

**Swiss Issues Immobilien**  
Immobilienmarkt 2011  
Fakten und Trends



---

## Impressum

---

### Herausgeber

Martin Neff, Head Credit Suisse Economic Research  
Uetlibergstrasse 231, CH-8070 Zürich

---

### Kontakt

immobilien.economicresearch@credit-suisse.com  
Telefon +41 (0)44 334 74 19

---

### Autoren

Denise Fries  
Frey Hasenmaile  
Philippe Kaufmann  
Dr. Christian Kraft  
Martin Neff  
Thomas Rieder

---

### Mitwirkung

Viktor Holdener

---

### Druck

Reinhardt Druck Basel, Missionsstrasse 36, CH-4012 Basel

---

### Titelbild

Kantonales Berufsbildungszentrum Freiburg  
(Architekten: Butikofer de Oliveira Vernay sàrl, Lausanne  
Projektmanagement und Bauleitung: Tekhne SA, Fribourg)  
Photograph: Thomas Jantscher, Colombier

---

### Redaktionsschluss

2. Februar 2011

---

### Bestellungen

Direkt bei Ihrem Kundenberater oder bei jeder Credit Suisse Geschäftsstelle

Einzelexemplare über EBIC, Fax +41 (0)44 333 37 44 oder E-Mail an  
daniel.challandes@credit-suisse.com

Interne Bestellungen via Netshop mit Mat.-Nr. 1511451  
Abonnements mit Publicode ISD (HOST: WR10)

---

### Besuchen Sie uns auf dem Internet

[www.credit-suisse.com/immobilienstudie](http://www.credit-suisse.com/immobilienstudie)

---

## Disclaimer

---

Dieses Dokument wurde vom Economic Research der Credit Suisse hergestellt und ist nicht das Ergebnis einer/unserer Finanzanalyse. Daher finden die "Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse" der Schweizerischen Bankiervereinigung auf vorliegendes Dokument keine Anwendung.

Diese Publikation dient nur zu Informationszwecken. Die darin vertretenen Ansichten sind diejenigen des Economic Research der Credit Suisse zum Zeitpunkt der Drucklegung (Änderungen bleiben vorbehalten).

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.  
Copyright © 2011 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

---

**Inhalt**

<b>Editorial</b>	<b>4</b>
<hr/>	
<b>Wohnflächen</b>	<b>5</b>
Nachfrage	5
Angebot	10
Exkurs: Hypothekarischer Referenzzinssatz	14
Marktergebnis	16
Ausblick 2011	21
<hr/>	
<b>Serviced Apartments – eine aufstrebende Beherbergungsform</b>	<b>22</b>
<hr/>	
<b>Büroflächen</b>	<b>26</b>
Nachfrage	26
Exkurs: Standortoptimierung in Form dezentraler Arbeitsplatzkonzentration	28
Angebot	31
Marktergebnis	32
Die fünf grössten Büroflächenmärkte im Vergleich	33
Zürich	34
Genf	36
Bern	38
Basel	40
Lausanne	42
Ausblick 2011	44
<hr/>	
<b>Verkaufsflächen</b>	<b>45</b>
Nachfrage	45
Exkurs: Einkaufszentren-Dichte in der Schweiz	47
Angebot	50
Marktergebnis	52
Ausblick 2011	54
<hr/>	
<b>Das Schweizer Pfandbriefsystem über alle Zweifel erhaben</b>	<b>55</b>
<hr/>	
<b>Immobilien als Anlage</b>	<b>58</b>
Immobilienfonds	58
Immobilien-Aktiengesellschaften	61
Direktanlagen	62
Exkurs: Liegenschaftsbewertung mittels der DCF-Methode	63
Ausblick 2011	66

## Editorial

---

Der Schweizer Immobilienmarkt steht immer noch im Banne der tiefen Zinsen. Der dadurch verschärfte Preisauftrieb hält die Frage nach einer Überhitzung ganz oben auf der Agenda. Doch nicht alle Marktsegmente und Regionen sind gleichermaßen betroffen. Die Diskussion verlangt einen differenzierten Blick auf die Geschehnisse. Wir offenbaren im Kapitel Wohnflächen anhand der Diskrepanz von Preis- und Einkommensentwicklung, welches die gefährdeten Regionen sind und weshalb zumindest noch nicht von einer flächendeckenden Überhitzung gesprochen werden kann. Auch wenn die Tragbarkeit von Wohneigentum derzeit keiner Einkommenschicht Probleme bereitet, würde eine Rückkehr der Zinsen auf ihren historischen Durchschnittswert sogar Haushalten mit mittleren Einkommen in gewissen Hochpreisregionen finanzielle Probleme bereiten. Dies dürfte nicht ohne Auswirkungen auf das Preisniveau bleiben. Die erwarteten Zinsanstiege werden auch für die Besitzer von Renditeliegenschaften Folgen zeitigen. Anhand von Modellrechnungen und Prognosen legen wir in einem Exkurs über den hypothekarischen Referenzzinssatz dar, dass für die Vermieter die Kosten der Refinanzierung rascher steigen werden als die Mieterträge, da aufgrund der trägen Entwicklung des Referenzzinssatzes Kostenüberwälzungen auf die Mieterschaft erst mit Verzögerung möglich sein werden.

Die Tiefzinsphase macht Wohneigentum mit Abstand zur günstigsten Wohnform, wie wir anhand des Konzeptes der Eigentumsprämie erläutern. Die daraus folgenden Nachfrageverschiebungen in Richtung Eigentum setzen insbesondere dem Mietwohnungsmarkt zu, bei dem das Angebot wieder die Überhand über die Nachfrage gewinnt. Dass sich angesichts einer kräftig gestiegenen Zahl von Bauprojekten kein grösseres Ungleichgewicht aufbauen wird, dafür sorgt die Personenfreizügigkeit. Diese hat nicht nur zu einer präzedenzlosen Immigrationswelle geführt, sondern wird künftig höhere Zuwanderungszahlen und ein anhaltendes Bevölkerungswachstum zur Norm machen. Wir veranschaulichen, wie rasch dadurch die Baulandreserven in den einzelnen Regionen zur Neige gehen werden und wo der Bedarf nach Verdichtung besonders gross ausfallen wird.

Die Geschäftsflächenmärkte sind weniger der Gefahr ausgesetzt heisszulaufen, da sie im Gegensatz zum Wohnungsmarkt die Auswirkungen der kurzen Rezession in Form einer verminderten Nachfrage zu spüren bekamen. Angeführt von einer robusten Entwicklung der Beschäftigung, präsentieren sich die Aussichten im Büroflächenmarkt zunehmend freundlicher, auch wenn die noch im Bau befindlichen Flächen Überkapazitäten schaffen. Wir vertiefen die Analyse des Büroflächensegmentes anhand der fünf grössten Märkte und legen den Fokus insbesondere auf die räumliche Verlagerung der Nachfrage im Zuge von Standortoptimierungen. Im Kapitel über den Verkaufsflächenmarkt warten wir mit einer Erhebung über die Einkaufszentrendichte in der Schweiz auf und beantworten die Frage, wo es noch weisse Flecken gibt.

Neuen Aspekten widmen sich unsere Exkurse über die aufstrebende Beherbergungsform von Serviced Apartments – einer Wohnform zwischen Mietwohnung und Hotelzimmer – sowie über Pfandbriefe als Anlageform, die mit allen erdenklichen Sicherheiten ausgestattet ist. Welche Aussichten Immobilien als Anlage bieten und worauf man bei der Ermittlung der Immobilienwerte mittels der Discounted Cash Flow-Methode achten sollte, entnehmen Sie dem letzten Kapitel. Fakten und Trends zu den Immobilienmärkten der 26 Schweizer Kantone finden Sie wie gewohnt in dem separat als Druckversion vorliegenden regionalen Teil. Dieser ist genauso wie die Hauptstudie auch online verfügbar ([www.credit-suisse.com/immobilienstudie](http://www.credit-suisse.com/immobilienstudie)).

Das Autorenteam wünscht Ihnen einmal mehr eine spannende Lektüre.  
Credit Suisse-Immobilienresearch.

## Wohnflächen

Am Schweizer Wohnimmobilienmarkt sind die Folgen der Rezession 2009 praktisch spurlos vorbeigegangen. Er ist damit der Stabilität, die wir ihm schon länger attestieren, vollauf gerecht geworden. Einer der Hauptgründe hierfür war die nach wie vor stattliche, wenn auch abgeschwächte Zuwanderung, welche eine anhaltende Nachfrage nach Wohnflächen mit sich brachte. Allerdings profitierten die einzelnen Segmente in unterschiedlichem Ausmass. Dem Wohneigentum spielte die Verlängerung der Tiefzinsphase in die Hand. Eigentum ist derzeit die günstigste Wohnform; entsprechend machen sich auf dem Mietwohnungsmarkt Zeichen einer abgeschwächten Nachfrage in Form von steigenden Leerständen und einem Unterbruch im Mietpreiswachstum bemerkbar. Die Rahmenbedingungen für 2011 dürften ähnlich bleiben, so dass die verzerrte Attraktivität auf dem Wohnungsmarkt für den Grossteil des Jahres weiter ihre Wirkung entfalten wird. Wir rechnen entsprechend mit fortgesetzten Preisanstiegen im Wohneigentum. Damit dürfte das Augenmerk 2011 noch stärker dem mittlerweile hohen Preisniveau gelten. Flächendeckend kann noch nicht von Überbewertungen gesprochen werden. In einzelnen Regionen ist das Preisniveau jedoch nicht mehr nachhaltig. Doch sehen wir für 2011 keine Faktoren, die die regionale oder lokale Überhitzung korrigieren könnten. Früher oder später muss der Markt jedoch in den betroffenen Regionen, sei es mit einer Korrektur nach unten oder einer längeren Phase mit sich seitwärts bewegenden Preisen, wieder ins Gleichgewicht kommen.

### Nachfrage

#### Einkommen und Wohnkosten

Wie im letzten Jahr werden 2011 von Seiten der Einkommensentwicklung die geringsten Impulse auf die Nachfrage nach Immobilien ausgehen. Zwar erwarten wir nominal einen Anstieg der Haushaltseinkommen. Die wieder ansteigende Inflation sowie die höheren Abgaben und Krankenkassenprämien dürften jedoch einen Grossteil davon wieder zunichte machen. Das kommt nicht ganz unerwartet, hinkt das Einkommen doch der konjunkturellen Entwicklung hinterher. Bei einer anhaltenden Aufhellung der konjunkturellen Lage dürften auch von der Einkommenseite ab 2012 wieder stärkere Signale auf die Nachfrage nach Wohnraum ausgehen. Der Hauptnachfrage treiber für Wohneigentum lag in den letzten Jahren vor allem im tiefen Hypothekarzinsniveau und in den daraus resultierenden geringen jährlichen Kosten für Wohneigentum. 2010 lagen die Hypothekarzinsen so tief wie noch nie seit ihrer Erhebung ab 1850 (Abbildung 1). Dargestellt ist die heute nur noch selten genutzte variable Hypothek, die als einzige Hypothekarform schon so lange existiert. Fix-Hypotheken gibt es erst seit den Achtzigerjahren. Selbst langfristige Fix-Hypotheken mit einer Laufzeit von 10 und 15 Jahren waren im Verlaufe von 2010 für unter 3% zu haben. Für Wohneigentümer bestand also nicht bloss kurzfristig die Chance, vom tiefen Zinsumfeld zu profitieren. Vielmehr hatten sie die Möglichkeit, die tiefen Zinssätze über 10 Jahre und teilweise noch länger auf einem einmalig tiefen Niveau zu fixieren. Dank den tiefen Hypothekarzinsausgaben stand den Eigentümerhaushalten mehr Geld zur Verfügung. Seit Herbst 2008 haben sich die Hypothekarzinsaufwände der Privathaushalte in der Schweiz um rund 4.6 Mrd. CHF ermässigt. Pro Eigentümerhaushalt resultiert eine jährliche Einsparung von 3'500 CHF. Von diesem Rabatt dürften die Wohneigentümer auch 2011 über weite Strecken profitieren, obwohl die Mittel- und Langfristzinsen ihren Wendepunkt bereits im August 2010 erreicht hatten und sich seither von ihren absoluten Tiefstständen gelöst haben.

**Der Wohnimmobilienmarkt weiterhin im Banne der Tiefzinsen**

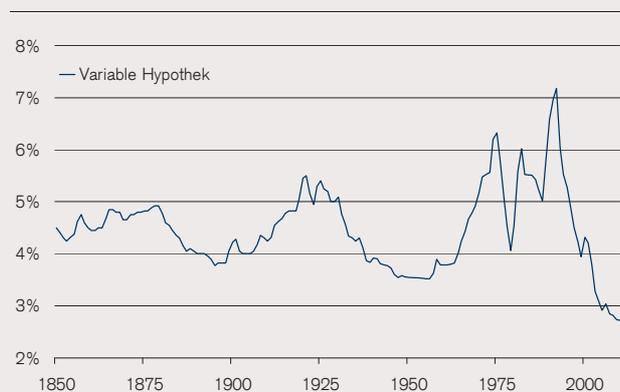
**Wohneigentum ist heute die günstigere Wohnform**

Auf eindrückliche Weise führt das Konzept der Eigentumsprämie die momentane Attraktivität von Wohneigentum vor Augen. Hierzu wird der jährliche Aufwand für Wohneigentum der Miete für eine vergleichbare Wohnung gegenübergestellt. Um den Vergleich möglichst adäquat vorzunehmen, werden alle materiellen Vor- und Nachteile quantifiziert. Neben den Hypothekarzinskosten werden auch Abschreibungen auf das Wohneigentum und Unterhaltskosten mit berücksichtigt. Zudem werden steuerliche Aspekte (Eigenmietwert, Abzugsmöglichkeit der Hypothekarzinsen), Opportunitätskosten des im Eigenheim gebundenen Kapitals, zu erwartende Aufwertungsgewinne der Liegenschaft sowie eine Prämie für das anlagentechnische Klumpenrisiko beim Besitz von Wohneigentum mit in die Berechnungen einbezogen (Abbildung 2).

Abbildung 1

**Historische Entwicklung der Hypothekarzinsen**

In Prozent

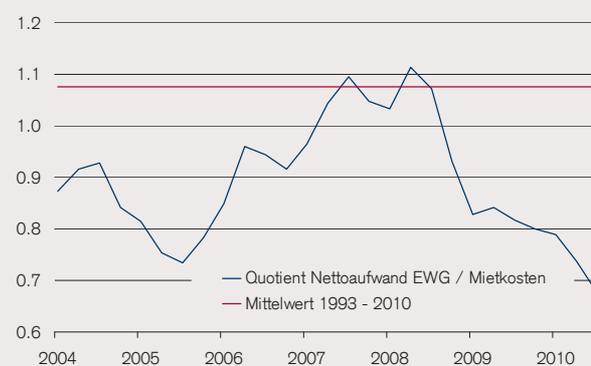


Quelle: Schweizerische Nationalbank, Datastream

Abbildung 2

**Eigentumsprämie**

Quotient &lt; 1: Der jährliche Nettoaufwand für eine Eigentumswohnung (EWG) liegt tiefer als die Miete einer vergleichbaren Mietwohnung



Quelle: Credit Suisse Economic Research

Typischerweise liegt der jährliche Aufwand für Wohneigentum über den Mietkosten einer gleich grossen Wohnung, weshalb man von einer Eigentumsprämie spricht. Eine solche konnte man bis 2002 zumeist beobachten. Die Eigentumsprämie kann mit den individuellen Gestaltungsmöglichkeiten bei Wohneigentum begründet werden. In der Regel bewirken diese einen etwas höheren Ausbaustandard der Eigentumsobjekte. Die Freiheit, in den eigenen vier Wänden zu wohnen, ist vielen Eigentümern zudem einen Aufpreis wert. Die tiefen Zinskosten haben die Prämie nun allerdings in einen Discount verwandelt, ähnlich wie in der Tiefzinsphase von 2002-2006. Die tiefen Zinsen reduzieren dabei nicht nur die Hypothekarzinskosten, sondern schmälern auch den hypothetischen Ertrag einer Alternativanlage in Staatsanleihen, was den Immobilienbesitz gleich in doppelter Hinsicht begünstigt. Ein Wermutstropfen – wenn auch ein kleiner – bleibt: Die tiefen Hypothekarzinsen sorgen dafür, dass die steuerwirksamen Schuldzinsabzüge die Versteuerung des Eigenmietwertes nicht aufzuwiegen vermögen. Dieser Effekt tritt vor allem bei tiefen Belehnungen auf und wandelt sich bei höheren Belehnungsquoten in einen Steuervorteil um. Unter dem Strich muss heute für eine 4-Zimmer-Wohnung bei einer Belehnungsquote von 50% im Mittel mit Nettoaufwänden von 13'850 CHF pro Jahr gerechnet werden. Eine vergleichbare Mietwohnung schlägt jährlich mit 20'550 CHF zu Buche. Ein Eigentümer bezahlt aktuell also etwa 33% weniger als ein Neumieter (Abbildung 2). Abbildung 3 veranschaulicht die Berechnungsweise anhand eines Beispiels in der Gemeinde Baden.

### Tragbarkeit dürfte in einzelnen Regionen zum Problem werden

Dank den rekordtiefen Zinsen stellt die Tragbarkeit der Wohnkosten heute nur in Einzelfällen ein Problem dar (Abbildung 4). Je nach Einkommenshöhe mussten 2010 im Mittel 15-19% des Haushaltseinkommens für Wohneigentum aufgewendet werden. Mit dem erwarteten Anstieg der Hypothekarzinsen wird sich das Verhältnis von Wohnkosten zu Einkommen 2011 etwas verschlechtern. Neuerwerber müssen daher im Jahresverlauf mit wieder steigenden Wohnkosten rechnen, wohingegen die meisten bisherigen Wohneigentümer aufgrund der grossen Verbreitung von Fix-Hypotheken noch geraume Zeit von tiefen Wohnkosten profitieren dürften. Schweizweit würde sich die Tragbarkeit erst bei einem Anstieg der Hypothekarzinsen auf das langjährige Mittel substanziell verschlechtern. Das unterste Einkommensquintil, das die 20% der Haushalte mit den geringsten Einkommen umfasst, könnte die goldene Finanzierungsregel in diesem Fall im Mittel nicht mehr einhalten.

Dieses aggregierte Bild blendet aus, dass in einzelnen Regionen die Immobilienpreise weit stärker gestiegen sind als die Einkommen, so dass für gewisse Einkommensschichten der Erwerb von Wohneigentum aus Tragbarkeitsüberlegungen trotz derzeit tiefer Zinsen schwierig ist. Per Ende 2011 müssen in Anbetracht der erwarteten Zinsanstiege etwa im Kanton Zug zwischen 15-34% des Haushaltseinkommens für Wohneigentum aufgewendet werden. Bei einem Anstieg der Hypothekarzinsen auf das langjährige Mittel wären lediglich noch Haushalte im obersten und zweitobersten sowie ganz knapp auch solche im drittobersten Einkommensquintil in der Lage, Wohneigentum zu den gegenwärtigen Immobilienpreisen finanziell tragen zu können. Ein vergleichbares Bild zeichnet sich in anderen Regionen mit begehrten Wohnlagen ab.

Abbildung 3

**Beispiel Eigentumsprämie**

Wohnaufwandverhältnis zwischen Eigentum und Miete einer mittleren 4-Zimmer-Wohnung in Baden, Kanton Aargau

	2008	2010
Preis Eigentumswohnung	596'000 CHF	659'000 CHF
Hypothekarzinskosten*	12'606 CHF	6'906 CHF
Opportunitätskosten**	8'721 CHF	4'432 CHF
Abschreibungen / Unterhalt (total 1.3%)	7'748 CHF	8'567 CHF
Steuermehrkosten netto	747 CHF	2'290 CHF
Risikoprämie (1%)	5'960 CHF	6'590 CHF
Erwarteter Aufwertungsgewinn	-9'914 CHF	-10'962 CHF
<b>Wohnaufwand Eigentum p.a.</b>	<b>25'869 CHF</b>	<b>17'823 CHF</b>
<b>Jahresmiete</b>	<b>23'800 CHF</b>	<b>25'600 CHF</b>
<b>Eigentumsprämie/-discount</b>	<b>1.09</b>	<b>0.70</b>

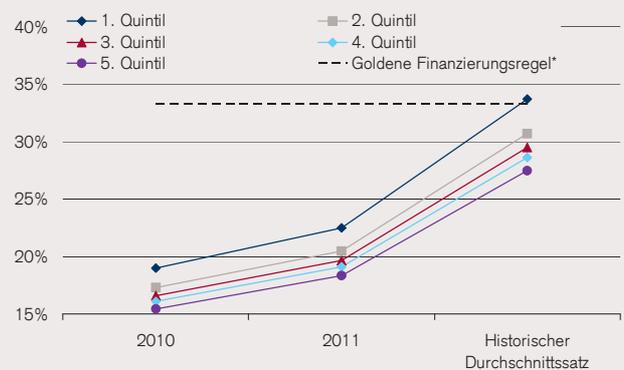
\* Belehnung 50%, Fix-Hypothek 5 Jahre zu 4.23% (2008) bzw. 2.10% (2010)  
 \*\* Alternativanlage des Eigenkapitals in Staatsobligationen

Quelle: Credit Suisse Economic Research

Abbildung 4

**Tragbarkeit von Wohneigentum**

Anteil der laufenden Wohnkosten (5-jährige Fix-Hypothek, 1% Unterhalt) am durchschnittlichen Haushaltseinkommen von fünf Einkommensklassen



\* Wohnkosten dürfen nicht mehr als ein Drittel des Haushaltseinkommens ausmachen

Quelle: Credit Suisse Economic Research, Bundesamt für Statistik

**2011 steigen die Kosten von Wohneigentum wieder**

Die zinsbedingten Verzerrungen auf dem Wohneigentumsmarkt dürften 2011 nicht mehr grösser werden. Mit dem erwarteten Anstieg der Zinsen in der zweiten Jahreshälfte wird die Attraktivität von Wohneigentum geschmälert werden, was in Form einer verschlechterten Tragbarkeit und einer wieder etwas höheren Eigentumsprämie zum Ausdruck kommen wird. Beide Kennzahlen bleiben aber auf attraktivem Niveau, so dass die Nachfrage nach Wohneigentum auch im laufenden Jahr hoch bleiben dürfte und nur von den hohen Preisen gebremst werden wird.

