, evaluieren das Anlagevolumen.

Entscheidungskriterien für die Portfolio-konstruktion

Institutionelle Investoren sind überproportional in den globalen Metropolen investiert. Sie konzentrieren 40 Prozent ihrer Investitionen in den 30 grössten Metropolen. Tokio, Hongkong, London, New York, Paris und Los Angeles sind die wichtigsten Märkte mit einem Anteil von rund 20 Prozent am investierten Volumen. Dank hoher Liquidität und Transparenz dieser Metropolmärkte können institutionelle Anleger mit Fokus auf relativ wenige Städte ihre Portfolios effizient diversifizieren.

Die tatsächliche Investierbarkeit in den verschiedenen Märkten schränkt das Anlageuniversum ein. So ist China zwar der weltweit zweitgrösste Markt für Renditeliegenschaften, wird jedoch in globalen Portfolios aufgrund mangelnder Liquidität und Bedenken bezüglich der Rechtssicherheit deutlich untergewichtet. Investoren berücksichtigen für ihre Portfolioentscheidungen neben Faktoren wie Liquidität, Rendite, Volatilität, Kosten oder Know-how zusätzliche Kriterien wie Transparenz, Verfügbarkeit von Marktinformationen oder Steuerregime.

Portfoliodiversifikation durch Immobilien

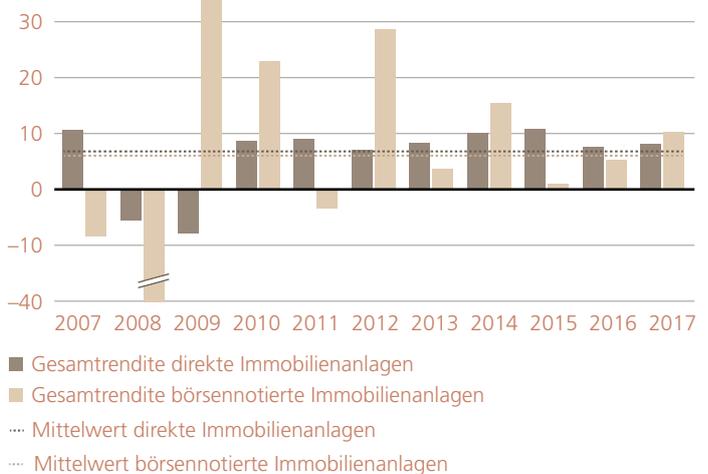
Ein gemischtes Anlageportfolio lässt sich durch Beimischung von Renditeimmobilien zusätzlich diversifizieren, was die risikoadjustierte Rendite steigert. Direkte Immobilienmärkte werden von Treibern beeinflusst, die mit dem Gesamtaktienmarkt nicht korrelieren. Dabei handelt es sich um Fundamentaldaten des Immobilienmarkts, beispielsweise lokales Angebot und Nachfrage, Finanzierungskonditionen oder rechtliche Rahmenbedingungen.

An den Börsen gehandelte Immobiliengesellschaften sind liquider als direkte Immobilienanlagen, weisen aber eine höhere Preisvolatilität auf. Laut UBS Asset Management korrelieren sie kurzfristig mit den Aktienmärkten (Korrelation 0,6) und den Anleihenmärkten (Korrelation 0,4). Direkte Immobilienanlagen können das Portfolio besser diversifizieren, da sie eine geringere Korrelation mit den Aktienmärkten (0,4) und keine Korrelation mit den Anleihenmärkten aufweisen. Mit Immobilienaktien kann relativ schnell ein grosses Volumen platziert und wieder abgezogen werden. Durch Immobilienfonds kann man Anteile an direkten Immobilien erwerben und das Management auslagern. Hingegen erfordern der Aufbau sowie die Veräusserung eines direkten Immobilienportfolios mehr Zeit und Ressourcen. Zeitlich ist für den Due-Diligence-Prozess,

die Verhandlungen und die Abwicklung des Kaufs oder Verkaufs mit etwa drei bis sechs Monaten zu rechnen. Auch sollten Transaktionskosten, Gebühren und allfällige Steuern berücksichtigt werden.

Renditen von Direktimmobilieninvestitionen weniger volatil

Annualisierte Renditen in USD, in Prozent



Quellen: Bloomberg, MSCI, UBS

Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office von UBS («CIO») werden durch Global Wealth Management von UBS Switzerland AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt) oder deren verbundenen Unternehmen («UBS») produziert und veröffentlicht.