**Bevölkerung**

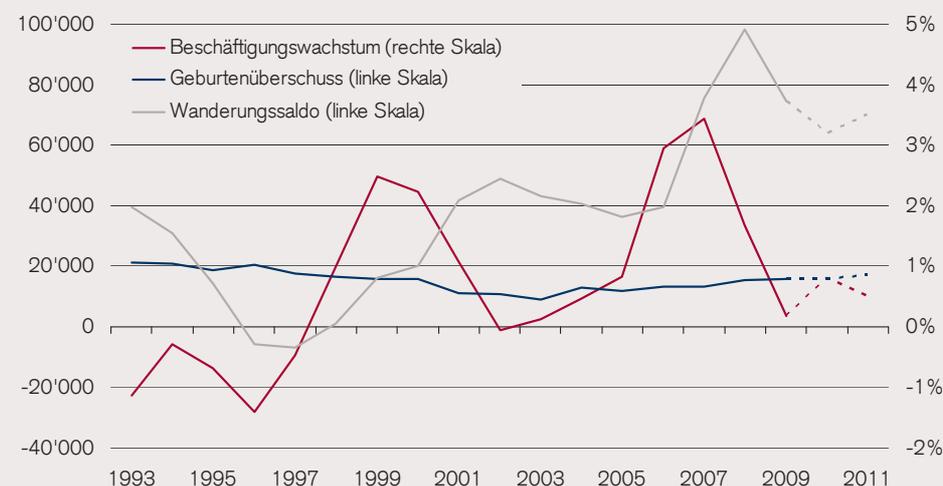
**Zuwanderung bleibt Motor des Bevölkerungswachstums**

Von Seiten der Bevölkerungsentwicklung gingen 2010 anhaltend starke Impulse auf die Nachfrage nach Wohnraum aus. Die Dynamik hat zwar abgenommen. Mit einem Bevölkerungszuwachs von 0.9% lag das Wachstum aber immer noch über dem langjährigen Mittel (1990-2009) von jährlich 0.8%. Wie schon in den Vorjahren ist der Anstieg vornehmlich auf die Zuwanderung zurückzuführen. Der Wanderungssaldo (inklusive Statuswechsel) hat im vergangenen Jahr mit über 60'000 Personen einmal mehr positiv überrascht und widerspiegelt die rasche Erholung des Arbeitsmarktes (Abbildung 5).

Abbildung 5

**Die Einwanderung im Kontext der konjunkturellen Entwicklung**

Wanderungssaldo inkl. Statuswechsel, Beschäftigungswachstum p.a. (jeweils 4. Quartal), 2010/11: Schätzung/Prognose



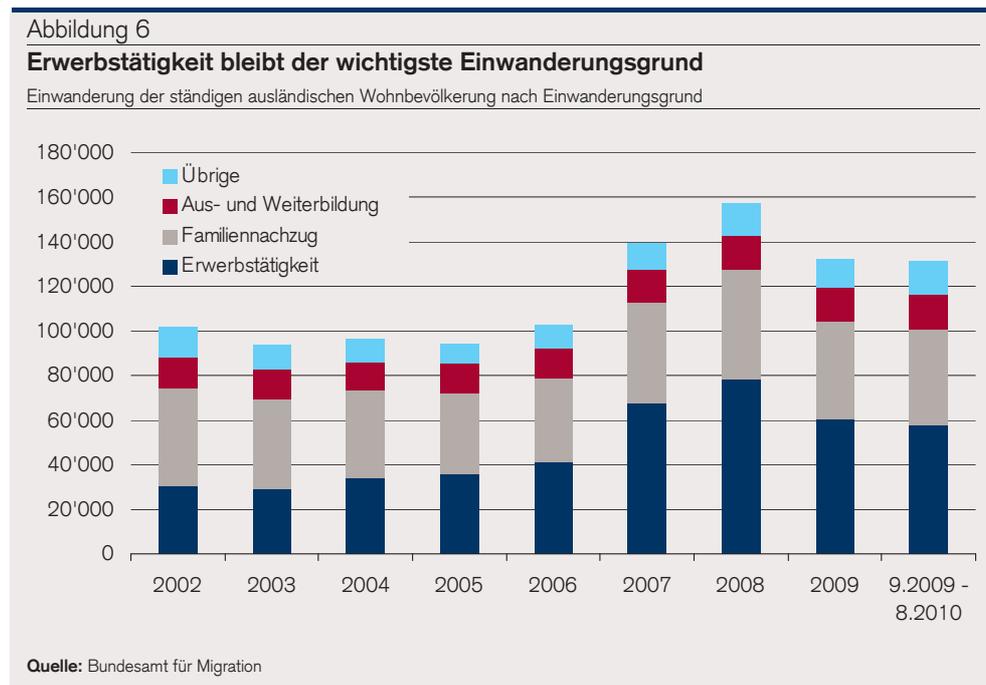
Quelle: Credit Suisse Economic Research, Bundesamt für Statistik

**Zuwanderung reagiert mit Verzögerung auf Beschäftigungsentwicklung**

Typischerweise reagiert die Zuwanderung mit rund einem Jahr Verzögerung auf die Beschäftigungsentwicklung. Mit verantwortlich hierfür sind die sogenannten Statuswechsel, machen diese doch immer noch rund einen Drittel des gesamten Wanderungssaldos aus. Dabei handelt es sich beispielsweise um Zugewanderte mit Kurzaufenthaltsbewilligung, welche neu eine Jahresaufenthaltsbewilligung erhalten. Detaillierte Auswertungen in früheren Jahren haben gezeigt, dass diese Zuzüger in der überwiegenden Mehrheit der Fälle 1 bis 2 Jahre vorher in die Schweiz eingewandert sind.

**Erwerbstätigkeit weiterhin Hauptgrund für die Zuwanderung**

Eine Auswertung der wichtigsten Einwanderungsgründe legt offen, dass trotz vorübergehender Verschlechterung auf dem Arbeitsmarkt weiterhin viele Zuwanderer zur Aufnahme einer Erwerbstätigkeit in die Schweiz kommen (Abbildung 6). Zwischen September 2009 und August 2010 konnte man 57'623 Personen zählen, was 43.7% aller Zugewanderten entspricht. Trotz einem Rückgang um 26.6% im Vergleich zum Höchststand 2008 ist das immer noch eine beachtliche Zahl. Die Entwicklung der Zahlen zum Familiennachzug zeigt, dass dieser mit der steigenden Zuwanderung 2007/08 ebenfalls zugenommen hat, jedoch weniger stark. Das ist darauf zurückzuführen, dass viele Zuwanderer bereits in jungen Jahren, bevor sie eine Familie gründen, einwandern.<sup>1</sup> Die Zahl der Personen, die zu Aus- und Weiterbildungszwecken in die Schweiz kommen, hat sich dagegen trotz anderer Rahmenbedingungen nur unwesentlich verändert. Insgesamt sind am aktuellen Rand praktisch gleich viele ausländische Staatsangehörige eingewandert wie im Jahr 2009. Dass der Wanderungssaldo 2010 dennoch abgenommen hat, ist auf eine erhöhte Auswanderung von Ausländern zurückzuführen.



**Keine weitere Abschwächung der Zuwanderung**

Eine Analyse der monatlichen Zuwanderungsdaten lässt vermuten, dass 2011 mit keiner weiteren Abschwächung gerechnet werden kann. Die robuste Beschäftigungsentwicklung sowie die verbesserten Arbeitsmarktbedingungen dürften den Zustrom ausländischer Staatsangehöriger, die aus beruflichen Gründen in die Schweiz kommen, wieder erhöhen. Insgesamt rechnen wir 2011 mit einem Wanderungssaldo von knapp 70'000 Personen. Dieser Saldo liegt höher als in jedem Jahr zwischen 1992 und 2006 und entspricht gut dem 1.8-fachen des zwanzigjährigen Mittelwertes von 38'600. Dank diesen Zuwanderungszahlen rechnen wir 2011 mit einem Bevölkerungswachstum, das wieder die Marke von 1% überschreitet und damit klar über dem langjährigen Mittel von 0.8% zu liegen kommt.

1 Für detaillierte Zahlen zu Alter und beruflichem Status der Zuwanderer siehe Swiss Issues Immobilien – Immobilienmarkt 2009, Fakten und Trends, S10f.

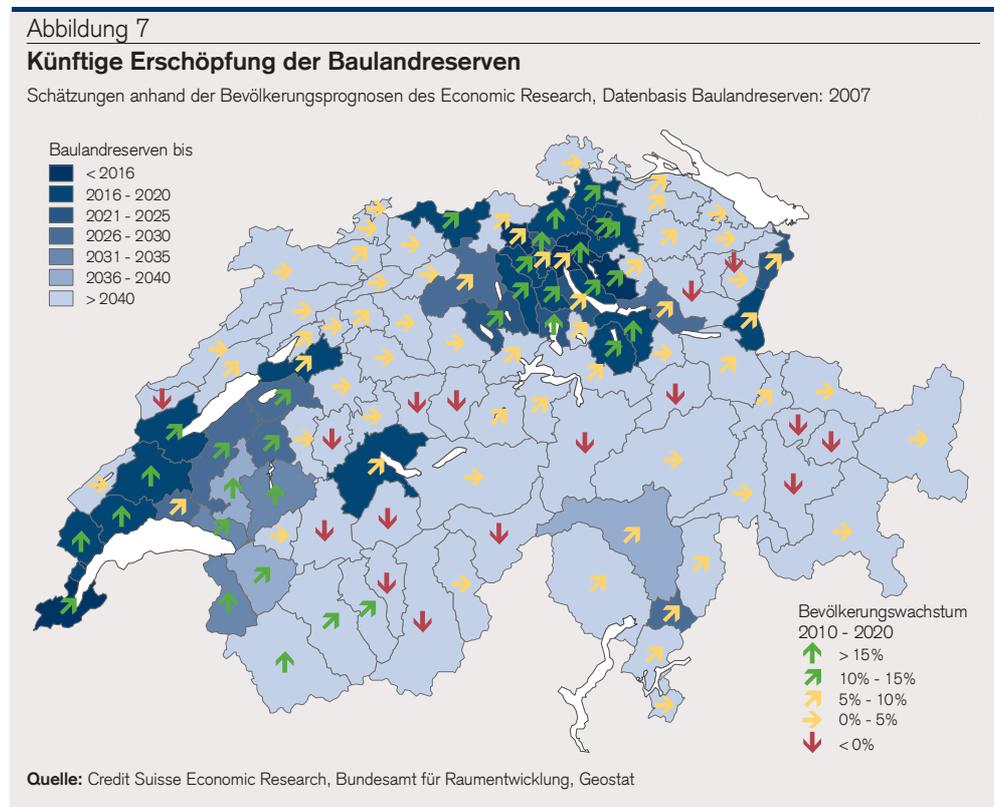
**Neue Ausgangslage durch den freien Personenverkehr**

Je länger desto mehr zeichnet sich ab, dass der freie Personenverkehr mit der EU eine neue Ausgangslage geschaffen hat. Die relative Attraktivität als Wohn- und Arbeitsort macht die Schweiz zu einem begehrten Ziel für Arbeitswillige. Zuwanderungszahlen, wie wir sie im letzten und im laufenden Jahr verzeichnen, dürften zur Norm werden. Da sich etwa die Hälfte der Zuzüger im Alter der Familiengründung zwischen 20 und 35 Jahren befindet, steigt aktuell auch der Geburtenüberschuss leicht an. Die Zuwanderung bleibt damit auch in den kommenden Jahren der massgebende Faktor für die Bevölkerungsentwicklung und somit für die Nachfrage auf dem Immobilienmarkt. Momentan sind keine wirtschaftlichen, politischen oder gesellschaftlichen Veränderungen am Horizont erkennbar, die an dieser Situation grundlegend etwas ändern würden.

**Langfristige Nachfrageentwicklung**

**Regional sehr ungleicher künftiger Bedarf an Wohnflächen**

Wie sich die veränderten Rahmenbedingungen in Zukunft auf die Nachfrage nach Wohnraum auswirken könnten, haben wir bis 2040 modelliert. Allein bis 2020 dürfte die Bevölkerung im Basisszenario um weitere 650'000 Personen zunehmen. Das entspricht einem jährlichen Bevölkerungswachstum von 0.8%. Der Zuwachs wird sich jedoch ungleich über die Schweiz verteilen. Die grösste Dynamik wird im Genferseeraum und Teilen der Kantone Wallis und Freiburg sowie im Grossraum Zürich zu finden sein (Abbildung 7). So dürfte die Bevölkerung in den Regionen Morges/Rolle, Nyon, Gros-de-Vaud, Glattal sowie dem Zürcher Unterland um insgesamt 18-20% wachsen. In einzelnen peripher gelegenen Regionen wie dem Glarner Hinterland (-10%), Goms (-6%), Davos (-5%) und Schanfigg (-5%) ist dagegen ein spürbarer Rückgang der Bevölkerung zu erwarten. Hierfür verantwortlich ist die fehlende Attraktivität dieser peripheren Regionen für junge Erwachsene und Zuwanderer. Touristische Gemeinden sind zwar attraktive Standorte für Beschäftigte im Tourismus oder für Personen im Ruhestand. Die Nachfrage nach solchen Arbeitskräften sowie die Binnenmigration von Rentnern kann in den betroffenen Regionen die Abwanderung von Einheimischen jedoch nicht kompensieren.



**Zu wenig Baulandreserven rund um Zürich und Genf**

Nicht jede Region mit einer Mehrnachfrage nach Wohnraum wird diese gleich gut befriedigen können. Während ländliche und periphere Regionen über grosse Baulandreserven verfügen, sind diese in Zentren und gut erschlossenen zentrumsnahen Regionen dünn gesät. Zur Beurtei-

lung der Aufnahmefähigkeit der Mehrnachfrage haben wir unter der vereinfachenden Annahme eines unveränderten Wohnflächenbedarfs pro Kopf sowie einer gleichbleibenden Baudichte geschätzt, wie lange die heutigen Baulandreserven ausreichen, sofern kein Boden zusätzlich eingezont wird. In den Grossräumen Zürich und Genfersee dürfte das verfügbare Bauland am schnellsten zur Neige gehen. Erstaunlich ist, wie schnell das teilweise der Fall sein wird. Ohne zusätzliche Einzonungen oder bauliche Verdichtungen könnte das eingezonte Bauland in den Regionen Stadt Zürich, Glattal, Zürcher Oberland-West, Winterthur-Stadt, Baden und Genf bereits 2015 aufgebraucht sein. Unter Berücksichtigung einer weiterhin sinkenden durchschnittlichen Haushaltsgrösse bzw. eines höheren Wohnflächenbedarfs pro Kopf dürften die Reserven noch schneller zur Neige gehen. Im Gegensatz dazu dürften die Baulandreserven in 68 der 110 Schweizer Regionen bis nach 2040 reichen, um den zusätzlichen Bedarf an Wohnraum abzudecken. Die Regionen mit genügend hohen Reserven liegen zumeist weit weg von den Zentren Zürich, Genf und Lausanne und sind vergleichsweise schlecht über den öffentlichen Verkehr an diese Arbeitsplatzzentren angebunden. Damit sind sie für viele Wohnraumsuchende nur zweite Wahl. In den gut erschlossenen zentrumsnahen Gebieten rund um Zürich und am Genfersee wird man daher kaum darum herkommen, neue Baulandreserven auf Kosten von Landwirtschafts- und Naherholungsflächen zu gewinnen sowie vermehrt verdichtet zu bauen.

---

## Angebot

---

### Verdichtung als Lösung?

#### Möglichkeiten zur Verdichtung

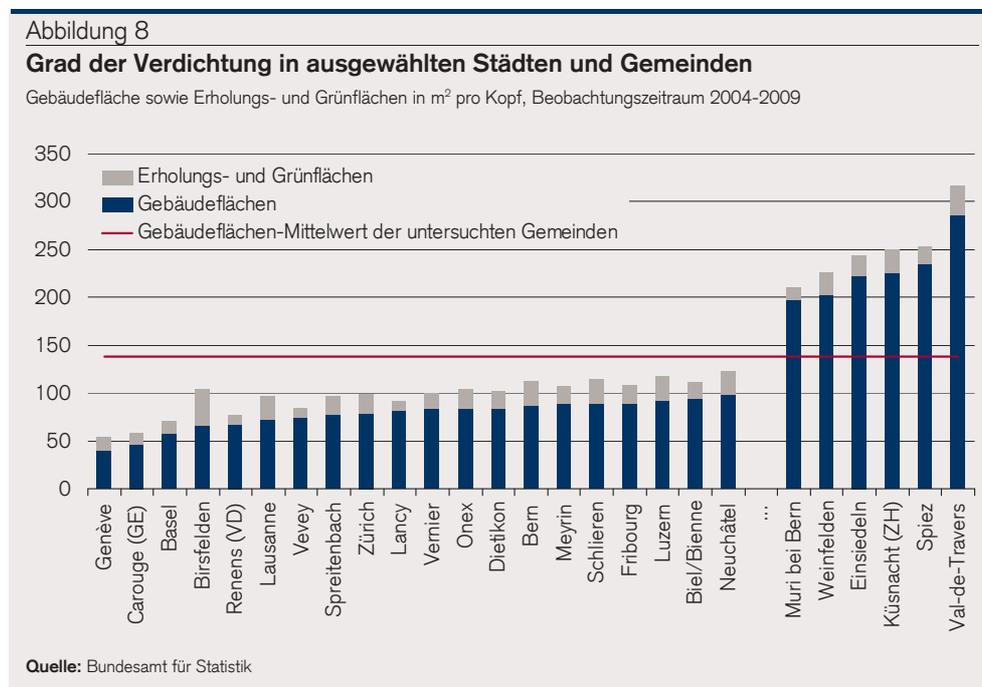
Es herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass zur Schonung des knappen Gutes Boden dem Siedlungsdruck mit verdichteter Bauweise beigegeben werden muss. Doch beim "Wie" gehen die Meinungen auseinander. Naheliegend sind das Auffüllen von Baulücken, der Ausbau von Dachstöcken oder die Umnutzung von ehemaligen Industrieflächen. Darüber hinaus bleiben nur noch zwei Möglichkeiten: der Bau von zusätzlichen Geschossen oder die Verkleinerung der Bauabstände. Um eine Verdichtung bei möglichst unveränderter Lebensqualität zu erreichen, müssen Erholungs- und Grünflächen erhalten und sollten die Gebäudeabstände gewahrt werden. Andernfalls stellt sich rasch ein Gefühl der Enge ein. Als Lösungsvariante verbleibt im Wesentlichen nur die Ausdehnung in der Vertikalen. Dabei muss aber nicht überall auf Hochhäuser gesetzt werden. Wird flächendeckend ein bis zwei Stockwerke höher gebaut, wäre bereits viel erreicht. In der Stadt Zürich entfallen beispielsweise nur die Hälfte aller Wohnungen auf die Stockwerke zwei und mehr, und nur 14% auf die Stockwerke vier und mehr. Anstatt die Horizontale zu verbauen, sollte das vertikale Potenzial besser ausgeschöpft werden. Wie wenig dies selbst in Schweizer Städten geschieht, zeigen zahlreiche eingeschossige Gewerbeflächen an attraktiven Lagen, was einer Verschwendung des knappen Baulandes gleichkommt. Würden an diesen Stellen mehrgeschossige Gebäude erstellt, in denen das Erdgeschoss weiterhin dem Gewerbe zur Verfügung stünde, könnte solcher Boden weitaus effizienter genutzt werden. Doch bauliche Dichte ist nicht gelebte Dichte. Letztlich nützt es wenig, die bauliche Dichte zu strapazieren, solange der Flächenkonsum pro Kopf stetig zunimmt.

#### In der Westschweiz wird mehr verdichtet

Regional ist die Verdichtung heute unterschiedlich stark vorangeschritten. Wie zu erwarten, wird in grösseren Städten dichter gebaut als in ländlichen Gebieten. Am dichtesten wird jedoch nicht in der Stadt Zürich, sondern in den Kantonen Genf und Basel-Stadt gebaut (**Abbildung 8**). Die Stadt Genf kommt mit "bloss" 40 m<sup>2</sup> Gebäudefläche pro Einwohner aus. Neben Wohnflächen fliessen auch die Flächen von Bürogebäuden, öffentlichen Gebäuden und landwirtschaftlichen Gebäuden in diese Zahlen mit ein. Zusammenhängende Industrie- und Gewerbeflächen werden dagegen nicht berücksichtigt. Erstaunlicherweise zeigt sich ein West-Ost-Gefälle. In den 20 am dichtesten bebauten Gemeinden mit mehr als 10'000 Einwohnern stammen 11 aus der Romandie.<sup>2</sup> Am meisten Fläche konsumieren die Bewohner in den Gemeinden Val-de-Travers (285 m<sup>2</sup>), Spiez (235 m<sup>2</sup>) und Küsnacht (ZH) (225 m<sup>2</sup>). Ein Bewohner in Spiez oder Küsnacht (ZH) hat mehr als fünfmal so viel Siedlungsraum wie ein Bewohner in Genf zur Verfügung. Das Val-de-Travers stellt einen Spezialfall dar, handelt es sich hierbei doch um mehrere kleine, ländlich geprägte Ortschaften, die zusammen eine Gemeinde bilden. Dass eine verdichtete Bauwei-

<sup>2</sup> Aktuelle Zahlen für das Tessin sowie die Kantone Graubünden, St. Gallen, Glarus, Uri, die beiden Appenzell sowie das Wallis liegen zurzeit noch nicht oder erst teilweise vor, weswegen keine Aussagen zu Städten wie Chur, St. Gallen, Brig oder Lugano möglich sind.

se nicht mit fehlenden Erholungs- und Grünflächen einhergehen muss, zeigt die Gemeinde Birsfelden. Hinsichtlich Gebäudefläche weist Birsfelden den viertiefsten Pro-Kopf-Wert auf. Nichtsdestotrotz verfügt sie über mehr Erholungs- und Grünflächen (38 m<sup>2</sup> pro Bewohner) als viele weniger dicht bebaute Gemeinden.



**Zu wenige Ersatzneubauten**

In der Praxis ist eine verdichtete Bauweise nicht so schnell durchzusetzen, machen Neubauten doch bloss etwa 1% des Wohnungsbestandes aus. Der Fokus muss daher auch bei den Ersatzneubauten liegen. Auswertungen im Kanton Zürich haben ergeben, dass für jede rückgebaut Wohnung 2.3 neue Wohnungen entstanden sind. Die Problematik liegt jedoch in der geringen Anzahl Wohnungen, die jährlich abgerissen werden. In den letzten fünf Jahren waren das in der Schweiz jährlich nur rund 2'700 Wohneinheiten. Das entspricht gerade einmal 8.5% des jährlichen Reinzugangs. Der Grund für die geringe Anzahl Gebäude, die jedes Jahr rückgebaut werden, liegt in der langen Lebensdauer der Liegenschaften. Erst wenn sich ein Ersatzneubau finanziell rechnet, dürfte ein Abriss für den Liegenschaftsbesitzer eine Option sein. Daher wird die Verdichtung über den Ersatzneubau auch in den kommenden Jahren nur einen kleinen Teil des zusätzlichen Bedarfs an Wohnraum abdecken können.

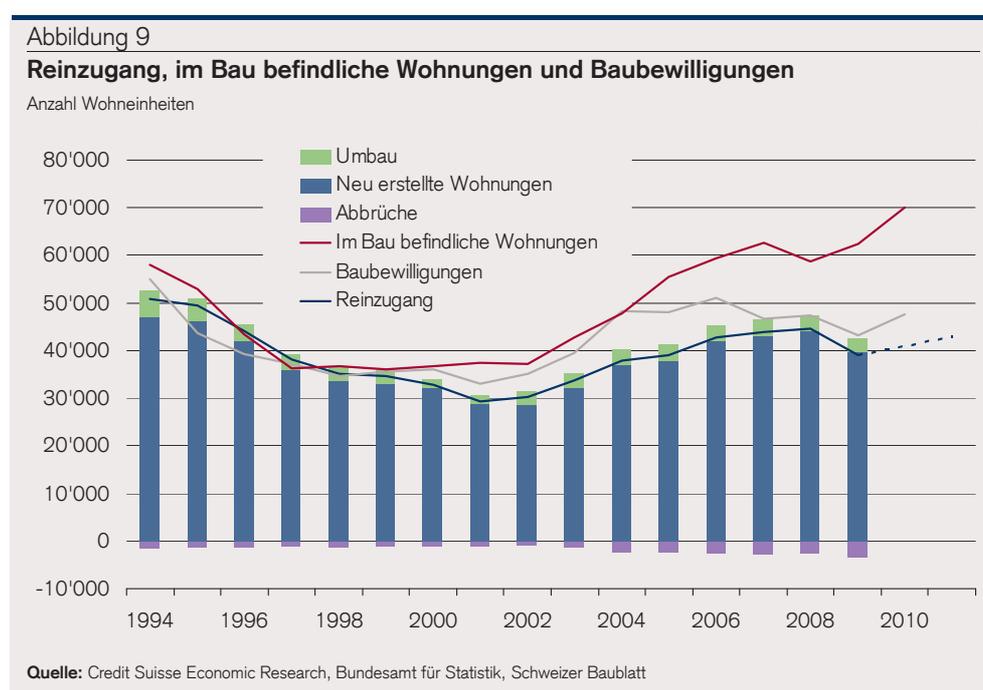
**Aktuelle Bautätigkeit**

**Rekordzahl an Wohnungen harrt der Fertigstellung**

Im vergangenen Jahr sind mit schätzungsweise 41'000 Einheiten zum zweiten Mal in Folge weniger Wohnungen als in den Jahren zuvor (2006-2008) dem Markt zugeführt worden. Daraus zu schliessen, die Bautätigkeit wäre flau gewesen, ist falsch. Denn gleichzeitig ist die Zahl der im Bau befindlichen Wohnungen per Ende des 3. Quartals 2010 auf eine neue Höchstzahl von 70'156 Einheiten geklettert. Das kalte Wetter zu Beginn des Vorjahres mag dabei nur bedingt als Erklärung für die Fertigstellungsschwäche der Bauwirtschaft herhalten. Für die zunehmende Abkoppelung der Zahl im Bau befindlicher Wohnungen vom jährlichen Reinzugang des Wohnungsbestandes (Abbildung 9) dürfte eher eine längere Ausführungsdauer verantwortlich sein. Diese steht erstens in Zusammenhang mit einer gestiegenen Anzahl von Grossprojekten. So entfielen Anfang 2000 erst 18% aller Wohneinheiten in Mehrfamilienhäusern auf Grossprojekte mit mehr als 30 Wohnungen. Bis Ende 2010 ist dieser Anteil auf 43% angestiegen. Zweitens haben die Bauunternehmen die Kapazitäten 2009 und 2010 angesichts der krisenbedingt unsicheren Aussichten nicht ausgeweitet und auf teurere Sonderanstrengungen zum rascheren Bauabschluss verzichtet.

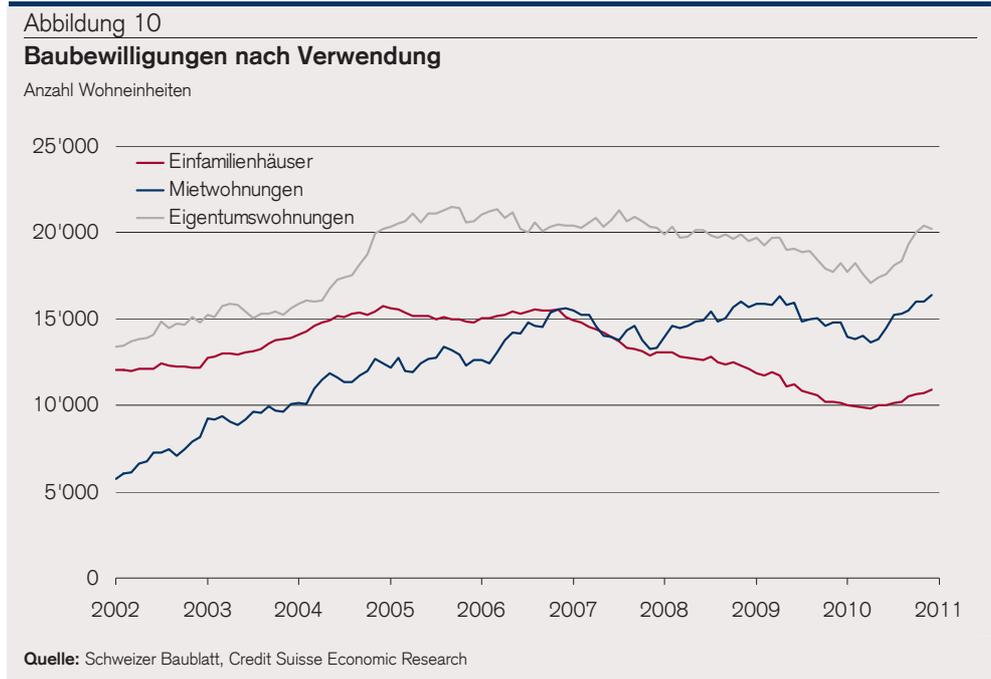
### Durchstarten der Bautätigkeit

Dem Markt steht somit eine Flut von neu erstellten Wohnungen bevor, wenn die Schlüsselübergabe ansteht. Dies scheint die Planung von neuen Bauvorhaben jedoch nicht zu beeinträchtigen. Im Gegenteil, nach drei Jahren mit jeweils rückläufiger Zahl erteilter Baubewilligungen scheint gegenwärtig die Projektierungstätigkeit durchzustarten. Die gleitende 12-Monats-Summe der Wohnungen, für welche eine Baubewilligung erteilt wurde, lag per Ende 2010 bei 47'528 Wohneinheiten, was einem Plus von 10% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Die Anzahl der Wohnungen, für welche im Verlauf von 2010 ein Baugesuch eingereicht wurde, hat mit 9.5% ebenfalls markant zugenommen. Die rasche Bewältigung der Krise, die Konsolidierung der Zuwanderung auf hohem Niveau sowie der hohe Anlagedruck von institutionellen Geldern haben zu einer Rückkehr der Zuversicht bei den Immobilieninvestoren gesorgt. Für 2011 rechnen wir mit einem Reinzugang von 43'000 Wohneinheiten, einem Plus von 5% gegenüber dem Vorjahr (Abbildung 9). Es ist damit zu rechnen, dass die Bauwirtschaft das Tempo erst drosselt, wenn der Absatz der Wohnungen nicht mehr gewährleistet ist. Bis auf weiteres kann daher mit einer hohen Wohnbautätigkeit gerechnet werden.



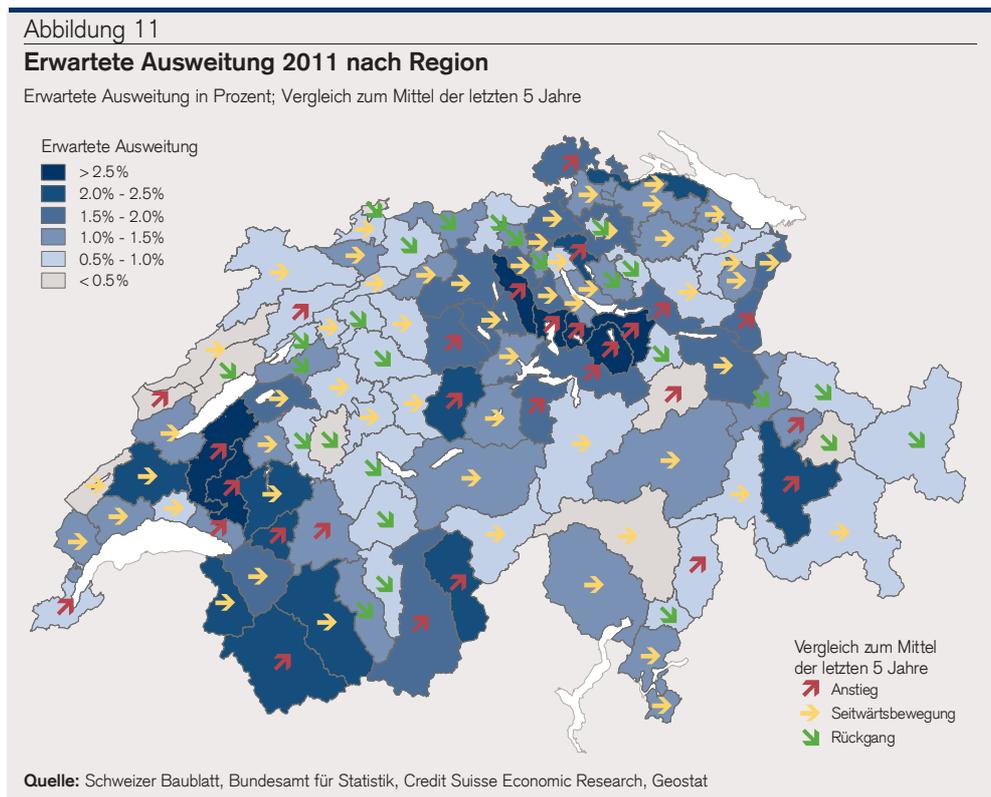
### Comeback des Baus von Eigentumswohnungen

Für die gestiegene Anzahl Bauprojekte sind das Eigentums- und Mietwohnungssegment gleichermaßen verantwortlich. In beiden Segmenten stieg die Anzahl bewilligter Wohneinheiten gegenüber dem Vorjahr um rund 11% an (Abbildung 10). Mittlerweile machen Eigentumswohnungen wieder 42% aller projektierten Wohneinheiten aus. Der Anteil der Mietwohnungen beläuft sich auf 35%. Hinter den Zuwachsraten stehen allerdings unterschiedliche Ursachen. Das Mietwohnungssegment kann wie schon in den Vorjahren von der gestiegenen Attraktivität der Zentren sowie der anhaltenden Zuwanderung profitieren. Bei den Eigentumswohnungen stellt die Entwicklung der letzten 12 Monate dagegen noch deutlicher eine Trendwende dar, war die Anzahl bewilligter Projekte doch seit Mitte 2007 im Sinken begriffen. Mit der verbesserten wirtschaftlichen Situation und insbesondere der verlängerten Tiefzinsphase konnte diese Entwicklung durchbrochen werden. Das dürfte auch der Grund für den gestoppten Rückgang bei den Einfamilienhäusern sein. Der Anstieg fiel hier mit 7.5% jedoch schwächer aus. Deren Anteil liegt aktuell noch bei 23% aller bewilligten Wohnungen, nachdem er 2002 noch bei beinahe 40% lag. Denn an gut erschlossenen Lagen führen die hohen Baulandpreise zu einer starken Fokussierung auf Eigentumswohnungen. Die hohen Baulandpreise sind nicht selten auch dafür verantwortlich, dass auf den Bau von Mietwohnungen zugunsten von Eigentumswohnungen verzichtet wird.



**Der Schwerpunkt der Bautätigkeit liegt zunehmend ausserhalb der Zentren**

Der Schwerpunkt der im Planungsstadium befindlichen Bauprojekte liegt wie bereits in den Vorjahren in den Grossräumen Zürich und Genfersee (Abbildung 11). Im Vergleich zu den Vorjahren ergaben sich jedoch innerhalb dieser Grossregionen Verschiebungen, liegt der Fokus der Bautätigkeit doch nicht mehr in den Zentren und den daran angrenzenden Regionen, sondern mit Ausnahme des Glattals mehrheitlich weiter von den Zentren entfernt. Bereits 2009 kamen gemessen am Bestand am meisten Wohnungen in den ländlichen Pendlergemeinden und den periurbanen Gemeinden auf den Markt. Der Siedlungsbrei dehnt sich also weiter aus. Diese Entwicklung dürfte sich in Anbetracht der Bauprojekte noch weiter verstärken. Die Raumplanung vermag dem ökonomischen Druck nichts Gleichwertiges entgegenzusetzen.



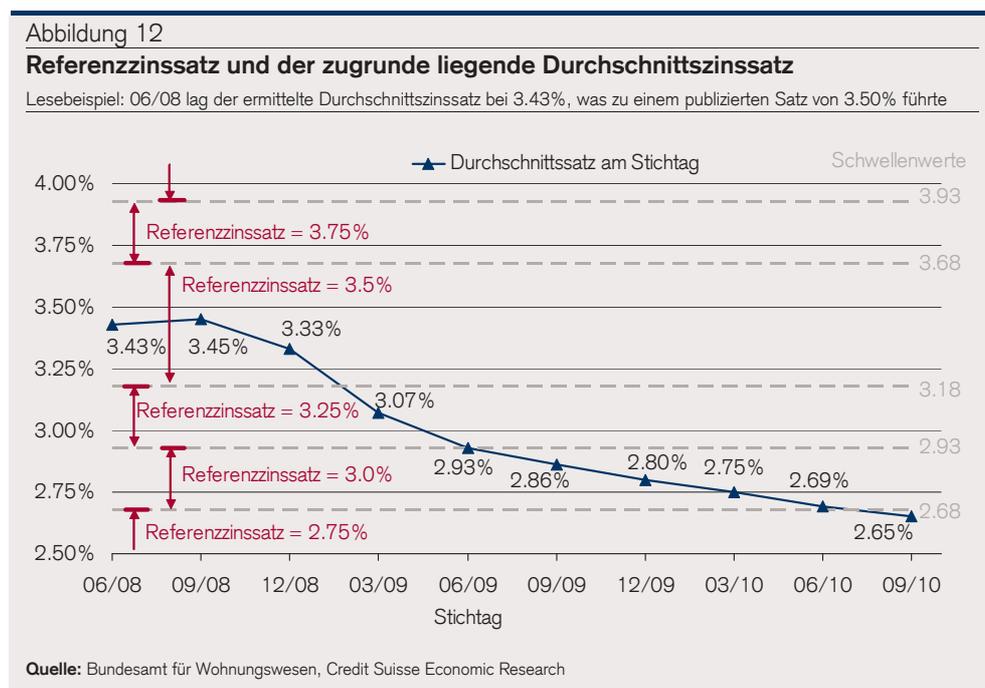
**Exkurs: Hypothekarischer Referenzzinssatz**

**Geschichte und Funktionsweise**

Der hypothekarische Referenzzinssatz (im folgenden "Referenzzinssatz") wurde im September 2008 eingeführt und ist seither der relevante Zinssatz für Mietzinsanpassungen in der Schweiz. Zuvor übernahm diese Rolle der variable Hypothekenzinssatz ersten Ranges der jeweiligen Kantonalbank. Seit Einführung der Fix-Hypotheken im Verlaufe der Achtzigerjahre verlor die variable Hypothek zunehmend an Marktanteil, weswegen sie heute die Fremdkapitalkosten der Vermieter nicht mehr adäquat widerspiegelt und sich eine Änderung aufdrängte. Der Referenzzinssatz ist ein volumengewichteter durchschnittlicher Zinssatz aller inländischen Hypothekarforderungen der Banken in der Schweiz. Neu beeinflusst eine Hypothek über ihre gesamte Laufzeit den Referenzzinssatz. Damit kann die tatsächliche Veränderung der Refinanzierungskosten der Investoren besser abgebildet werden. Die Berücksichtigung des gesamten Hypothekenbestandes führt zu einer beabsichtigten trägen Reaktion des Referenzzinssatzes auf Veränderungen im Zinsumfeld. Kurzfristige Extremwerte wirken sich nicht eins zu eins aus, weil Neuabschlüsse und Verlängerungen nur einen geringen Anteil aller Hypotheken im Bestand ausmachen. Das Resultat ist ein stark geglätteter Verlauf des Referenzzinssatzes.

**Runden will gelernt sein**

In der Praxis hat der Referenzzinssatz aber auch Tücken, was auf dessen Ermittlung zurückzuführen ist. Die Berechnung des volumengewichteten durchschnittlichen Zinssatzes aller inländischen Hypothekarforderungen führt zu einem Durchschnittssatz am Erhebungsstichtag. Auf Basis dieses Satzes wird der Referenzzinssatz in Viertelprozentpunkten publiziert. Unglücklicherweise erfolgt die Rundung nicht nach gültigen mathematischen Regeln – Konsequenz eines typisch eidgenössischen Kompromisses. Der Grund: das Zinsumfeld während der Einführung. War doch klar, dass bei der erstmaligen Berechnung ein Wert nahe der mathematischen Rundungsgrenze resultieren würde. Je nach Entwicklung hätte der Referenzzinssatz dann bereits im Folgequartal angepasst werden müssen. Weil man das vermeiden wollte, wurde der erstmals erhobene Durchschnittssatz von 3.43% fortan massgebend für die Schwellenwerte und damit für alle zukünftigen Anpassungen. Kein Wunder, dass es zu sehr verwirrenden Kombinationen von ermitteltem Durchschnittssatz und publiziertem Referenzzinssatz kommen konnte. So entsprach der am 30.6.2010 erhobene Durchschnittssatz von 2.69% einem Referenzzinssatz von 3%, weil der Schwellenwert bei 2.68% (= 3.43 - 0.75%) liegt. Für einen besseren Überblick haben wir die heute gültigen Regeln visualisiert (Abbildung 12).



**Länger im Einsatz als geplant**

Dass die gewählten Rundungsregeln für viel Kritik sorgen würden, wurde bei der Schaffung des Referenzzinssatzes offensichtlich unterschätzt. Das dürfte damit zusammenhängen, dass der Referenzzinssatz nur als Übergangslösung bis zur Einführung der Indexmiete gedacht war. Doch die Indexmiete ist 2010 endgültig begraben worden, womit die gegenwärtige Lösung noch längere Zeit im Einsatz stehen wird. Das letzte Wort in dieser Sache ist jedoch noch nicht gesprochen. Denn die Berechnungsweise ist nicht nur schwer verständlich, sie sorgt auch je nach Höhe des Durchschnittssatzes für eine Besserstellung der Vermieter oder der Mieterschaft. Liegt das Zinsniveau unter 3.50%, profitiert die Vermieterschaft im Mittel um 18 Basispunkte. Bei Werten über 3.50% ist dagegen die Mieterschaft im Mittel um 5 Basispunkte bessergestellt im Vergleich zu normalen mathematischen Rundungen. Gemäss Medienberichten von Ende 2010 sollen die heute gültigen Regeln noch einmal überdacht werden. Es drängt sich auf, in Zukunft mathematisch korrekte Rundungsregeln anzuwenden.

**Unveränderter Referenzzinssatz im 2011**

Das für 2011 erwartete allmählich steigende Zinsumfeld wird gemäss unseren Modellrechnungen nicht zu einem höheren Referenzzinssatz führen. Vielmehr dürfte der Durchschnittssatz weiter sinken. Der Grund hierfür liegt darin, dass die neuen Hypotheken, die in den Bestand eingehen, grösstenteils einen tieferen Zins ausweisen als die Hypotheken, die sie ersetzen. So wurden 5-jährige Fixhypotheken im Verlaufe von 2006 für Sätze zwischen 3% und 3.75% abgeschlossen. Die ersten dieser 2011 auslaufenden Hypotheken konnten, sofern wiederum eine 5-jährige Fixhypothek abgeschlossen wurde, für etwas mehr als 2% erneuert werden. Und auch Ende 2011 wird ihr Wert voraussichtlich kaum substantiell über 3% liegen. Zwar werden heute vermehrt längere Laufzeiten abgeschlossen. Das wird aber nicht ausreichen, um den weiteren Rückgang des Durchschnittssatzes zu verhindern (Abbildung 13). Bei den heute gültigen Rundungsregeln dürfte nach unseren Berechnungen der Rückgang nicht ausreichen, um eine Referenzzinssatzsenkung auf 2.5% zu bewirken. Sollten aber im Verlaufe von 2011 die Rundungsregeln umgestellt werden, ist ein Rückgang auf 2.5% zu erwarten.