Die Anlagebeurteilungen wurden im Einklang mit den gesetzlichen Erfordernissen zur Förderung der **Unabhängigkeit des Anlageresearch** erstellt.

Allgemeines Anlageresearch – Risikohinweise:

Diese Publikation dient **ausschliesslich zu Ihrer Information** und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die in dieser Publikation enthaltene Analyse ist nicht als persönliche Empfehlung aufzufassen und berücksichtigt weder die Anlageziele noch die Anlagestrategien oder die finanzielle Situation oder Bedürfnisse einer bestimmten Person. Sie basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Bestimmte Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Prognosen, Einschätzungen und Marktpreise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren. Dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen (einschliesslich Prognosen, Werte, Indizes oder sonstiger berechneter Beträge («Wertex»)) dürfen unter keinen Umständen für folgende Zwecke verwendet werden: (i) für Bewertungs- oder buchhalterische Zwecke; (ii) zur Bestimmung der fälligen oder zahlbaren Beträge, Preise oder Werte von Finanzinstrumenten oder -verträgen; oder (iii) zur Messung der Performance von Finanzinstrumenten, einschliesslich zwecks Nachverfolgung der Rendite oder Performance eines Werts, Festlegung der Vermögensallokation des Portfolios oder Berechnung der Performance Fees. 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 Optionshandel 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. Wechselkurschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Der/Die Analyst(en), der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, kann/können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusicherung im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren.

Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS nicht reproduziert werden. Sofern nicht etwas anderes schriftlich vereinbart wurde, untersagt UBS 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. Informationen darüber, wie das CIO 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.

Wichtige Informationen über nachhaltige Anlagestrategien: Wenn ein Portfoliomanager ökologische, soziale und die Unternehmensführung betreffende (ESG) Faktoren oder Nachhaltigkeitskriterien einbezieht, kann er bestimmte Anlagechancen möglicherweise nicht nutzen, die ansonsten zu seinem Anlageziel und anderen grundsätzlichen Anlagestrategien passen würden. Die Erträge eines Portfolios, das hauptsächlich aus ESG- oder nachhaltigen Anlagen besteht, sind unter Umständen geringer als die eines Portfolios, bei dem der Portfoliomanager solche Faktoren nicht berücksichtigt. Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien kann zum Ausschluss bestimmter Anlagen führen. Deshalb können Anleger möglicherweise nicht die gleichen Chancen oder Markttrends nutzen, wie Anleger, die sich nicht an solchen Kriterien orientieren. Unternehmen erfüllen möglicherweise nicht bei allen Aspekten für ESG oder nachhaltiges Investieren hohe Performancestandards. Es gibt auch keine Garantie, dass ein Unternehmen die Erwartungen bezüglich der Corporate Responsibility, Nachhaltigkeit und/oder Wirkung erfüllt.

Vertrieb an US-Personen durch UBS Financial Services Inc. oder UBS Securities LLC, Tochterunternehmen von UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS Securities Japan Co., Ltd, UBS Wealth Management Israel Ltd und UBS Menkul Degerler AS sind verbundene Unternehmen von UBS AG. UBS Financial Services Incorporated in Puerto Rico ist ein Tochterunternehmen von UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. übernimmt die Verantwortung für die Inhalte von Berichten, welche durch nicht in den USA ansässige Tochterunternehmen erstellt wurden, wenn diese Berichte an US-Personen weitergegeben werden. Alle Transaktionen von US-Personen mit Wertpapieren, die in dieser Publikation erwähnt werden, müssen über ein in den USA zugelassenes Brokerhaus abgewickelt werden und dürfen nicht von einem nicht in den USA ansässigen Tochterunternehmen durchgeführt werden. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Wertpapieraufsichts- oder Investitionsbehörde in den USA oder anderswo genehmigt. UBS Financial Services Inc. ist nicht als Berater für irgendeine Kommunalbehörde oder verpflichtete Person im Sinne von Abschnitt 15B der Securities Exchange Act (die «Municipal Advisor»-Regel) tätig. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen und Ansichten stellen keine Empfehlung im Sinne der Municipal Advisor Rule dar und sind auch nicht als solche aufzufassen.