**Kaum ein Anstieg vor 2013**

Um die Trägheit in der Entwicklung des Referenzzinssatzes etwas anschaulicher darzustellen, haben wir auf Basis unseres Referenzzinssatzmodells ausgelotet, wie sich dieser verhält, wenn die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Leitzinsen ab Juni 2011 schrittweise jedes Quartal um 25 Basispunkte erhöht. In diesem zinstechnisch eher forschen Szenario wäre vor Ende 2012 nicht mit einem Anstieg des Referenzzinssatzes zu rechnen, was für die Vermieter bedeutet, dass sie bis Anfang 2013 Zinserhöhungen nicht auf die Mieter überwälzen können. Nachdem die Vermieter in einem Umfeld sinkender Zinsen lange von der Trägheit des Referenzzinssatzes profitieren konnten, kehrt diese Entwicklung nun allmählich ins Gegenteil.

**Marktergebnis**

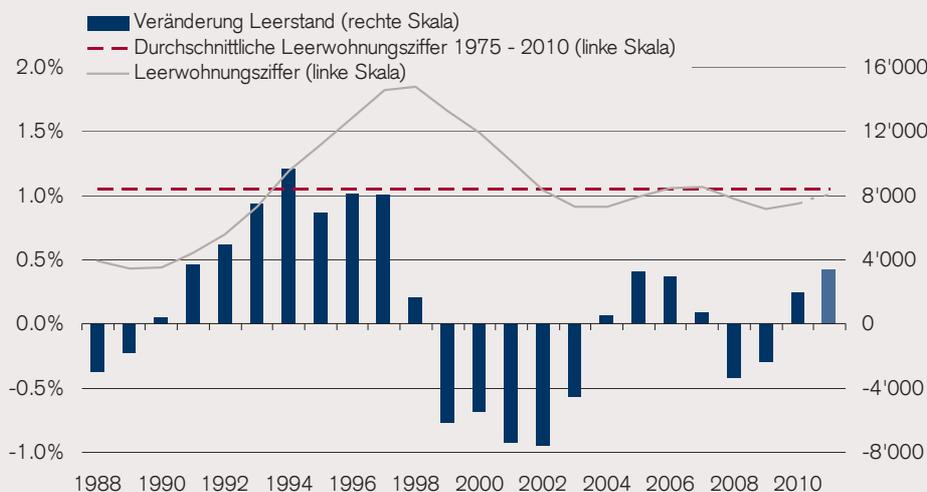
**Leerstände steigen weiter**

Im Verlaufe von 2010 hat sich eine Richtungsänderung auf dem Schweizer Wohnungsmarkt abgezeichnet. Die Nachfrage war nicht mehr so dynamisch, dass sie zu einem weiteren Abbau der geringen Leerstände geführt hätte. Nach zweimaligem Rückgang ist die Anzahl leerstehender Wohnungen 2010 wieder um 1'952 Einheiten angestiegen (Abbildung 14). Die Leerwohnungsziffer hat dadurch von 0.90% leicht auf 0.94% zugenommen. 2011 wird die im Vergleich zum Vorjahr grössere Zahl neu auf den Markt kommender Wohnungen einer etwa gleich bleibenden Mehrnachfrage gegenüberstehen. Daraus dürfte im laufenden Jahr ein Plus von ungefähr 3'000 leerstehenden Wohneinheiten resultieren, womit die Leerstandsziffer in der Nähe der 1%-Marke zu liegen kommt. Diese Entwicklung ist noch nicht besorgniserregend. Mitte der Neunzigerjahre stiegen die Leerstände über mehrere Jahre hinweg mehr als doppelt so stark an. Der erwartete Anstieg dürfte zudem nicht ausreichen, die Leerwohnungsziffer über das Mittel der letzten 35 Jahre von 1.05% anzuheben. Die Zunahme wird erneut vor allem im Mietwohnungssegment zu spüren sein und dürfte sich in erster Linie auf die Agglomerationen konzentrieren. In diesen sind in den letzten Jahren vermehrt grössere Projekte entstanden, welche dank der Wohnungsknappheit in vielen Zentren sehr gut vom Markt absorbiert wurden. Zwar ziehen nicht wenige Zuwanderer nach anfänglichem Aufenthalt im Zentrum in die Agglomeration, wählen jedoch zumeist Eigentum. In Zentren mit einem Mangel an verfügbarem Wohnraum wird sich die Situation erst langsam entspannen. Im Eigentumssegment ist noch kaum mit einer Erhöhung der Leerstände zu rechnen, werden sich die Rahmenbedingungen für den Erwerb von Wohneigentum 2011 doch erst geringfügig verschlechtern.

Abbildung 14

**Veränderung des Leerstands**

In absoluten Werten sowie als Leerwohnungsziffer in Prozent des Wohnungsbestandes, 2011: Prognose



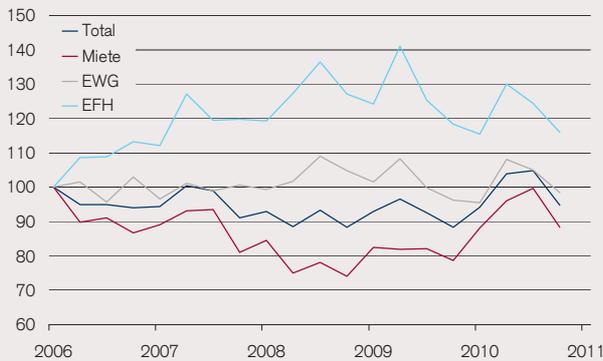
Quelle: Credit Suisse Economic Research, Bundesamt für Statistik

**Zahl der Ausschreibungen legt praktisch nur bei Mietwohnungen zu**

Die vierteljährlich erhobene Angebotsziffer bestätigt das Bild des Richtungswechsels. Im 4. Quartal 2010 waren 71'200 Wohnungen zur Vermietung und 44'600 Wohnungen und Häuser zum Verkauf auf den verschiedenen Marktplattformen inseriert, ein Plus von total 7.2% im Vergleich zum Tiefststand Ende 2009 (Abbildung 15). Dank einer erhöhten Wohnungsnachfrage aufgrund starker Zuwanderungszahlen gegen Jahresende 2010 ist der Anstieg der Angebotsziffer innert Jahresfrist im Rahmen geblieben. Er ist mit einem Plus von knapp 8'000 Mietwohnungen fast ausschliesslich auf das Mietwohnungssegment zurückzuführen (+12.3%). Wir rechnen 2011 mit einem weiteren Anstieg der ausgeschriebenen Mietwohnungen, wohingegen sich die Angebotsziffer bei den Eigentumswohnungen (EWG) und den Einfamilienhäusern (EFH) nicht gross verändern dürfte.

Abbildung 15  
**Inseriertes Wohnungsangebot**

Indexiert, 1. Quartal 2006 = 100



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

Abbildung 16  
**Insertionsdauer**

Anzahl Tage, an denen eine Wohnung online ausgeschrieben ist



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

**Insertionsdauer bei Mietwohnungen nimmt zu**

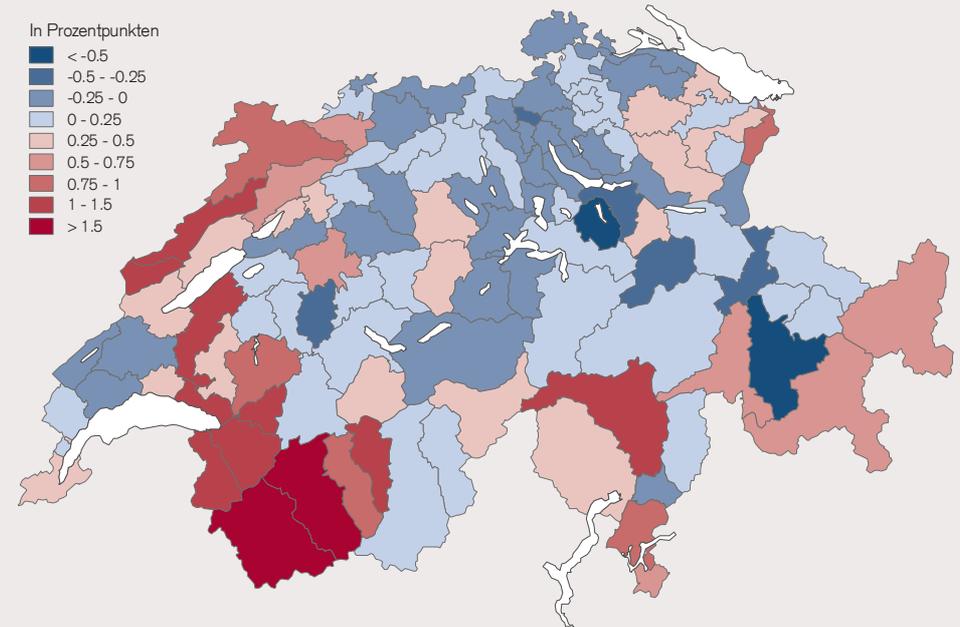
Obwohl sich die durchschnittliche Insertionsdauer von Mietwohnungen vom Tiefstwert von 20 Tagen, der Ende 2008 erreicht wurde, wieder gelöst hat, signalisiert der aktuelle Wert von 25 Tagen weiterhin intakte Wiedervermietungschancen (Abbildung 16). Sollte sich das Angebot wie erwartet weiter erhöhen, ist mit einem fortgesetzten Ansteigen der Insertionsdauer in den kommenden Quartalen zu rechnen. Die generell längere und auch volatilere Ausschreibungsdauer bei Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern bewegt sich in der Nähe des Durchschnittswertes der letzten Jahre und zeigt keine klare Tendenz.

**Die Angebotsziffer steigt vor allem in der Westschweiz**

Es fällt auf, dass vor allem in der Westschweiz zum Teil markant mehr Mietwohnungen ausgeschrieben werden. In Teilen der Kantone Waadt, Wallis und Neuenburg hat die Angebotsziffer im Vergleich zum Vorjahr um mehr als 1 Prozentpunkt zugelegt, insbesondere in den Regionen Vevey/Lavaux, Aigle, La Broye, Pays d'Enhaut sowie im Unterwallis (Abbildung 17).

Abbildung 17  
**Veränderung der Angebotsziffer**

Veränderung des Anteils angebotener Wohneinheiten am Wohnungsbestand zwischen 4. Quartal 2009 und 4. Quartal 2010



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research, Geoostat

So verzeichnete beispielsweise die Region Martigny innert Jahresfrist einen Anstieg von 2.7% auf 4.5%. Alle diese Regionen haben gemeinsam, dass sie in den letzten Jahren stark vom Wohnungsmangel zwischen Genf und Lausanne profitieren konnten. Die sinkende Nachfrage wirkt sich nun in erster Linie in diesen weit von Genf entfernten Regionen aus. In den Regionen des Kantons Neuenburg ist die Verschlechterung der Marktsituation vor allem auf die letzte konjunkturelle Schwäche der Uhrenindustrie zurückzuführen. In der Deutschschweiz ist dagegen noch kein oder bloss ein geringer Anstieg der Angebotsziffer festzustellen.

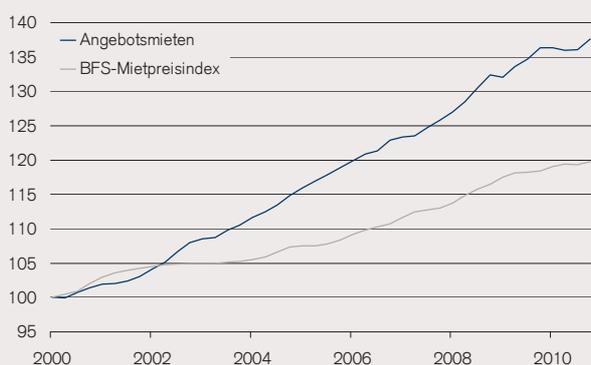
### Keine höheren Mieten 2011

Die leichte Eintrübung des Marktumfeldes hat sich in den Angebotsmieten (Neu- und Altbauten) niedergeschlagen. Deren jahrelanger Anstieg ist im vergangenen Jahr ins Stocken geraten. (Abbildung 18). Da wir im laufenden Jahr auf dem Mietwohnungsmarkt mit einem weiteren Auseinanderstreben von Angebot und Nachfrage rechnen, wird sich der Druck auf die Mieten verstärken und unter Umständen in einem Rückgang der Angebotsmieten gipfeln. Ähnlich wird die Entwicklung bei den Bestandesmieten aussehen – wenn auch aus anderen Gründen. Der für die Bestandesmieten relevante Referenzzinssatz ist im Dezember 2010 von 3% auf 2.75% gesunken. Auch wenn der Durchschnittszinssatz der ausstehenden Hypotheken seinen Sinkflug noch etwas fortsetzen dürfte, ist kein weiterer Rückgang des Referenzzinssatzes mehr zu erwarten (siehe dazu: Exkurs Referenzzinssatz auf Seite 14f.). Doch die im Dezember kommunizierte Senkung wird sich erst Ende des 1. Quartals 2011 in Mietzinssenkungen bemerkbar machen. Daher dürften unter Berücksichtigung von Mietzinssenkungen bei Mieterwechseln die Bestandesmieten 2011 bloss seitwärts bis schwach positiv tendieren.

Abbildung 18

#### Preisentwicklung Mietwohnungen

Indiziert, 1. Quartal 2000 = 100

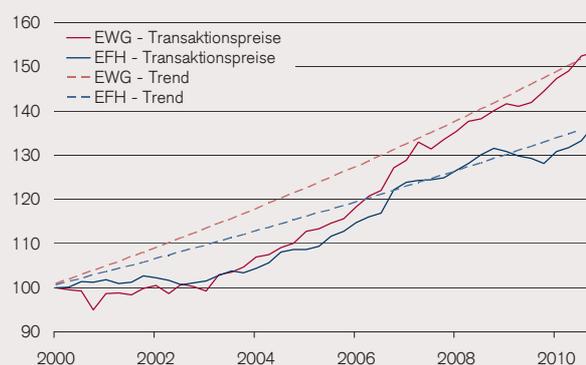


Quelle: Wüest & Partner, Bundesamt für Statistik

Abbildung 19

#### Preisentwicklung Wohneigentum

Transaktionspreise, indiziert, 1. Quartal 2000 = 100



Quelle: Wüest & Partner

### Preise von Wohneigentum dürften 2011 erneut steigen

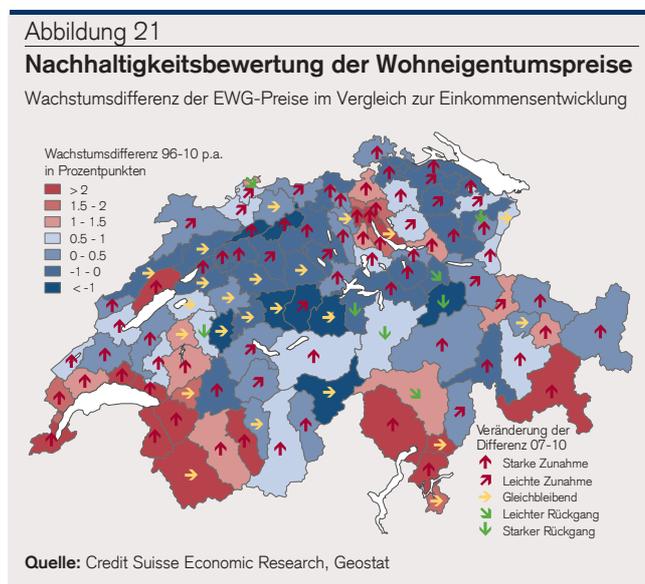
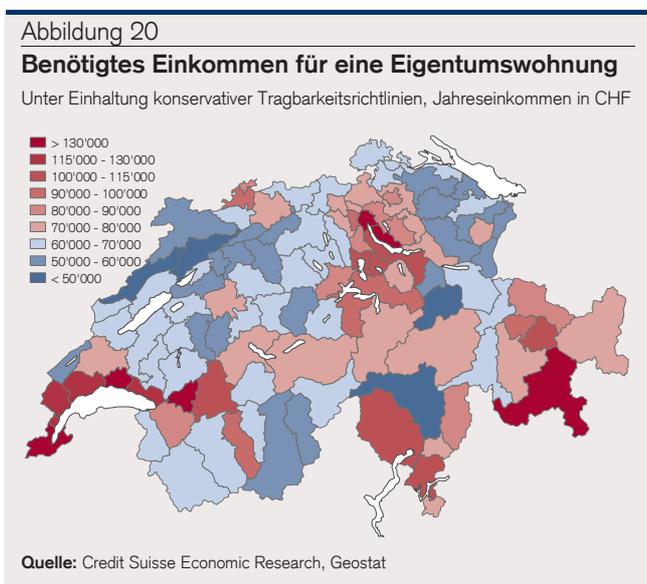
Im Gegensatz zu den Mieten sind die Preise für Wohneigentum 2010 erneut kräftig angestiegen (Abbildung 19). Im Vergleich zum Vorjahresquartal haben sich die Transaktionspreise für Eigentumswohnungen im 4. Quartal 2010 um 6.1%, diejenigen für Einfamilienhäuser um 6.7% erhöht. Damit liegt das Wachstum sowohl bei Eigentumswohnungen als auch bei Einfamilienhäusern markant über dem Durchschnitt seit 2000 von 4.4% für Eigentumswohnungen und 3.2% für Einfamilienhäuser. Wir rechnen 2011 mit einem weiteren substantiellen Anstieg der Eigentumspreise. Allerdings dürfte das Preiswachstum die Vorjahreswerte nicht mehr erreichen. Das langsam wieder ansteigende Hypothekenzinnsniveau wird sich dämpfend auswirken. Das Wohneigentumssegment sollte aber noch vom Zuwanderungsecho profitieren können. Die vor zwei bis drei Jahren Zugewanderten dürften sich, sofern es ihre Einkommens- und Vermögensverhältnisse zulassen, vermehrt für Wohneigentum interessieren.

### Nachhaltiges Preiswachstum?

In einigen Regionen müssen heute Preise bezahlt werden, die für viele Haushalte nicht mehr tragbar sind. In 421 Gemeinden von insgesamt 2'551 ist heute ein Einkommen von mehr als 100'000 CHF erforderlich, um sich unter Einhaltung konservativer Tragbarkeitsrichtlinien<sup>3</sup> eine neue 4.5-Zimmer-Eigentumswohnung leisten zu können. Rund um den Genfersee werden beinahe flächendeckend mehr als 115'000 CHF benötigt (Abbildung 20). Das Gleiche gilt für die

3 Die Tragbarkeit muss auch bei einem Hypothekenzinssatz von 5% und Unterhaltskosten von 1% gewährleistet sein (unterstellter Fremdfinanzierungsgrad: 80%).

Stadt Zürich und die Region Pfannenstiel. In einzelnen touristischen Gemeinden ist sogar ein noch höheres Einkommen notwendig. Die bereits 11 Jahre anhaltende Phase steigender Immobilienpreise droht sich mancherorts zu verselbständigen. In den Köpfen von Verkäufern wie auch von Käufern wird ein Preisanstieg gegenüber dem Vorjahr als normal angesehen, ungeachtet der Werthaltigkeit des jeweiligen Objektes. Die Frage nach der Nachhaltigkeit dieser Entwicklung rückt daher zunehmend in den Vordergrund.



**Entkoppelung der Immobilienpreise von der Entwicklung der Einkommen**

Zur Beurteilung der Nachhaltigkeit bietet sich vor allem anderen der Vergleich der Immobilienpreis- mit der Einkommensentwicklung an. Dieses in der Forschung breit abgestützte Konzept besagt, dass die Immobilienpreise in der langen Frist nicht stärker ansteigen dürfen als die Einkommen der Haushalte. Kurzfristig kann es zwar durchaus zu Abweichungen kommen, früher oder später müssen diese jedoch korrigiert werden. Für einen Grossteil der Schweizer Regionen kann dieser Indikator Entwarnung geben. In 75 der 106 Regionen sind die Immobilienpreise weniger stark oder bloss unwesentlich stärker angestiegen als die Einkommen, was in der [Abbildung 21](#) durch eine negative oder nur schwach positive Wachstumsdifferenz zum Ausdruck kommt. Etwas anders sieht es am Genfersee, rund um Zürich, im Tessin und an einzelnen Tourismusstandorten aus. Zwischen Genf und Sion liegen mittlerweile beinahe flächendeckend Ungleichgewichte vor. So belief sich das Wachstum der Preise für Eigentumswohnungen im Kanton Genf zwischen 1996 und 2010 auf jährlich 6.7%, dasjenige der Einkommen hingegen bloss auf 1.3%. Das entspricht einer Wachstumsdifferenz von 5.4 Prozentpunkten pro Jahr. Aber auch in den Regionen Lausanne, Vevey/Lavaux, Aigle und Martigny sind hohe Abweichungen von mehr als 2.5 Prozentpunkten zu finden. Alarmierend rund um den Genfersee ist vor allem auch, dass diese Dynamik, gemessen an den letzten drei Jahren, sogar noch zunimmt.

Auch im Grossraum Zürich sind Ungleichgewichte vorzufinden. Diese wachsen aber selbst in der Stadt Zürich (+2.2 Prozentpunkte) und der Region Pfannenstiel (+2.2 Prozentpunkte) weniger stark an als am Genfersee. Zudem liegt die Problematik im Grossraum Zürich nicht flächendeckend vor. Im Tessin konzentrieren sich die Ungleichgewichte vor allem auf die Zentren und die touristischen Regionen. Mit Ausnahme der Region Lugano liegen die Ursachen für die Ungleichgewichte ähnlich wie in der Region Neuenburg nicht hauptsächlich in den zu starken Preisanstiegen. Vielmehr haben sich die dortigen Einkommen gemäss unseren Schätzungen in den letzten Jahren unterdurchschnittlich entwickelt. In touristisch geprägten Regionen wie beispielsweise dem Oberengadin ist die Entwicklung der Immobilienpreise auf die hohe Nachfrage nach Zweitwohnungen zurückzuführen. Daher kann lediglich darauf geschlossen werden, dass die Situation für die Einheimischen nicht nachhaltig ist. Die zukünftige Preisentwicklung in diesen Regionen wird aber in erster Linie von ihrer zukünftigen Attraktivität als Tourismusstandort abhängen.

**Charakteristiken von Immobilienpreisblasen**

Aus den Erkenntnissen von bisherigen Immobilienpreisblasen lassen sich weitere Faktoren bestimmen, die als typische Warnsignale vor einer möglichen Preisblase gelten. Je mehr Faktoren erfüllt sind, desto grösser ist die Gefahr einer Blase (Abbildung 22). Aus heutiger Sicht erachten wir zwei Faktoren als erfüllt: eine übermässige Liquidität, eine Folge des tiefen Hypothekarzinsniveaus, sowie die lange Dauer ununterbrochener Preisanstiege. Ein übermässiger Risikoappetit und zu tiefe Risikoprämien, eine hohe Anzahl spekulativer Immobilientransaktionen sowie ein Überschreiten der Bautätigkeit liegen dagegen nicht oder zumindest noch nicht vor. Das Wachstum der Hypothekarvolumina ist zum Teil strukturell begründbar und zu wenig ausgeprägt, um als Warnsignal aufgefasst zu werden. Weniger klar ist die Situation bezüglich Kreditprüfung bei der Hypothekarkreditvergabe. Zwar gibt es anekdotische Hinweise, dass nicht alle Banken ihre Kredite gleich seriös prüfen. Mangels einer Quantifizierung ist zu diesem Faktor jedoch keine Aussage möglich.

**Überbewertungen am Genfersee und im Grossraum Zürich**

Insgesamt kann das Fazit gezogen werden, dass in drei Vierteln aller Schweizer Regionen keine Überbewertungen vorliegen. Aber auch in diesen Regionen können Preisrückgänge aufgrund einer sich verschlechternden Marktsituation in Zukunft nicht ausgeschlossen werden. Korrekturen aufgrund von fundamentalen Überbewertungen sind jedoch nicht zu befürchten. Im Gegensatz dazu kann in einem Grossteil der Regionen am Genfersee, einigen Tourismusregionen sowie teilweise im Grossraum Zürich heute nicht mehr von einer nachhaltigen Preisentwicklung gesprochen werden. Aber auch hier sind erst einige typische Merkmale einer Immobilienpreisblase zu finden. Hervorzuheben gilt insbesondere, dass keine Anzeichen für einen hohen Anteil spekulativer Transaktionen vorliegen. Sollte die Entwicklung gleich weiter gehen wie in den vergangenen Jahren, ist in diesen Regionen die Bildung einer veritablen Preisblase nicht auszuschliessen.

Abbildung 22

**Charakteristiken einer Immobilienpreisblase**

✓ Trifft zu	~ Zuwenig ausgeprägt	✗ Trifft nicht zu	- Keine Aussage möglich
<b>CH</b>			
<input checked="" type="checkbox"/>			
	<input checked="" type="checkbox"/>		
<input checked="" type="checkbox"/>			
<input type="checkbox"/>			
	<input checked="" type="checkbox"/>		
<input type="checkbox"/>			
<input type="checkbox"/>			
	<input checked="" type="checkbox"/>		

Quelle: Credit Suisse Economic Research

### Ausblick Wohnungsmarkt 2011

Der Haupttreiber der Nachfrage nach Wohnflächen bleibt auch 2011 die Zuwanderung. Die Personenfreizügigkeit mit der EU hat eine neue Ausgangslage geschaffen. Die Zuwanderung dürfte auch nach Abebben der Immigrationswelle auf einem rund die Hälfte höheren Niveau verharren als in den letzten Jahrzehnten. Das wird der Nachfrage nach Wohnungen auf Jahre hinaus eine solide Stütze verschaffen. Im laufenden Jahr dürfte sich das Bevölkerungswachstum auf rund 1% belaufen. Von Seiten der Einkommensentwicklung sind nur schwache Impulse zu erwarten, da höhere Abgaben die moderaten Nominallohnsteigerungen grösstenteils kompensieren und der Arbeitsmarkt noch nicht vollends zur alten Stärke zurückfindet. Unterstützung kommt dagegen weiterhin von den tiefen Zinsen, von denen vor allem das Wohneigentumssegment über weite Strecken des Jahres nochmals profitieren dürfte. Das Wohnungsangebot wird sich 2011 erhöhen. Wir rechnen mit einem höheren Reinzugang von 2'000 Wohneinheiten gegenüber 2010, da der Überhang an im Bau befindlichen Wohnungen etwas abgebaut werden kann. Der Schwerpunkt der Bautätigkeit liegt weiterhin bei den Eigentumswohnungen, aber auch die Mietwohnungsproduktion verharret auf hohem Niveau. Wir erwarten, dass die neu auf den Markt kommenden Wohnungen nicht vollständig absorbiert werden können, was sich in einem fortgesetzten leichten Anstieg der Leerstände niederschlagen wird. Hiervon wird in erster Linie das Mietwohnungssegment ausserhalb der Zentren betroffen sein. Bei den Angebotsmieten ist entsprechend mit einem Rückgang zu rechnen. Die Bestandesmieten dürften dagegen seitwärts bis schwach positiv tendieren. Die Preise von Wohneigentum werden dagegen weiter kräftig ansteigen, wenn auch etwas weniger stark als im Vorjahr. Das mittlerweile erreichte Preisniveau ist im Genferseeraum, in einigen Tourismusregionen sowie partiell im Grossraum Zürich nicht mehr nachhaltig, da sich dort die Schere zwischen Preiswachstum und Einkommensanstieg weiter öffnet. Zwar sehen wir für 2011 keinen Auslöser, um regionale oder lokale Überhitzungen zu korrigieren. Früher oder später muss jedoch mit Korrekturen gerechnet werden, die das Preisniveau wieder auf ein nachhaltiges Niveau bringen.

### Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage	Ausgangslage	Ausblick
<i>Demographie:</i> Das Bevölkerungswachstum wird 2011 mit knapp 1% ähnlich hoch wie im Vorjahr ausfallen und damit weiterhin über dem Mittel der letzten Jahre liegen. Nach wie vor ist die Zuwanderung der dominierende Faktor der Mehrnachfrage.	↘	→
<i>Einkommensentwicklung:</i> 2011 sind von Seiten der Einkommensentwicklung nur wenig Impulse zu erwarten. Dank einer sich verbessernden wirtschaftlichen Situation werden erst ab 2012 wieder kräftigere Signale von der Einkommenseite auf die Nachfrage ausgehen.	→	→
<i>Zinsen:</i> Die Nationalbank kann die Politik tiefer Zinsen nicht beliebig lange weiterführen, will sie nicht anderweitige Ungleichgewichte verursachen. Wir rechnen daher mit steigenden Zinsen in der zweiten Jahreshälfte. Mittel- und Langfristsätze haben sich bereits 2010 von ihren Tiefstständen gelöst und dürften im Jahresverlauf ebenfalls weiter anziehen.	→	↗
<b>Angebot</b>		
<i>Wohnbautätigkeit:</i> Für 2011 erwarten wir mit 43'000 Wohneinheiten einen höheren Reinzugang als im Vorjahr. Gleichzeitig nimmt die Zahl der in Planung befindlichen Bauprojekte wieder zu. Es ist daher in den nächsten Jahren mit einem anhaltenden Zustrom von neuen Wohnungen zu rechnen, wobei wieder mehr Eigentumswohnungen gebaut werden.	↘	↗
<i>Baupreise:</i> Die Schweizer Bauunternehmen haben ihre Preise innert Jahresfrist um moderate 0.45% angehoben. Damit sind die Preise bereits seit zwei Jahren stabil, dürften aber 2011 aufgrund der anhaltend hohen Auslastung und der wiedergewonnenen Zuversicht der Unternehmer Auftrieb erhalten.	→	↗
<b>Marktergebnis</b>		
<i>Leerstände:</i> Es ist mit einem fortgesetzten Anstieg leerstehender Wohnungen zu rechnen. Diese werden fast ausschliesslich das Mietwohnungssegment betreffen. Die Leerstandszyklen werden in der Nähe der 1%-Marke zu liegen kommen, dürfte jedoch unter dem historischen Mittel von 1.05% bleiben.	↗	↗
<i>Preise:</i> Im Gegensatz zum Mietwohnungssegment ist bei Wohneigentum 2011 weiterhin mit Preissteigerungen zu rechnen, besonders bei Eigentumswohnungen. Der Zuwachs wird aber schwächer als im Vorjahr ausfallen. In einzelnen Regionen ist das erreichte Preisniveau nicht mehr nachhaltig. Mangels Auslöser dürfte sich die Überhitzung 2011 jedoch nicht korrigieren, sondern eher akzentuieren.	↗ (Eigentum) → (Miete)	↗ (Eigentum) → (Miete)
<i>Performance:</i> Der Spielraum auf Seiten der Mieterträge ist angesichts von steigenden Leerständen und der hohen Konkurrenz durch Wohneigentum limitiert. Positive Wertsteigerungen bei Wohnliegenschaften sollten jedoch trotz leicht geringerem Anlagedruck weiterhin das Bild prägen. Die Anlagerenditen dürften insgesamt seitwärts bis leicht schwächer tendieren.	→	→

Quelle: Credit Suisse Economic Research

## Serviced Apartments – eine aufstrebende Beherbergungsform

### Serviced Apartments – temporäres Wohnen kommt zu neuem Glanz

In den letzten Jahren hat eine eigentlich schon lange bestehende, in der Schweiz aber noch junge Beherbergungsform einiges an Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Es handelt sich um sogenannte Serviced Apartments oder auch Boarding Houses. Das sind möblierte, gut ausgestattete, mittel- bis langfristig mietbare Apartments mit einem variierenden Ausmass an Serviceleistungen. Das Raumangebot der Apartments ist beschränkt: Schlaf- und Wohnbereich sind neben einer Küche bzw. Kochnische sowie einer Nasszelle die üblichen Raumelemente. Ein Arbeitsbereich ist in der Regel auch Teil der Ausstattung. Je nach Grösse und Luxusgrad der Apartments können die verschiedenen Elemente in einer 1-Zimmer-Wohnung konzentriert oder auf eine Wohnung mit mehreren Zimmern aufgeteilt sein. Bezüglich Aufenthaltsdauer wird meist ein Mindestaufenthalt von bis zu 30 Tagen verlangt, kurze Aufenthalte von wenigen Tagen sind selten möglich. Die Preise sind variabel gestaltet; je länger die Aufenthaltsdauer, desto tiefer der Preisansatz.

### Je nach Anbieter erhebliche Unterschiede im Serviceangebot

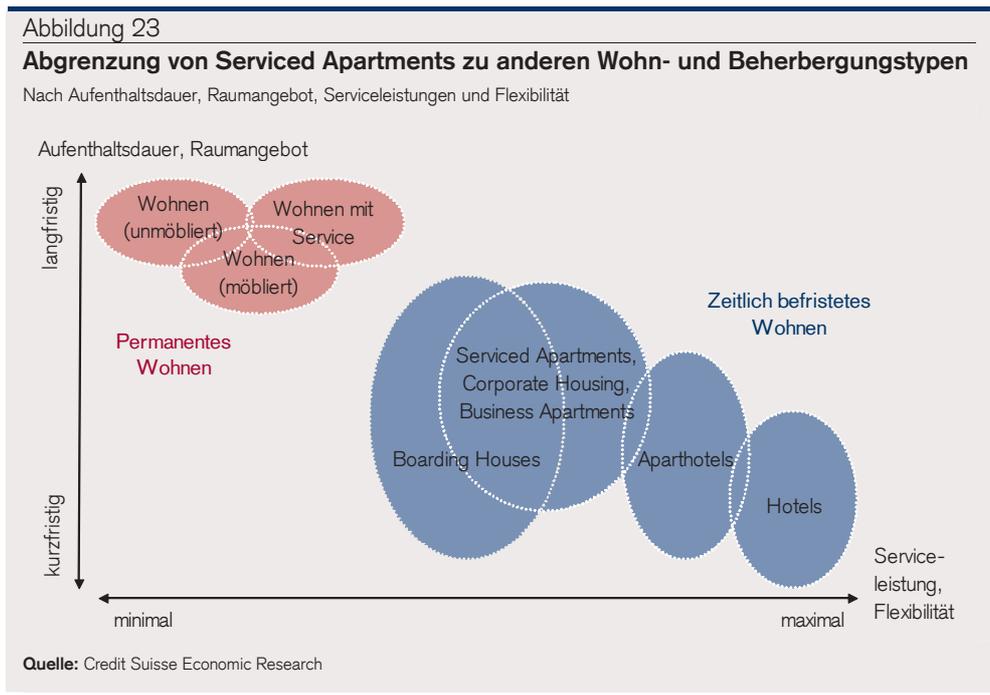
Das Serviceangebot variiert je nach Anbieter erheblich. Dabei unterscheiden sich die Anbieter nicht nur in der Vielfalt und Qualität der Dienstleistungen, sondern auch darin, welche Services im Preis inbegriffen sind. So ist beispielsweise die Wohnungsreinigung bei einigen Anbietern mehrmals wöchentlich enthalten, bei vielen wöchentlich und bei anderen nur alle zwei Wochen. Die Grundausstattung umfasst in der Regel diejenigen Leistungen, welche zum Grundbedürfnis eines langfristigen Aufenthalts gehören. Es sind dies beispielsweise der Kontakt für weitere Serviceleistungen, Hausabwärtsleistungen, regelmässige Wohnungsreinigung, Austausch von Frottier-, Küchen- und Bettwäsche, Kabelfernsehen, kostenloser Internetzugang, mancherorts auch Endreinigung sowie Telefonanschluss. Beispiele für Zusatzleistungen, welche gegen einen Aufpreis gebucht werden können, sind ein Wäscheservice, mietbare Park- oder Tiefgaragenplätze, Telekommunikationsleistungen wie auch Fitnessangebote. Im Gegensatz zur klassischen Hotellerie sind bei Serviced Apartments keine persönlich besetzte Réception oder Verpflegungsmöglichkeiten im Haus vorhanden. Aufgrund der relativ grossen Bandbreite von Servicedienstleistungen, einer nicht zwingenden Präsenz einer Réception und der Ausrichtung auf mittel- bis langfristige Aufenthalte sind Serviced Apartments weder der Parahotellerie noch der klassischen Hotellerie zuzuordnen. Vielmehr sind Serviced Apartments eine Mischform – eine hybride Beherbergungsform –, denn sie beinhalten Charakteristiken beider Typen.

### Serviced Apartments zwischen dem zeitlich befristeten und dem permanenten Wohnen einzuordnen

Abbildung 23 zeigt, wie Serviced Apartments<sup>4</sup> von anderen Beherbergungsformen und vom zeitlich unbefristeten Wohnen anhand von verschiedenen Merkmalen abgegrenzt werden können.<sup>5</sup> Im Vergleich zu den permanenten Wohnformen sind Serviced Apartments in erster Linie durch den höheren Servicegrad, die grössere Flexibilität in der Form von lockeren Kündigungsfristen und die befristete Aufenthaltsdauer zu differenzieren. Bei den temporären Übernachtungsformen ist die Abgrenzung um einiges schwieriger; oftmals sind die Übergänge fließend. Hotels können zwar auch über Wochen bzw. Monate genutzt werden, deren Ausrichtung ist jedoch klar auf den kurzen Aufenthalt ausgerichtet. Insofern ist das Raumangebot auf die Übernachtung fokussiert, die Serviceleistungen sind umfangreich, und die Flexibilität ist am grössten, da keine Mindestaufenthaltsdauer verlangt wird und Abreisen sehr flexibel gehandhabt werden. Die Beherbergungsform Aparthotels hat den Vorteil, dass sie im Vergleich zu Serviced Apartments durch ihre Anbindung an die Hotellerie ein grösseres Angebot an Service- und Zusatzleistungen beinhaltet. So sind beispielsweise Réception, Fitness- und Wellnessbereich sowie hotelübliche Dienstleistungen wie Frühstücksservice über das Hotel auch für die Gäste des Aparthotels verfügbar, teilweise sogar ohne Aufpreis. Zudem sind in der Regel auch tageweise Buchungen möglich, und dadurch ist auch die Flexibilität höher als bei den Serviced Apartments. Aparthotels sind deshalb zwischen der Hotelbeherbergung und Serviced Apartments einzuordnen. Boarding Houses zeichnen sich dadurch aus, dass die Zimmer mit einer erheblichen Variation an Serviceleistung und Ausstattung für kurz- bis langfristige Zeitperioden gemietet werden können. Eine Küchenausstattung ist dabei nicht zwingend gegeben.

4 Die Beherbergungsformen Corporate Housing und Business Apartments sind Unterkategorien von Serviced Apartments. Corporate Housing richtet sich explizit an Unternehmen, welche befristete Übernachtungsmöglichkeiten am Einsatzort ihrer Mitarbeiter suchen. Business Apartments sind Serviced Apartments mit einer sehr guten Ausstattung und einem hohen Servicegrad. Im Weiteren wird der Einfachheit halber nur der Ausdruck Serviced Apartments verwendet.

5 Dabei wurden Beherbergungsformen, welche Serviced Apartments nicht direkt konkurrenzieren (z.B. Jugendherbergen, Camping), nicht berücksichtigt.



**Veränderte Nachfragebedürfnisse als Entstehungsgrund**

Der Ursprung der Serviced Apartments geht auf veränderte Nachfragebedürfnisse zurück. Die Globalisierung hat die Welt zusammenwachsen lassen. Internationale Reisen und Standortverlagerungen sind zur Regel geworden. Insbesondere bei längeren Aufenthalten sind die unpersönlichen und in der Regel kleinen Hotelzimmer wenig beliebt. Ein gegenüber der Hotellerie reduziertes Servicepaket, ein Raumangebot in der Form einer Wohnung, welches an die heimischen vier Wände erinnern soll, Flexibilität wie auch eine mittel- bis langfristige Ausrichtung gehören zu den Gründen, weshalb Serviced Apartments entstanden sind.

**Geschäftlich bedingte Reisen als Hauptnachfrage-treiber**

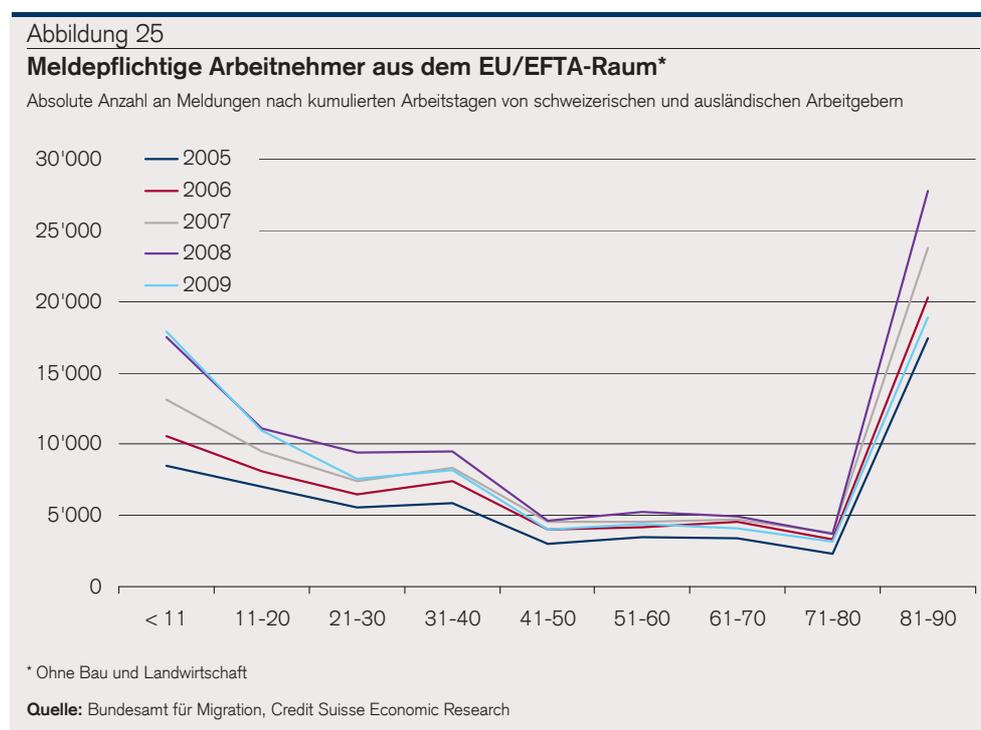
Die Nachfrage geht hauptsächlich auf Geschäftsreisende zurück, welche aufgrund von Ausbildungs- und Weiterbildungszwecken sowie langfristiger Projektarbeiten auf eine Übernachtungsmöglichkeit angewiesen sind. Insbesondere die sogenannten Business-Nomaden, das heisst auswärtige leitende Angestellte und hochqualifizierte Spezialisten mit zeitlich befristeten Projekten oder Ausbildungstätigkeiten, schätzen die im Vergleich zu Hotels grosszügige Ausstattung und persönliche Atmosphäre der Serviced Apartments. Auch seitens der Unternehmen werden bei längeren Aufenthalten Serviced Apartments den Hotels vorgezogen, da sie in der Regel preiswerter sind. Ein Beispiel für einen Aufenthalt in einem Hotel und in einem Serviced Apartment in der Stadt Zürich ist in [Abbildung 24](#) zu finden. Ab einem Aufenthalt von zwei bis drei Wochen beginnen sich Serviced Apartments zu rechnen. Mit dem wachsenden Angebot an Serviced Apartments hat sich diese Unterbringungsart laut Expertenmeinung auch gegenüber Formen des permanenten Wohnens behauptet, was in einer rückläufigen Zahl von Mietwohnungen, die von Unternehmen angemietet werden, zum Ausdruck kommt.