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. **Bahrain:** UBS ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlagendienstleistungen. **Brasilien:** Erstellt durch UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, eine Einheit, die durch die Comissão de Valores Mobiliários («CVM») beaufsichtigt wird. **China:** Dieser Bericht wird von UBS AG oder deren Offshore-Tochtergesellschaft oder verbundenem Unternehmen (gemeinsam «UBS Offshore») erstellt. UBS Offshore ist eine ausserhalb Chinas gegründete Rechtseinheit, die nicht in China für die Durchführung von Bank- oder Wertschriftengeschäften oder die Beratung zu Wertschriftenanlagen in China zugelassen ist, überwacht oder reguliert wird. Dieser Bericht ist nicht als spezifische Wertschriftenanalyse von UBS Offshore zu betrachten. Der Empfänger sollte sich zwecks Anlageberatung nicht an die Analysten oder UBS Offshore wenden und dieses Dokument nicht für Anlageentscheidungen heranziehen oder sich in anderer Weise bei seinen Anlageentscheidungen auf die in diesem Bericht enthaltenen Informationen verlassen; UBS übernimmt keine Verantwortung in dieser Hinsicht. **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 132.975.556 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. **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. **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 Recht 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 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 Europaea 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 María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, hat; eine Einheit, die unter Aufsicht des Banco de España und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht steht. UBS Europe SE, Sucursal en España, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das als Societas Europaea 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.

Stand 01/2019 CIO82652744

© UBS 2019. Das Schlüsselssymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

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

1. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften erwarten oder beabsichtigen, in den nächsten drei Monaten Vergütungen für erbrachte Investmentbanking-Dienstleistungen von diesem Unternehmen beziehungsweise dieser Rechtseinheit zu erhalten.
2. In den letzten zwölf Monaten haben UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften für dieses Unternehmen beziehungsweise diese Rechtseinheit oder eines seiner beziehungsweise ihrer verbundenen Unternehmen gegen Vergütung Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht.
3. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften haben bei der Emission oder Platzierung von Wertpapieren dieses Unternehmens beziehungsweise dieser Rechtseinheit oder eines seiner beziehungsweise ihrer verbundenen Unternehmen in den letzten zwölf Monaten als Manager oder Co-Manager fungiert.
4. Eine Mitarbeiterin oder ein Mitarbeiter von UBS AG ist Manager, Vorstand oder Mitglied des Verwaltungsrats dieses Unternehmens.
5. UBS Fund Management (Switzerland) AG hält ein wirtschaftliches Eigentum von mehr als 5% des gesamten ausgegebenen Aktienkapitals dieses Unternehmens.
6. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften hielten per Ende letzten Monats (oder Ende des vorhergehenden Monats, falls dieser Bericht weniger als zehn Werktage nach dem letzten Monatsende verfasst wurde) ein wirtschaftliches Eigentum von 1% oder mehr an einer Klasse der Stammaktien dieses Unternehmens.

Per 4. Januar 2019



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

Überblick und Prognosen

Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent und als Veränderung zum Vorjahr