**Abbildung 24**  
**Preisvergleich eines Aufenthalts in einem Hotel vs. Serviced Apartment**  
 Preise in CHF für die Stadt Zürich; ohne Endreinigungsgebühr bei Serviced Apartments

Aufenthaltsdauer	Hotelübernachtung			Serviced Apartment	
	3 Sterne	4 Sterne	5 Sterne	1 Zimmer	2 Zimmer
1 Woche = 4 Nächte	594	907	2'175	550-950	900-1'550
2 Wochen = 8 Nächte	1'188	1'815	4'351	1'200-1'500	1'500-2'500
1 Monat	4'456	6'806	16'316	1'700-4'500	2'800-7'500
3 Monate	13'369	20'418	48'947	5'300-12'500	8'400-20'500

Quelle: Bundesamt für Statistik, diverse Internetseiten von Serviced-Apartments-Anbietern, Credit Suisse Economic Research

Abbildung 25 zeigt die Entwicklung der meldepflichtigen Arbeitnehmer aus dem EU/EFTA-Raum seit 2005. Rund 23% der gemeldeten Arbeitnehmer waren 2009 weniger als elf Tage in der Schweiz tätig. Knapp 24% entfallen auf die längste Dauer, 81 bis 90 Tage. Diese Grösse ist allerdings durch Sondereffekte verzerrt: Die hohe Anzahl der Meldungen dürfte hauptsächlich auf Arbeitnehmer zurückzuführen sein, welche einen längerfristigen (wenn nicht sogar unbefristeten) Aufenthalt in der Schweiz anstreben und vorsorglich mit der maximalen Aufenthaltsdauer gemeldet wurden. Die übrigen rund 54% bzw. 42'500 Meldungen entfallen auf die Zeitperiode von 11-80 Tagen und bergen aufgrund der Aufenthaltsdauer das grösste Nachfragepotenzial für temporäres Wohnen. Auch die bewilligungspflichtigen Kurzaufenthalter (Arbeitnehmer, deren Tätigkeit in der Schweiz 90 Tage überschreitet) dürften an Serviced Apartments interessiert sein, insbesondere wenn sie in wertschöpfungsstarken Branchen eine Führungsposition bekleiden.<sup>6</sup> Es gilt allerdings zu berücksichtigen, dass die geschäftsbasierten Aufenthalte konjunkturabhängig sind und in Zeiten einer schwächeren Wirtschaftslage nachlassen können, wie dies in Abbildung 25 für das Jahr 2009 bei den Aufenthalten von mehr als 20 Tagen zu erkennen ist.



Neben den Geschäftsreisenden gehören Nachfrager öffentlicher Einrichtungen (z.B. Gastprofessoren an Universitäten), private Nachfrager, welche aufgrund veränderter Lebensverhältnisse (z.B. Scheidung) eine Zwischenlösung suchen, und beruflich bedingte Wohnortverlagerer zu weiteren potenziellen Nachfragesegmenten. Insbesondere die privat und beruflich motivierten Nachfrager haben eine stabilisierende Wirkung, ist deren Nachfrage nach Serviced Apartments doch weniger anfällig auf konjunkturelle Rückschläge. Allerdings ist diese Nachfragegruppe preissensitiver als Geschäftsreisende und gibt sich oftmals mit einer möblierten Wohnung zur Untermiete zufrieden.

### Serviced Apartments abhängig von den Bedingungen auf dem Wohnungs- und Hotelmarkt

Wie beschrieben, sind Serviced Apartments zwischen dem permanenten Wohnen und der Hotellerie/Aparthotels anzusiedeln. Folglich sind die Marktbedingungen von Serviced Apartments sehr stark von der Situation auf dem Wohnungs- und Hotelmarkt abhängig. Solange der Wohnungsmarkt ausgetrocknet ist, wie dies aktuell in den Zentren der Fall ist, stehen die Chancen für Serviced Apartments gut. Die geringe Zahl leerstehender Mietwohnungen, insbesondere bei den kleinen Wohnungen, von denen in den letzten Jahren kaum welche gebaut wurden, erschwert die Wohnungssuche erheblich. Dass der Bestand von Einzimmerwohnungen in den Gross- und Mittelzentren in den vergangenen fünf Jahren jährlich um 82 Wohneinheiten zurückgegangen ist, macht die Wohnungssuche nicht einfacher. Dementsprechend tief war auch

6 Für die regionale Verteilung von Kurzaufenthaltern siehe auch Swiss Issues Immobilien – Immobilienmarkt 2011, Regionen.

die Leerwohnungsziffer der zur Miete ausgeschriebenen Einzimmerwohnungen, welche per 1. Juni 2010 mit 0.08% auf äusserst tiefem Niveau lag. Wohnungssuchende, insbesondere diejenigen, welche sofort eine Bleibe brauchen, sind gezwungen, auf Alternativen wie Serviced Apartments auszuweichen, auch wenn sie einen erheblichen Preisaufschlag zu entrichten haben. Hier haben die Serviced Apartments den grossen Vorteil, dass Mietwohnungen aufgrund der starken Regulierung auf dem Mietwohnungsmarkt nur geringe Flexibilität bieten. Entspannt sich hingegen die Lage auf dem Wohnungsmarkt, dürfte sich dies negativ auf die Nachfrage auswirken.

Am anderen Ende der Servicegradskala liegen die Hotels, welche ihr Angebot insbesondere auf das Nachfragepotenzial aus dem Geschäftsumfeld ausrichten. Hotels wie auch Aparthotels haben den Vorteil, dass sie aufgrund der Infrastruktur und der Ausrichtung des Betriebes über ein breiteres Dienstleistungsangebot verfügen. Der Schweizer Hotelmarkt, der seit einigen Jahren einem Strukturwandel unterliegt, ist schon seit längerem bestrebt, das Angebot den veränderten Bedürfnissen anzupassen. So sind in den vergangenen Jahren einige Apartmenthäuser erstellt worden. Hotels haben den Vorteil, dass sie durch Um- oder Anbauten ihr Angebot an möblierten Apartments praktisch ohne zusätzliche Fixkosten in relativ kurzer Zeit ausbauen und ein breites Dienstleistungspaket anbieten können.

### **Ein guter Standort ist zentral**

Die Konkurrenz für Serviced Apartments ist gross: sei es seitens des Wohnungsmarkts, der Hotellerie oder der vielen, eher kleinen Anbieter. Folglich ist es wichtig, dass die Positionierung über Standortfaktoren gut durchdacht und umgesetzt ist. Der Geschäftstourismus, welcher das grösste Nachfragepotenzial birgt, ist auf eine zentrale Lage in der Nähe zu Arbeitsplätzen, gute Anbindung an die Verkehrsmittel sowie die Nähe zum Flughafen angewiesen. Da Verpflegungsdienstleistungen in der Regel nicht direkt im Haus angeboten werden, ist zudem die Nähe zu Einkaufsmöglichkeiten sowie zu gastronomischen Einrichtungen zentral. Naherholungsräume und Freizeiteinrichtungen sollten zudem ebenfalls leicht zu erreichen sein. Eine Anbindung an ein Buchungssystem und ein professionell gestalteter Internetauftritt sind sehr wichtig, um Visibilität zu gewährleisten und sich von den vielen Anbietern abheben zu können.

Die in der Schweiz noch junge Beherbergungsform der Serviced Apartments verfügt weiterhin über Wachstumspotenzial. Zwar gibt es insbesondere in den Wirtschaftszentren Genf und Zürich bereits einige Anbieter, doch ist der Markt noch nicht gesättigt. Die starke internationale Ausrichtung und Vernetzung der Schweizer Wirtschaft stellt eine Basisnachfrage nach Serviced Apartments heute wie auch in Zukunft sicher. Jedoch gilt es zu beachten, dass aufgrund der Überkapazitäten im Hotelmarkt die Konkurrenzgefahr aus der Hotellerie, welche das Synergiepotenzial ebenfalls erkannt hat, gross ist. Daneben beflügelt die angespannte Situation auf den Wohnungsmärkten der Zentren die Nachfrage in eventuell nicht nachhaltiger Weise. Eine gute Positionierung hinsichtlich des Nachfragepublikums, des Standorts sowie eine professionelle Umsetzung des Konzepts ist daher das A und O eines jeden Erfolgskonzeptes.

## Büroflächen

Die fundamental gesunde Schweizer Wirtschaft hat den klassischen Bürobranchen in den Jahren 2009 und 2010 trotz stellenweise schwierigen Rahmenbedingungen ein geringfügig positives Beschäftigungswachstum beschert und damit Freisetzungen sowie ein schwerwiegendes Überangebot an Flächen verhindert. Langfristige Trends signalisieren für die Zukunft eine weiterhin wachsende Nachfrage nach Büroflächen: Neben dem rasanten technischen Fortschritt sorgt die fortschreitende Tertiarisierung der Wirtschaft im Allgemeinen und der Industrie im Speziellen für einen wachsenden Bedarf an Büroarbeitsplätzen. Zusätzlich dürfte die Schweiz im Wettbewerb um den Zuzug internationaler Dienstleistungsunternehmen und Firmensitze aufgrund ihrer hervorragenden Standortbedingungen auch zukünftig zu den Gewinnern zählen. Kurzfristig werden allerdings das moderate Beschäftigungswachstum des Jahres 2010 und die schwach positiven Erwartungen für 2011 nicht ausreichen, um das hohe Mass an 2007/2008 geplanten und seit 2009 auf den Markt strömenden Flächen vollständig zu absorbieren. Die Zunahme inserierter Neu- und Bestandesflächen vor allem an dezentralen Lagen in den äusseren Geschäftsgebieten der Gross- und Mittelzentren zeugt von einem wachsenden Angebotsüberhang und von Absatzproblemen. Bessere Vermarktungschancen haben Neuflächen in den zentralen Geschäftsgebieten, die häufig sehr gezielt für die Bedürfnisse ihrer Mieterschaft und mit hohen Vorvermietungsquoten geplant werden. Dennoch wächst auch das Bestandesangebot in den Zentren, was verdeutlicht, dass die Neuflächenvermietung derzeit mehr von Arbeitsplatzverlagerungen profitiert als von einem Stellenwachstum.

### Nachfrage

#### Geringe Nachfragedynamik aufgrund der Beschäftigungsstagnation

Zum Ende des Jahres 2010 waren schweizweit 575'000 Personen<sup>7</sup> in Unternehmen beschäftigt, die wir den klassischen Bürobranchen<sup>8</sup> zuordnen. Die Dienstleistungsangebote dieser Unternehmen werden fast ausschliesslich in Büroliegenschaften erbracht. Ihre heutige Beschäftigungssituation und ihr zukünftiges Wachstum sind ausschlaggebend für die quantitative Büroflächennachfrage, auch wenn in diversen anderen Branchen ebenfalls substanzielle und vor allem wachsende Anteile der Belegschaft über Büroarbeitsplätze verfügen. Unsere Befürchtungen, Nachwehen der Finanzkrise könnten zu einem Stellenabbau und zu einer Flächenfreisetzung im grossen Stil führen, haben sich glücklicherweise nicht bewahrheitet. Die immer stärker auf Dienstleistungsunternehmen ausgerichtete Schweizer Wirtschaft hat die Beschäftigung in den klassischen Bürobranchen 2010 gegenüber 2009 sogar um rund 0.5% ausgebaut. Damit schwächte sich das Jahresbeschäftigungswachstum gegenüber 2009 (2%) und 2008 (4%) zwar deutlich ab, blieb jedoch im positiven Bereich (Abbildung 26).

#### Architekten weiterhin im Plus, Personaldienstleister setzen Stellenabbau fort

Unter der Lupe betrachtet zeigt sich, dass nicht alle Bürobranchen zur Beschäftigungsstabilität beigetragen haben. Entgegen der Mehrzahl der Branchen setzten z.B. die Personaldienstleister die Wachstumskorrektur mit -4.2% gegenüber 2009 fort (2009: -3%). Die Branche ist stark zyklisch, d.h. ihre Jobentwicklung korreliert deutlich mit dem Wachstum des Bruttoinlandsproduktes, und ist zudem sehr volatil. So sind den aktuellen Korrekturen goldene Jahre mit zweistelligen Wachstumsraten vorausgegangen. Versicherungen und Banken bewegten sich 2010 leicht im Minus. Der Beschäftigungsabbau ist in diesen Branchen trotz Finanzmarktkrise glimpflich verlaufen. Der anhaltende und wenig volatile Stellenaufbau in Architektur- und Ingenieurbüros wirkt hingegen antizyklisch und hat wesentlich zum Bürobeschäftigungsaufbau der letzten fünf Jahre beigetragen.

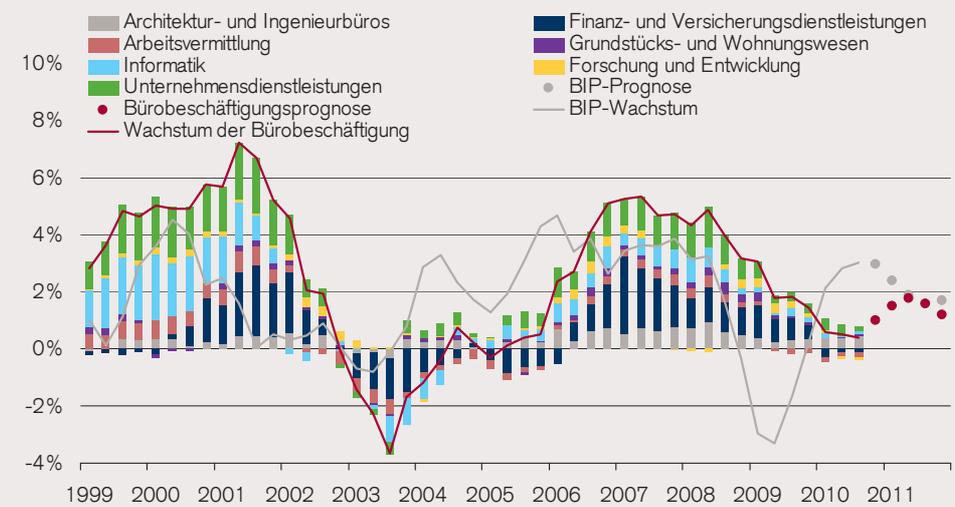
<sup>7</sup> Beschäftigungszahlen werden grundsätzlich in Vollzeitäquivalenten ausgedrückt. In Ausnahmefällen sind die Werte entsprechend gekennzeichnet.

<sup>8</sup> Dazu zählen wir das Kredit- und Versicherungsgewerbe, Börsen, Broker und Makler, das Immobilienwesen, die Informatik, Unternehmensdienstleister, Architektur- und Ingenieurbüros, Personaldienstleister sowie Forschung und Entwicklung.

Abbildung 26

**Beschäftigungsentwicklung klassischer Bürobranchen und BIP-Wachstum**

Wachstumsraten mit Wachstumsbeiträgen im Vorjahresvergleich



Quelle: Credit Suisse Economic Research, Bundesamt für Statistik

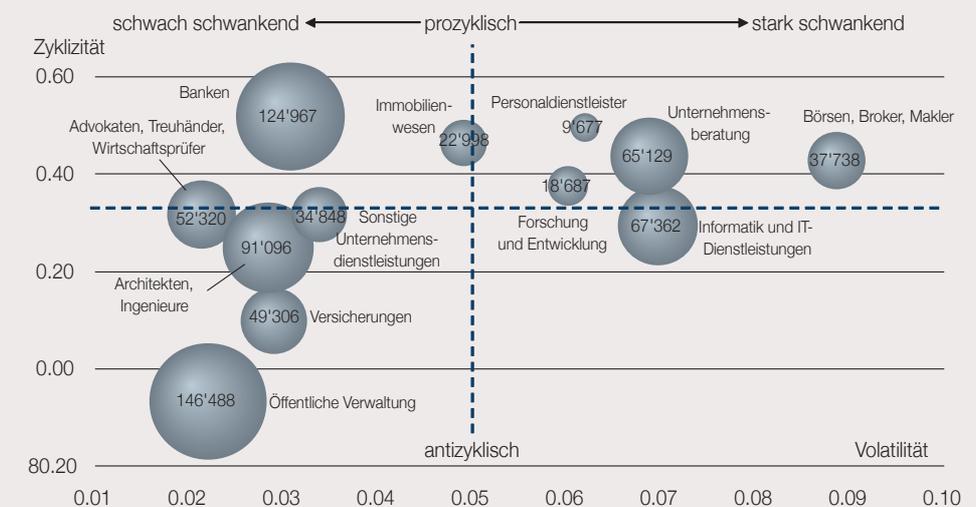
**Strategisch ausgewählter Mietermix reduziert Fluktuation und Leerstandsrisiko**

Stabilität und Zyklizität der Beschäftigungsentwicklung einzelner Bürobranchen spielen eine wesentliche Rolle für Rendite-Risiko-Einschätzungen von Eigentümern bei der Vermietung ihrer Flächen. Mieter aus Branchen mit traditionell stark schwankenden Beschäftigungszahlen erhöhen die Wahrscheinlichkeit von Mieterfluktuationen; bei mehreren Mietern prozyklischer Branchen erhöht sich zudem das Leerstandsrisiko im Abschwung. In grossen Liegenschaften lassen sich Leerstandsrisiko und Fluktuation durch die Diversifizierung der Mieterschaft aus Unternehmen unterschiedlich volatiler, pro- und antizyklischer Branchen beeinflussen. So hat sich zum Beispiel die Beschäftigungsentwicklung von Unternehmensberatungen und Personaldienstleistern in der Vergangenheit als prozyklisch und volatil erwiesen (Abbildung 27).

Abbildung 27

**Volatilität und Zyklizität der Bürobeschäftigungsentwicklung 1994-2010**

x-Achse: Standardabweichung der Beschäftigungsentwicklung; y-Achse: Korrelation mit BIP-Entwicklung; Blasengrösse: Branchengrösse in Anzahl Beschäftigter auf Vollzeitbasis



Quelle: Credit Suisse Economic Research, Bundesamt für Statistik

Die höchsten personellen Schwankungen im Zeitverlauf treten bei den mit Finanz- und Versicherungsdienstleistungen verbundenen Tätigkeiten – der Subbranche der Börsen, Brokern und Maklern – auf. Diese erfuhren zwar langfristig betrachtet ein markantes Wachstum, auf zweistellige Wachstumsraten in der ersten Hälfte der Neunzigerjahre und zu Beginn des neuen Jahrtausends folgten jedoch kräftige Beschäftigungskorrekturen. Dass deren Zyklus, d.h. der zeitliche Verlauf der Beschäftigungsschwankungen, derjenigen von Banken ähnelt, überrascht wenig. Dagegen entwickelte sich die Personalsituation von Versicherungen sowie von Architektur- und Ingenieurbüros antizyklisch und stabiler. Die sicherste Variante für Vermieter bleibt aus konjunktureller Sicht der Abschluss langfristiger Mietverträge mit Dienstleistern der öffentlichen Verwaltung, deren Beschäftigungsabbau, wenn überhaupt, nur sehr graduell und antizyklisch erfolgt ist. Allerdings müssen sich Vermieter tiefe Leerstands- und Fluktuationsrisiken häufig durch ebenfalls tiefere Renditemöglichkeiten erkaufen, denn Unternehmen wertschöpfungsintensiver und beschäftigungsstabiler Branchen sind sich ihrer Attraktivität als Mieter bewusst und können gerade in Zeiten eines zunehmenden Käufermarktes entsprechende Konditionen aushandeln. Zusätzlich begrenzen Verträge mit langen Laufzeiten das Aufwärtspotenzial von Mietzinsen bei verbesserten Marktsituationen.

### **Kurzfristig gedämpfte Flächenachfrage steuert wieder auf langfristigen Wachstumspfad zu**

Insgesamt dürfte die Beschäftigung klassischer Bürobranchen im Laufe des Jahres weiter wachsen. Die Dynamik wird jedoch nicht so stark sein, dass die Unternehmen aus Wachstumsgründen gezwungen sein werden, ihre Büroflächen aufzustocken. Flächenoptimierungen bleiben 2011 das Hauptmotiv für Neubezüge. Dass dieses erwartete Wachstum mit 1.5% moderat ausfällt, liegt daran, dass wir für das beschäftigungsmässige Schwergewicht der Banken mit keinem Stellenaufbau im Vergleich zu 2009 rechnen. Grund hierfür sind Strukturanpassungen als Spätfolge der Finanzkrise und anhaltende Unsicherheiten im Finanzmarktsektor. Das in den Jahren 2010 und 2011 gebremste Wachstum der Bürobeschäftigung dürfte sich mittelfristig jedoch wieder beschleunigen. Dafür sorgt der rasante technische Fortschritt, welcher auf der einen Seite Rationalisierungen in Produktion und Vertrieb ermöglicht, die Stellenzahl im Backoffice-Bereich auf der anderen Seite hingegen kontinuierlich ansteigen lässt. Zudem ist die Tertiarisierung der Schweizer Wirtschaft bei weitem noch nicht abgeschlossen. Während seit 1992 in der Industrie und im Bau insgesamt 13.6% oder 153'513 Stellen abgebaut wurden, ist die Beschäftigung in den klassischen Bürobranchen um 36% oder 155'027 Personen angestiegen.

### **Wachstum ist nicht alles: Auch Konsolidierungsmassnahmen generieren Flächennachfrage**

Das Beschäftigungswachstum ist eine einfach messbare, jedoch bei weitem nicht die einzige nachfragebestimmende Grösse von Büroflächen. Zusätzlich ändern sich die spezifischen Anforderungen von Dienstleistungsunternehmen an Grösse, Lage und Qualität ihrer Flächen kontinuierlich. Die relevante Frage für Investoren ist somit: Welche Branchen entwickeln wo welche Flächenansprüche? Das Augenmerk liegt dabei allzu oft auf dem Wachstum von Unternehmen. Doch auch Konsolidierungen, wie wir sie z.B. in der Versicherungsbranche seit über 10 Jahren beobachten, bringen neue Flächenansprüche mit sich. So plant die Versicherungsgesellschaft Axa in Winterthur die Überbauung "Superblock", in der sie ab 2015 1'200 Arbeitsplätze ansiedelt und eine Fläche für 800 Angestellte an die Stadt Winterthur vermietet, die dort ihrerseits 27 Standorte zentralisiert. Die Allianz Suisse baut derzeit einen neuen Hauptsitz auf dem Richti-Areal in Wallisellen im Zürcher Glattal mit Platz für 1'600 Beschäftigte auf einer Fläche von 37'500 m<sup>2</sup>, in dem landesweite Arbeitsplätze zusammengelegt werden. Solche Beispiele häufen sich. Sie belegen, dass die Bedeutung von Mobilität, Netzwerken, Kosten und Grösseneffekten weiter zunimmt. Der folgende Exkurs geht den Vor- und Nachteilen der Arbeitsplatzkonzentration näher auf den Grund.