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ¹	2019 ²	10 Jahre ³	
Treiber	Konjunktur und Einkommen									
	Bruttoinlandprodukt, real	1,0	1,9	2,5	1,3	1,6	1,7	2,6	1,5	1,5
	Bruttoinlandprodukt pro Einwohner, real	-0,1	0,6	1,3	0,2	0,5	0,9	1,8	0,7	0,4
	Löhne, real	1,5	0,9	0,9	1,5	1,1	-0,1	-0,3	0,0	0,9
	Inflation und Zinsen									
	Durchschnittliche Jahreststeuerung	-0,7	-0,2	-0,1	-1,1	-0,4	0,5	0,9	1,0	-0,1
	3-Monats-Libor CHF ⁴	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,5	-0,3
	Rendite 10-Jahres-Bundesobligationen ⁴	0,6	1,3	0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,4	0,6
	Bevölkerung und Beschäftigung									
	Bevölkerungsbestand	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1	0,8	0,8	0,8	1,1
Arbeitslosenquote	2,9	3,2	3,0	3,2	3,3	3,2	2,6	2,5	3,1	
Beschäftigung, in Vollzeitäquivalenten	1,9	1,3	0,9	0,8	0,1	0,6	1,9	1,0	0,9	
Wohnen	Eigenheime									
	Angebotspreise Eigentumswohnungen	5,1	3,4	2,2	1,5	1,0	0,2	-1,5	-0,5	2,8
	Angebotspreise Einfamilienhäuser	3,7	4,7	1,3	2,3	1,3	2,4	1,5	1,0	3,1
	Wachstum Hypothekarkredite an Private	5,1	5,1	3,5	3,4	2,8	2,6	2,6	2,5	3,8
	Mietwohnungen									
	Angebotsmieten	3,1	2,9	2,2	1,0	-1,3	-1,0	-2,0	-2,5	1,3
	Angebotsmieten Neubau	1,2	1,3	5,8	-1,5	-3,4	-3,3	-2,0	-1,5	-0,9
	Preisindex Bestandesmieten	0,6	0,4	1,2	0,9	0,2	1,2	0,7	0,5	1,0
	Hypothekarischer Referenzzinssatz ⁴	2,3	2,0	2,0	1,8	1,8	1,5	1,5	1,5	2,1
	Netto-Cashflow-Rendite ⁵	4,3	4,1	4,2	4,0	3,9	3,5	3,5	3,5	4,1
Wertänderungsrendite ⁵	3,0	2,8	1,9	4,3	4,3	3,1	2,0	1,0	2,7	
Gesamtrendite ⁵	7,4	7,1	6,2	8,4	8,3	6,7	5,5	4,5	6,9	
Leerstände und Wohnbau										
Leerwohnungsquote	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,1	
Baubewilligungen, am Wohnungsbestand	1,3	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,2	
Geschäft	Büroflächen									
	Angebotsmieten	4,9	5,4	0,2	3,0	1,2	-1,0	-2,0	-2,0	1,5
	Angebotsziffer	6,5	6,3	6,6	6,9	6,6	6,7	6,8	6,5	6,7
	Netto-Cashflow-Rendite ⁵	4,4	4,3	4,4	4,2	3,9	4,0	4,0	4,0	4,4
	Wertänderungsrendite ⁵	1,9	0,8	0,0	0,8	1,0	2,0	1,5	1,5	1,3
	Gesamtrendite ⁵	6,4	5,1	4,4	5,0	4,9	6,0	5,5	5,5	5,7
	Verkaufsflächen									
	Angebotsmieten	6,3	1,5	-3,3	-1,1	-3,2	0,3	-0,5	-2,0	0,7
	Netto-Cashflow-Rendite ⁵	4,3	4,2	4,2	4,1	3,6	3,8	4,0	4,0	4,2
	Wertänderungsrendite ⁵	2,7	2,3	1,1	1,2	1,1	0,7	0,5	0,0	1,7
Gesamtrendite ⁵	7,1	6,5	5,3	5,3	4,8	4,5	4,5	4,0	5,9	
Börse	Immobilienaktien									
	Gesamtrendite	12,3	-6,9	13,6	9,6	11,7	10,1	-2,1	—	9,6
	Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	24,4	21,9	20,5	30,1	27,2	29,0	32,2	—	24,3
	Geschätzte Prämien ⁶	17,2	8,2	5,6	12,5	17,7	25,3	22,7	—	12,5
	Volatilität	8,9	10,1	8,0	12,9	11,8	8,7	8,7	—	10,5
	Immobilienfonds									
	Gesamtrendite	6,3	-2,8	15,0	4,2	6,8	6,6	-5,3	—	6,3
	Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	19,9	20,8	19,3	25,4	22,6	27,9	25,5	—	21,3
	Geschätzte Agios ⁶	25,5	17,5	19,2	28,9	27,2	27,5	22,0	—	22,8
	Volatilität	6,6	8,4	7,6	12,1	9,2	8,8	8,9	—	8,2
Benchmark										
Gesamtrendite Immobilien-Anlagestiftungen	6,5	5,7	5,1	5,8	5,8	5,4	4,0	—	5,5	
Gesamtrendite Swiss Performance Index	17,7	24,6	13,0	2,7	-1,4	19,9	-8,6	—	8,6	
Volatilität Swiss Performance Index	11,5	12,8	10,6	18,4	15,5	8,8	12,7	—	14,2	
Gesamtrendite Swiss Bond Index («AAA»)	2,2	-3,3	8,5	2,4	1,6	-0,1	0,3	—	2,7	

¹ Prognose UBS

² Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 8. Januar 2019)

³ Mittelwert 2009 bis 2018

⁴ Ende Jahr

⁵ Direktanlage Bestandesliegenschaften

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

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