---

### **Exkurs: Standortoptimierung in Form dezentraler Arbeitsplatzkonzentration**

---

### **Hintergründe der Standortkonzentration**

Die heutigen Telekommunikationsmöglichkeiten machen den Wertschöpfungsprozess theoretisch unabhängig vom geografischen Standort der Leistungserbringung (Telearbeit). Entgegen der ursprünglichen Vermutung hat diese technologische Entwicklung jedoch nicht zu einer räumlichen Dezentralisierung geführt. Im Gegenteil: Die Konzentration von Büroarbeitsplätzen in den Zentren setzte sich fort. Hintergrund dieser überraschenden Entwicklung ist der Wandel von einer Industriegesellschaft zu einer Gesellschaft, deren Wertschöpfung auf Information und Wissen beruht. Diese sind die Basis für Innovation. Innovation entsteht jedoch aus einer Vielzahl von Interaktionen. Der spontane Austausch der einzelnen Wissensträger untereinander bildet

hierzu eine wichtige Komponente. Die noch vor zehn Jahren als zukunftsweisend gepriesenen Kommunikationslösungen wie z.B. Online-Meetings können spontane direkte Kontakte zur Diskussion und Verhandlung komplexer Sachverhalte und zum alltäglichen Wissenstransfer nicht vollständig ersetzen. Solche Interaktionen ergeben sich umso häufiger, je grösser die räumliche Dichte der Beschäftigten ist. Vor dem Hintergrund der Bedeutung von Innovation für die Wettbewerbsfähigkeit der hiesigen Wirtschaft und der Erkenntnis, dass der dafür notwendige Fluss von Wissen und Informationen nur dort stattfinden kann, wo Kommunikation spontan erfolgt, erscheinen die Vorteile einer Konzentration der Belegschaft an möglichst wenigen Standorten in neuem Licht.

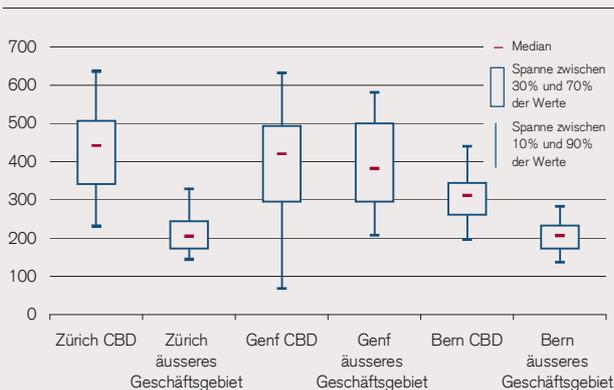
**Kleinräumige Preisdivergenz verstärkt den Anreiz zur Standortverlagerung**

Hinter den Konzentrationstendenzen stehen jedoch auch Kostenüberlegungen. Die Professionalisierung der Immobilienbewirtschaftung sowie die dank technologischen Möglichkeiten gewachsene Kostentransparenz haben einerseits das Potenzial der Flächeneffizienz sichtbar gemacht und andererseits Einsparungsmöglichkeiten bei den Bewirtschaftungskosten aufgezeigt, wenn weniger, dafür jedoch grössere Liegenschaften genutzt werden. Die kleinräumig stark divergierenden Büromieten in den Schweizer Grosszentren verstärken den Anreiz, Mitarbeiter räumlich nach Funktion und Organisationseinheit zu gruppieren. **Abbildung 28** zeigt die Spektren der Bruttomieten für Büroflächen im zentralen Geschäftsgebiet (CBD) und im äusseren Geschäftsgebiet exemplarisch für die drei flächenmässig grössten Märkte Zürich, Genf und Bern. Die Preisdifferenzen zwischen CBD und äusserem Geschäftsgebiet sind insbesondere im Markt Zürich über die gesamte Preisspanne gross. **Abbildung 29** zeigt die resultierende Kostendifferenz zwischen der Medianmiete im CBD und den verschiedenen Preissegmenten des äusseren Geschäftsgebietes. Die Standortverlagerung aus einer Liegenschaft, die im CBD von Zürich dem mittleren Preissegment zugeordnet wird, in eine Liegenschaft ebenfalls des mittleren Preissegmentes, aber im äusseren Geschäftsgebiet kann in einem reinen Mietkostenvorteil von 237 CHF/m<sup>2</sup> und Jahr resultieren, was einem Einsparungspotenzial von 54% entspricht oder 1.2 Mio. CHF pro Jahr bei 5'000 m<sup>2</sup> gemieteter Fläche. Im Falle der Zusammenlegung mehrerer Standorte lassen sich durch einen geringeren Platzbedarf aufgrund höherer Flächeneffizienz der neuen Liegenschaft zusätzliche Einsparungen erzielen. Diesem Einsparungspotenzial stehen nicht unerhebliche einmalige Investitionen für den Mieterausbau und Umzugskosten gegenüber.

**Räumliche Trennung von Front- und Backoffice-Funktionen**

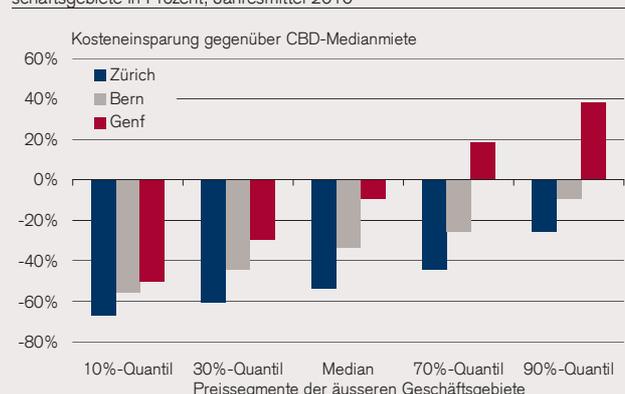
Unternehmen der klassischen Bürobranchen sind kleinräumig besonders mobil, denn Standortverlagerungen von wenigen Kilometern sind ohne unbeliebte Wohnsitzverlagerungen der Mitarbeitenden möglich. Die wichtigsten Faktoren bei der Standortwahl von Unternehmen sind Nähe sowohl zu Kunden als auch zu Fachkräften, verkehrstechnische Erreichbarkeit, Prestige der Liegenschaft, Platzverhältnisse und Kosten. Die gezielte Kombination von Standortfaktoren je nach Funktion der Mitarbeitenden kann die Produktivität fördern und Kosten sparen helfen. Die Haupttrennlinie verläuft oftmals zwischen Front- und Backoffice-Funktionen und damit zwischen jenen, die im operativen Geschäft Kundennähe suchen, und jenen, die diese mit optimaler Infrastruktur und innerbetrieblichen Dienstleistungen unterstützen.

**Abbildung 28**  
**Mietpreisspannen der einzelnen Geschäftsgebiete**  
In CHF/m<sup>2</sup> und Jahr, Jahresmittel 2010



Quelle: Credit Suisse Economic Research, Meta-Sys AG

**Abbildung 29**  
**Kostenunterschiede von Büroflächen**  
Zwischen CBD-Medianmiete und jeweiligen Preissegmenten der äusseren Geschäftsgebiete in Prozent, Jahresmittel 2010



Quelle: Credit Suisse Economic Research, Meta-Sys AG

### **Strategischer Standortwahl folgt Kostenoptimierung mit operativem Flächenmanagement**

In der Sprache des Facility Management entspricht die Abstimmung des Flächenbedarfs auf Unternehmensstrukturen und -ziele sowie die Beurteilung des Einsparungspotenzials durch Standortverlagerungen dem strategischen Flächenmanagement. Sind die strategischen Entscheidungen getroffen, liegt es in der Verantwortung des operativen Managements vor Ort, gute Rahmenbedingungen für eine hohe Flächenauslastung zu schaffen. Dazu gehört, dass Arbeitsplatzkonstellationen personellen Veränderungen schnell angepasst werden, z.B. mittels Desksharing im Falle mehrerer Teilzeitstellen, oder dass sich Teams und Abteilungen als Folge organisatorischen Wandels räumlich neu gruppieren können. Benchmarking-Tools helfen, die flächenspezifischen Betriebs- und Bewirtschaftungskosten in einem Datenpool mit Durchschnittswerten anderer Liegenschaften zu vergleichen, um im Falle eines schlechten Rankings Gegenmassnahmen einzuleiten.

### **Grossunternehmen rechnen mit hohen Einsparungen**

Solche Immobilienstrategien resultieren bei vielen Unternehmen in Standortverlagerungen. In Zürich planen z.B. beide Grossbanken die Aufgabe bzw. die Neuausrichtung von CBD-Standorten zugunsten von Zusammenlegungen im erweiterten und äusseren Geschäftsgebiet. Die Credit Suisse legt die Schwerpunkte mit dem Erweiterungsbau des Uetlihofs auf Zürich-Süd (Backoffice-Funktionen aller Geschäftseinheiten, Investment Banking, Handel) und Zürich-Nord (IT, Backoffice) mit dem ehemaligen Sunrise-Tower. Im Zentrum verbleiben Kundenberater und die Geschäftsleitung. Ziel ist eine effizientere Nutzung der Gebäude und dadurch eine mittelfristige Reduktion der Raumkosten im zweistelligen Prozentbereich. Die UBS verlagert rund 500 Arbeitsplätze aus dem CBD nach Opfikon und rund 900 zum Bahnhof Altstetten. Die im Zentrum verbleibenden Mitarbeiter mit direktem Kundenkontakt werden ab 2013 zum Grossteil in neuen Räumen an der Europaallee am Hauptbahnhof Quartier beziehen. Zwischen der CBD-Lage am Hauptbahnhof und den Supportabteilungen im äusseren Geschäftsgebiet liegen damit zukünftig nur wenige Minuten Fahrt per S-Bahn – preislich trennen diese Lagen jedoch Welten. Entsprechend erwartet die UBS mit dieser Strategie eine Einsparung von jährlich rund 70 Mio. CHF in Zürich. Die gleiche Einsparungsgrössenordnung erreichte die Swisscom mit dem Projekt "Espace – Space follows Business". Von 2004 bis 2006 wurde 80% der Belegschaft schweizweit in 19 Liegenschaften zusammengelegt, was zu einer Reduktion der Bürofläche um 131'000 m<sup>2</sup> führte.

### **Öffentliche Verwaltung konzentriert Arbeitsplätze in eigenen Liegenschaften und reduziert angemietete Flächen**

Auch die seit einigen Jahren zunehmend explizit formulierten Immobilienstrategien der öffentlichen Verwaltung konkretisieren sich in Form von Neubauprojekten und Arbeitsplatzverlagerungen. Seitens Bund beinhaltet die Verordnung über das Immobilienmanagement und die Logistik des Bundes (VILB) das strategische Ziel der "Konzentration der Unterbringung von Organisationseinheiten der Bundesverwaltung in polyvalenten Objekten angemessener Grösse, die, soweit dies wirtschaftlich ist, im Eigentum des Bundes stehen". Die dezentrale Arbeitsplatzkonzentration in eigenen Liegenschaften wird jedoch in den nächsten Jahren nicht nur den von der Bundesverwaltung geprägten Büroflächenmarkt Bern verändern. Zahlreiche kantonale Verwaltungen haben ähnliche Immobilienstrategien entwickelt, die auf den dortigen Immobilienmärkten ebenfalls Spuren hinterlassen dürften. So sieht z.B. die Baselbieter Kantonsverwaltung eine Konzentration von 52 auf 17 Verwaltungsstellen und einen Neubau für 760 Arbeitsplätze in Liestal vor. In Chur befindet sich ein Verwaltungszentrum für 725 Arbeitsplätze in Planung, das dem Kanton Einsparungen von jährlich rund 2 Mio. CHF beschern soll. Für die frei werdenden Flächen an bester Lage im Zentrum von Chur wird teilweise eine Umnutzung in Wohnraum in Erwägung gezogen. Die Planung für ein neues kantonales Verwaltungszentrum in Luzern steckt noch in den Kinderschuhen. Die Immobilienstrategie wurde 2010 überarbeitet – in einem Mediencommuniqué heisst es, die heutige Verzettlung der Verwaltung an zahlreichen Standorten sei kostenintensiv und unpraktisch. Vor allem die heutigen externen Mietkosten von jährlich 27 Mio. CHF sollen reduziert werden. Die kantonale Bürofläche umfasst auf dem Stadtgebiet Luzern 40'000 m<sup>2</sup>, wovon 32'000 m<sup>2</sup> angemietet sind – 25'000 m<sup>2</sup> befinden sich in unmittelbarer Nähe zum Bahnhof Luzern. Die in Luzern angemietete Fläche der kantonalen Verwaltung beträgt somit das Dreifache der im 4. Quartal 2010 in der Stadt zur Vermietung ausgeschriebenen Gesamtbürofläche.

### **Veränderte Nachfrage dürfte relativen Kostenvorteil an guten dezentralen Lagen mittelfristig reduzieren**

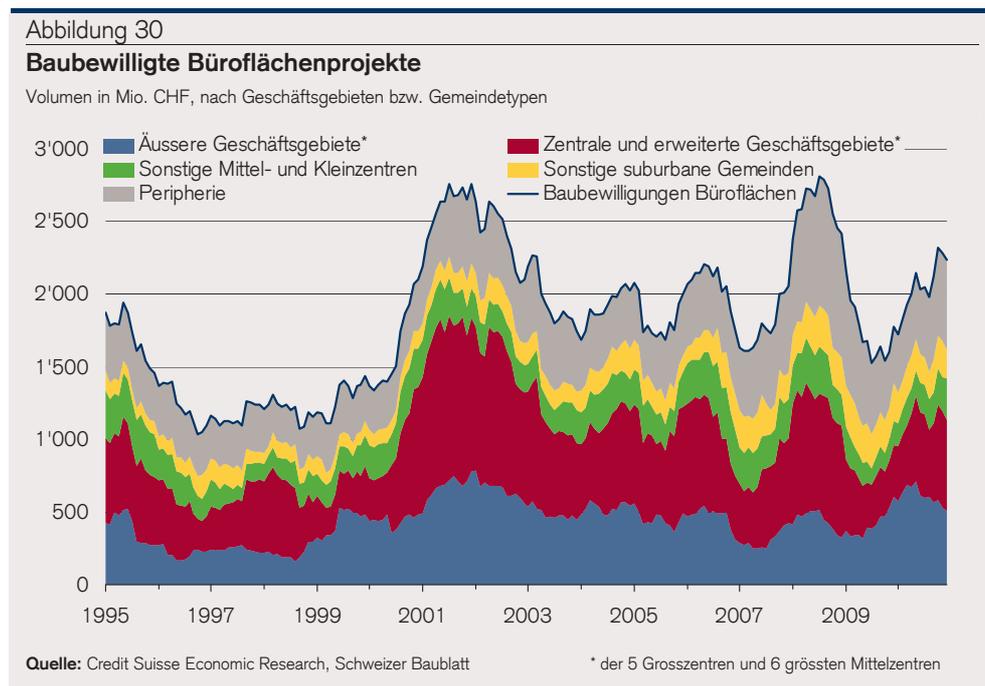
Grössere Probleme dürften aus den Dezentralisierungsstrategien von Unternehmen und öffentlicher Hand für die Mehrzahl der Schweizer Büroflächenmärkte nicht entstehen. Die lange und transparente Planungsphase – im Falle Luzerns dürften 10 Jahre bis zum bezugsbereiten Verwaltungszentrum vergehen – sorgt für genügend Zeit, um potenziell frei werdende Flächen neu zu positionieren und zu vermarkten. Allgemein führt die erhöhte Nachfrage nach dezentral gele-

genen und verkehrstechnisch optimal erreichbaren grossen Flächen vielerorts zu einer Annäherung der Preise im CBD und in den erweiterten Geschäftsgebieten. Setzt sich diese Bewegung fort, schmilzt der relative Kostenvorteil an dezentralen Lagen und weckt wieder verstärktes Interesse am CBD-Standort.

**Angebot**

**Entwicklungsschwerpunkte an den Rändern oder ausserhalb der Zentren**

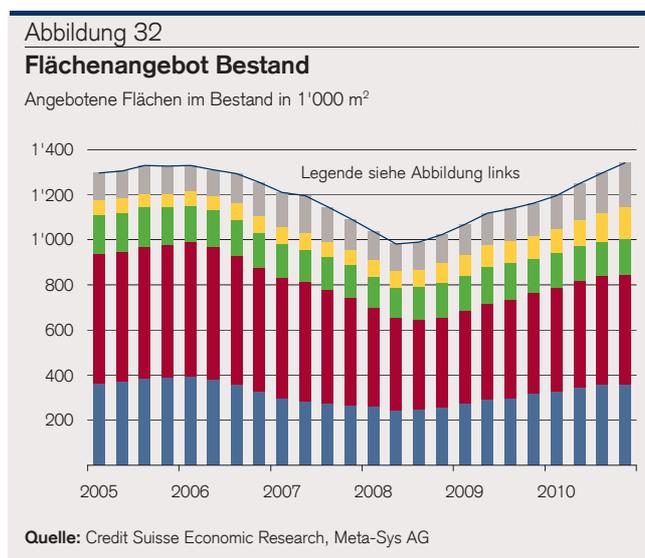
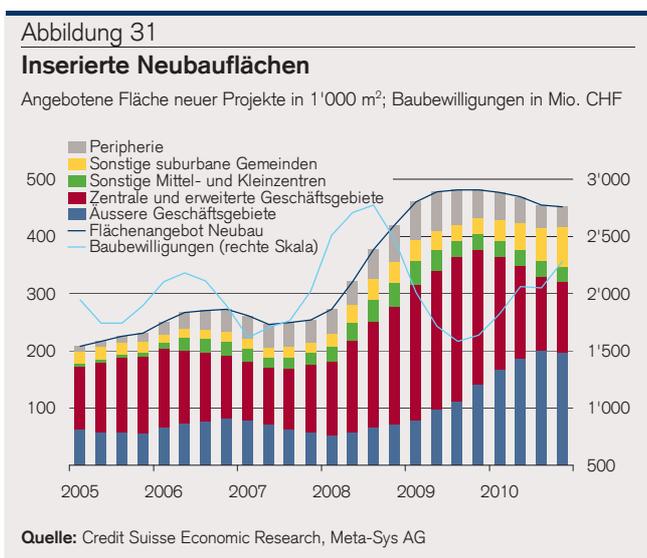
Investoren schöpfen neue Zuversicht in Sachen Büroraumplanung. Dies zeigt sich deutlich im Anstieg des Volumens baubewilligter Büroliegenschaften auf 2.2 Mrd. CHF zum Ende des Jahres 2010. Damit ist die angebotsseitige Zurückhaltung des Vorjahres überwunden, die Produktion von neuen Flächen nimmt im Kielwasser der wirtschaftlichen Erholung wieder zu. Die verstärkte Projektierung von Büroflächen setzte nach einer Phase des krisenbedingten Stillstandes Mitte 2009 als erstes in den äusseren Geschäftsgebieten der Gross- und Mittelzentren wieder ein. In den inneren, das heisst den zentralen und erweiterten Geschäftsgebieten der grössten Büroflächenmärkte, in denen besonders am Anfang des neuen Jahrtausends und im Jahr 2008 der Neubauschwerpunkt lag, herrschte bis Anfang 2010 noch Zurückhaltung. Erst im Sommer 2010 ist der Anteil der in diesen Zentren projektierten Büroflächen wieder angestiegen. Er bewegt sich heute knapp unterhalb des langjährigen Mittels von 32%, wobei vor allem die erweiterten Geschäftsgebiete von einer erneuten Dynamik erfasst worden sind. Aber auch in peripher gelegenen Gemeinden ist das Volumen wieder angestiegen. Die zukünftigen Entwicklungsschwerpunkte liegen somit an den Rändern der Zentren oder ausserhalb von diesen und unterstreichen damit angebotsseitig den Trend zur Arbeitsplatzkonzentration an eher dezentralen Lagen (Abbildung 30).



**Erneute Projektierungswelle droht bestehenden Angebotsüberhang zu erhöhen**

Die geplante Ausweitung an Büroflächen liegt aktuell 23% über dem langjährigen Mittel. Die neuen Flächen werden sukzessive den Angebotsüberhang verschärfen, der aufgrund der kräftigen Projektierungswelle des Jahres 2008 entstanden ist. Das wachsende Überangebot ist jedoch grundsätzlich anders verteilt als jenes nach den Übertreibungen der Jahrtausendwende. Damals hatten vor allem die zentralen Geschäftsgebiete der Grosszentren, allen voran Zürich, mit einem Angebotsüberhang zu kämpfen. Dagegen ist 2011/12 mit einem Überangebot neuer Flächen vor allem in den äusseren Geschäftsgebieten und damit in den Agglomerationsgemeinden der Gross- und Mittelzentren zu rechnen. **Abbildung 31** verdeutlicht das Ausmass angebotener neuer Flächen im Zusammenhang mit dem Volumen baubewilligter Projekte. Die Realisierung der im Jahr 2008 vermehrt geplanten Büroflächen hat das Angebot von Neubauf lächen bis

2009 auf ein Niveau von 480'000 m<sup>2</sup> gesteigert. Dies entspricht rund 1% des geschätzten Schweizer Büroflächenbestandes. Zwei Aspekte dieser Entwicklung sind bedenklich. Erstens bildet sich das hohe Angebotsniveau kaum zurück, obwohl Planung und Bau neuer Flächen im Zuge der Finanzmarktkrise deutlich zurückgefahren wurden. Die angebotene Neubaufäche hat sich insbesondere in den äusseren Geschäftsgebieten binnen 1.5 Jahren auf 200'000 m<sup>2</sup> per Ende 2010 verdoppelt, während sie in den Zentren bereits deutlich abgenommen hat. Dies bekräftigt das regionale Ungleichgewicht mit drohenden Überangeboten in einigen Agglomerationsgemeinden. Zweitens kündigt die wiedererstartete Projektierung mittelfristig einen weiteren Flächenzuwachs an, der das Sinken des Flächenangebotes im Neubau zwar stoppen, das Angebot im Bestand aber weiter steigern dürfte. Es besteht eine enge Wechselwirkung zwischen den Flächenangeboten in Alt- und Neubauten. Neue Flächen sind dem Bestand in der Regel qualitativ überlegen, finden schneller Mieter oder sind bereits in der Planungsphase zu einem hohen Anteil vorvermietet. Je mehr Unternehmen ihre Tätigkeiten aus alten in neue Räumlichkeiten verlagern, desto grösser wird das Angebot im Bestand. Dieser Substitutionseffekt wird besonders in den zentralen und erweiterten Geschäftsgebieten der Gross- und Mittelzentren deutlich: Gegenüber 2008 ist das Ausmass ausgeschriebener Neubaufächen in diesen Gebieten um 40% gesunken (Abbildung 31), bei gleichzeitiger Zunahme des Bestandesangebotes um 23% (Abbildung 32). Prozentual zum geschätzten Büroflächenbestand ist die Quote angebotener Bestandesflächen insgesamt seit 2008 von 2.6% auf nun 2.9% angestiegen.



**Marktergebnis**

**Fortgesetzter Seitwärtstrend der schweizweiten Mietpreisentwicklung**

Steigende Angebotsziffern und längere Insertionsperioden legen Zeugnis davon ab, dass der zyklische Abschwung im Nachgang der kurzen Schweizer Rezession nicht spurlos an den Büroflächenmärkten vorbeigegangen ist. Teilweise sind auf einzelnen Büromärkten auch schon steigende Leerstände zu beobachten. Von einer Krise kann jedoch nicht die Rede sein, weshalb die Mietpreise bislang nicht unter Druck geraten sind. Sie verharren im Schweizer Mittel weiterhin in einem engen Korridor von 205 CHF bis 215 CHF/m<sup>2</sup>. Nur kurzzeitig hatten sie im 2. Quartal 2010 diese Bandbreite, in dem sie sich seit vier Jahren bewegen, nach oben durchbrochen. Dieser Anstieg war vor allem auf ein erhöhtes Angebot an guten Lagen in den zentralen und erweiterten Geschäftsgebieten zurückzuführen. Die regional unterschiedlichen Entwicklungen dürften sich auch zukünftig nivellieren und zur Fortführung des schweizweiten Seitwärtstrends führen. Lokal dürften die Mieten für Neu- und Bestandesflächen vor allem in Agglomerationsgemeinden mit starkem Angebotswachstum und bisher positiver Preisdynamik unter Druck geraten. Mehrheitlich dürften dabei die mittelgrossen Bestandesflächen dem grössten Preisdruck ausgesetzt sein. An den zentralen Lagen dagegen ist auch weiterhin mit einem stabilen Preisniveau zu rechnen. **Abbildung 33** gibt einen Überblick über die 20 Wirtschaftsregionen, welche die meisten Büroflächen auf sich vereinen. Teilweise zählen mehrere Regionen zu einem gros-

sen Büroflächenmarkt. Insgesamt sind auf der Mehrheit dieser Märkte die Angebotsziffern gegenüber dem Vorjahr angestiegen, wie das auch in der Schweiz als Ganzes der Fall ist. Die Preise dagegen zeigen mit wenigen Ausnahmen noch keine sinkende Tendenz.

Abbildung 33

**Die 20 grössten Büroflächenmärkte im Überblick**Flächen in m<sup>2</sup> per 4. Quartal 2010; Medianmiete für 2010 in CHF pro m<sup>2</sup>; Trends für 2011

Wirtschaftsregion	Bürofläche Bestand	Angebotene Fläche	Angebotsziffer	Angebots-trend	Medianmiete	Preis-trend
Zürich-Stadt	6'179'000	189'000	3.1%	↗	278	→
Genève	3'919'000	165'000	4.2%	→	418	→
Bern	3'167'000	68'000	2.1%	→	220	→
Basel-Stadt	2'153'000	61'000	2.8%	→	255	→
Lausanne	2'109'000	87'000	4.1%	↗	267	↘
Glattal	1'633'000	79'000	4.8%	↗	194	→
Luzern	1'400'000	31'000	2.2%	→	208	→
St.Gallen/Rorschach	1'344'000	32'000	2.4%	→	201	→
Aarau	1'289'000	19'000	1.4%	↗	204	↘
Lorzenebene/Ennetsee	1'157'000	36'000	3.1%	↗	175	→
Lugano	1'135'000	21'000	1.8%	↗	257	→
Unteres Baselbiet	900'000	11'000	1.2%	→	216	→
Winterthur-Stadt	698'000	11'000	1.5%	↘	221	→
Baden	671'000	8'000	1.2%	→	190	→
Neuchâtel	631'000	9'000	1.5%	↗	203	↘
La Sarine	598'000	30'000	5.0%	→	212	→
Oberland-West	556'000	13'000	2.3%	↗	192	↘
Oltten/Gösigen/Gäu	556'000	13'000	2.4%	→	142	↗
Limmattal	553'000	25'000	4.5%	↗	196	↘
Oberes Baselbiet	549'000	21'000	3.8%	→	159	→
Schweiz	49'155'000	1'421'000	2.9%	↗	215	→

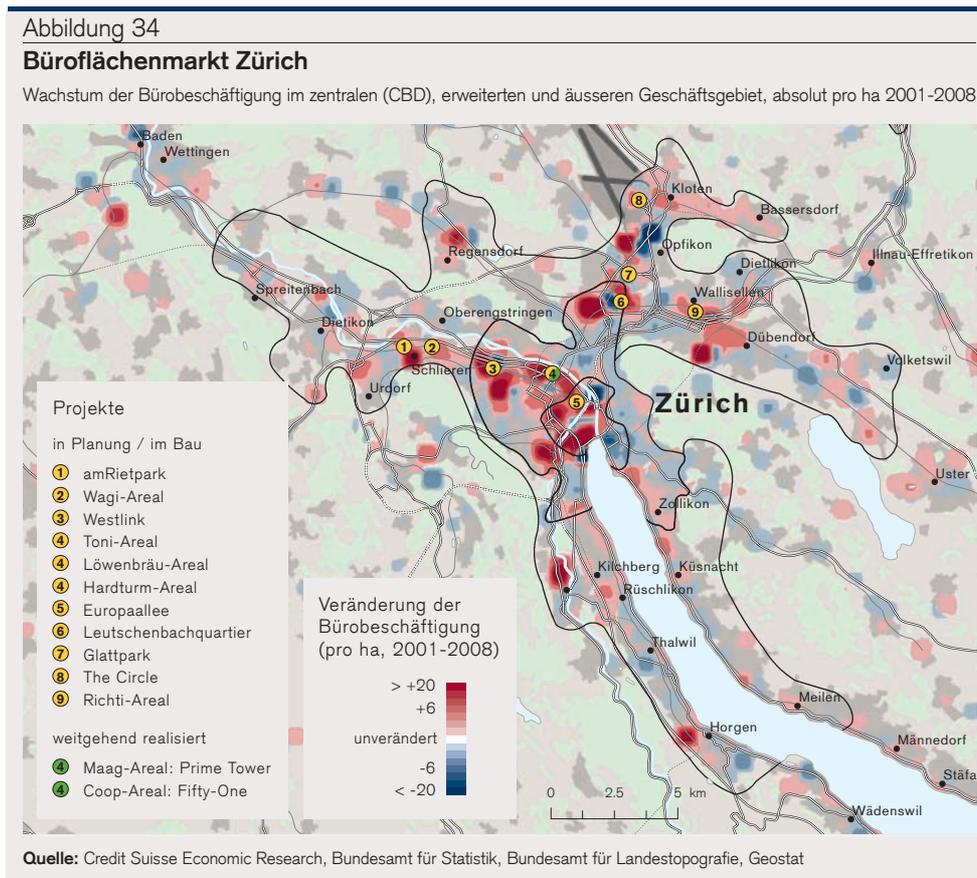
Quelle: Credit Suisse Economic Research, Meta-Sys AG

**Die fünf grössten Schweizer Büroflächenmärkte im Vergleich**

Im Folgenden beleuchten wir die regionale und lokale Situation auf den fünf grössten Schweizer Büroflächenmärkten. Die Einteilung jedes Marktes in ein zentrales Geschäftsgebiet (CBD), ein erweitertes und ein äusseres Geschäftsgebiet erfolgt auf der Basis der Beschäftigungsdichte und Wertschöpfungsintensität klassischer Bürobranchen.<sup>9</sup> Die zwischen 2001 und 2008 beobachteten räumlichen Nachfrageverschiebungen stehen in allen Märkten im Zeichen einer dezentralen Arbeitsplatzverdichtung von jeweils unterschiedlichem Ausmass. Der Blick auf aktuelle und zukünftig geplante Bauprojekte lässt keinen Zweifel daran aufkommen, dass sich diese Entwicklung verstärken wird. Zwar bleibt der CBD fast überall der ultimative Standort für repräsentative und kundennahe Arbeitsbereiche vieler Unternehmen, die Verlagerungstendenzen von Arbeitsplätzen in grosse Liegenschaften an den Rändern der inneren Geschäftsgebiete oder ganz in die äusseren Geschäftsgebiete werden jedoch vielerorts an zentralen Lagen Flächen freisetzen und die CBD-Märkte auf die Probe stellen.

9 Siehe auch Swiss Issues Immobilien – Immobilienmarkt 2010, Fakten und Trends für detaillierte Ausführungen zur räumlichen Aufteilung der Geschäftsgebiete.

## Zürich



### Büroflächenmarkt Zürich im Zeichen dezentraler Verdichtung

Der gesamte Büroflächenmarkt Zürich ist nachfrageseitig zwischen 2001 und 2008 um 22'160 auf 159'000 Beschäftigte (+16.2%) gewachsen, stellt man auf die Beschäftigten in den klassischen Bürobranchen ab. 40% des Beschäftigungswachstums entspringt den Entwicklungsgebieten im zentralen Geschäftsgebiet sowie in Zürich-West und in Zürich-Nord. Der Markt wächst und verdichtet sich damit entweder an sehr guten Lagen im CBD oder dort, wo grosse Flächen bestehen bzw. sich neue Projekte realisieren lassen. Im CBD wuchs die Beschäftigung insgesamt um 2'750 Personen und in Neu-Oerlikon im Norden des erweiterten Geschäftsgebietes um 2'630 Beschäftigte. Im Westen stieg die Büroflächennachfrage entlang Pfingstweid- und Hardturmstrasse um 3'420 Arbeitskräfte und darüber hinaus entlang des Limmattals über Altstetten bis nach Schlieren (+1'470 Beschäftigte). Eine hohe Beschäftigungsdichte entwickelt sich zudem auf kleinem Raum in Zürich-Süd. Im erweiterten Geschäftsgebiet sind im Quartier Wiedikon zwischen 2001 und 2008 netto 1'650 Büroarbeitsplätze entstanden. Die entgegengesetzte Entwicklung findet vis-à-vis auf der anderen Seeseite im Zürcher Seefeld statt: In jenen Teilen der Quartiere Seefeld und Mühlebach, die dem zentralen Geschäftsgebiet zugerechnet werden, verschwanden netto 744 Büroarbeitsplätze. Die Flächen dort sind klein, alt und teuer und werden vielerorts zu begehrtem Wohnraum umgenutzt.

### Projekte auf Stadtgebiet weit fortgeschritten

Die Entwicklungs- und Bautätigkeit läuft in der Stadt Zürich auf vollen Touren.<sup>10</sup> In diesem und im kommenden Jahr werden rund 160'000 m<sup>2</sup> Fläche an den Standorten Europaallee, Zürich-West und Leutschenbach auf den Markt kommen bzw. von den Mietern bezogen werden. Dies wird nicht ohne Auswirkungen auf die Leerstände bleiben. Diese sind im letzten Jahr gegenüber dem Vorjahr nochmals um 22'400 m<sup>2</sup> oder 14.5% auf rund 133'000 m<sup>2</sup> zurückgegangen und dürften den Boden damit erreicht haben. Mindestens für die kommenden zwei Jahre ist mit einer steigenden Leerstandsziffer auf Stadtgebiet zu rechnen. In Anbetracht weiterer Projekte ist in den darauffolgenden Jahren an denselben Standorten sowie in Altstetten mit nochmals insgesamt 180'000 m<sup>2</sup> neuer Bürofläche zu rechnen. Das Unterfangen, all diese Flächen mit Beschäftigten zu füllen, wirkt mit einem Blick über den Tellerrand Zürichs hinaus nochmals ambitionierter: Vor den Stadttoren lauert Konkurrenz in Form von weiteren Grossprojekten.

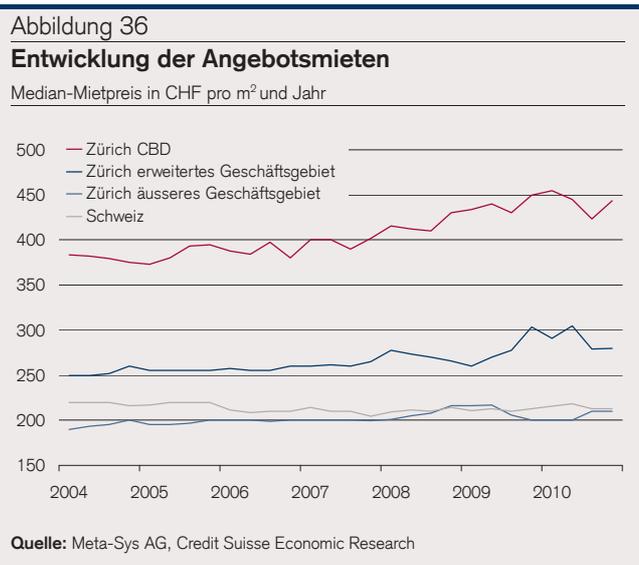
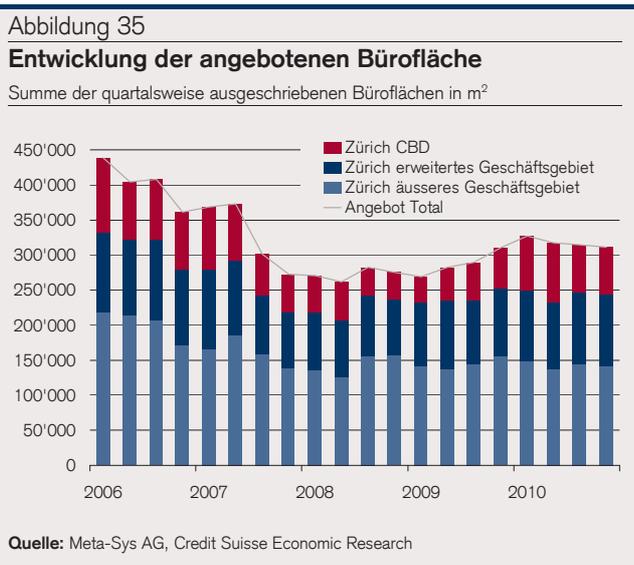
10 Siehe auch Swiss Issues Immobilien – Immobilienmarkt 2010, Fakten und Trends, S32f.

**Zusätzliche Angebotsausweitung im grossen Stil lauert vor den Stadttoren**

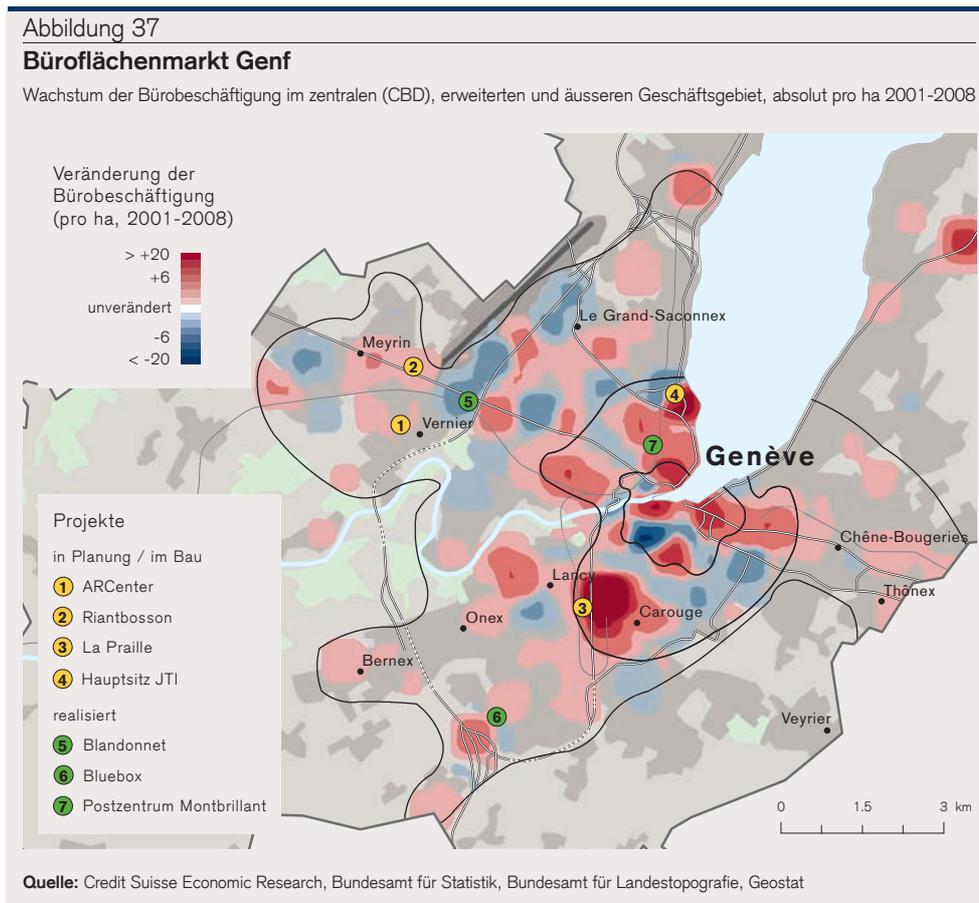
In Schlieren im Limmattal sind im Rahmen der Areal-Entwicklung am Rietpark langfristig neben der Hauptnutzung Wohnen eine grössere Zahl von Büroflächen vorgesehen. Für die ersten 12'600 m<sup>2</sup> Bürofläche unmittelbar am Bahnhof liegt bereits eine Baubewilligung vor. Unweit davon bezieht Sony in diesem Jahr in einem Neubau seinen neuen Hauptsitz. Das Gewerbe- und Handelszentrum Schlieren entwickelt zusätzliche Flächen auf dem Wagi-Areal. Der Schwerpunkt der Bau- und Entwicklungsarbeiten liegt jedoch im Glattal. Auf dem Richti-Areal in Wallisellen haben die Bauarbeiten begonnen. Es entstehen zunächst ein Bürogebäude sowie ein 18-stöckiges Hochhaus mit zusammen 40'500 m<sup>2</sup> Fläche, die ab 2013 von der Allianz Suisse als Hauptsitz genutzt werden. Weitere 20'000 m<sup>2</sup> Bürofläche sollen bis 2014 realisiert werden. Ende 2010 wurde das Baugesuch für die Erweiterung des Glattparks mit dem Mischnutzungsprojekt Lindbergh-Allee eingereicht, und das Bürogebäude Lilienthal-Boulevard wurde bewilligt (ca. 12'000 m<sup>2</sup>). Die benachbarten 19'500 m<sup>2</sup> Bürofläche der Liegenschaft Portikon sind unterdessen vollständig an zwei Pharmaunternehmen vermietet. Zukünftig könnten die Büroflächen im Glattal durch ein weiteres Grossprojekt stattlichen Zuwachs erhalten: Die Flughafen Zürich AG plant auf dem eigenen Gelände mit "The Circle" einen Dienstleistungskomplex bestehend aus sieben Modulen mit insgesamt 200'000 m<sup>2</sup> Nutzfläche. Fast die Hälfte der Fläche ist für Büroarbeitsplätze vorgesehen. Mit 90'000 m<sup>2</sup> würde dieses Modul selbst das derzeit grösste Bürobauprojekt – den Uetlihof 2 der Credit Suisse – bei weitem übertreffen. Dieser wird ab Herbst im Süden Zürichs mit 38'000 m<sup>2</sup> Platz für rund 2'000 Mitarbeiter bieten.

**2011: Erhöhtes Angebot im Bestand, Preiskorrekturen im CBD und Stabilität an guten Lagen ausserhalb des CBD**

Die künftigen Entwicklungsschwerpunkte spiegeln sich im Volumen baubewilligter Büroprojekte wider. In der Wirtschaftsregion Glattal wurden 2010 Projekte in der Grössenordnung von 87 Mio. CHF bewilligt. Im Stadtgebiet Zürich bewegt sich das bewilligte Volumen mit 204 Mio. CHF zum Jahresende dagegen auf tiefem Niveau, doch der Grossteil an Projekten aus der letzten Planungswelle des Jahres 2008 kommt erst noch auf den Markt. Bisher ist die angebotene Bestandesfläche im Büroflächenmarkt Zürich gegenüber 2008 nur leicht angestiegen (Abbildung 35). Mit dem Bezug der neuen Projekte wird es jedoch zur Freisetzung von Bestandesflächen kommen, die aufgrund der nicht übermässig dynamischen Beschäftigungsentwicklung wertschöpfungsintensiver Bürobranchen nur zögerlich neue Abnehmer finden dürften. Wir rechnen für dieses Jahr daher mit einer fortgesetzten moderaten Preiskorrektur im CBD aufgrund der Tendenz zur Konzentration von grossen Nachfragern im erweiterten und teilweise im äusseren Geschäftsgebiet. Die gute Grundnachfrage wird einen Einbruch im CBD jedoch verhindern. Im erweiterten und im äusseren Geschäftsgebiet dürften die Preise an Lagen mit verkehrstechnischer guter Erreichbarkeit stabil bleiben (Abbildung 36). Der Angebotsdruck dürfte aber in jedem Fall den Preisspielraum nach oben eng begrenzen.



## Genf



### Platzmangel beschränkt Beschäftigungswachstum im CBD

In den Gemeinden des Genfer Büroflächenmarktes ist die Beschäftigung der klassischen Bürobranchen zwischen 2001 und 2008 um 19.1% oder 9'040 Personen auf 56'325 Beschäftigte angestiegen; im CBD war das Wachstum mit 2.5% jedoch gering. Der Grund: Es wird eng rund um die Rhone und das Hafenbecken. Die Liegenschaften sind im Durchschnitt mit 23.7 Arbeitsplätzen pro Adresse belegt. Damit rangiert die Flächenbelegung Genf auf Platz 27 aller Schweizer Gemeinden. Dass diese Dichte seit 1995 nahezu konstant geblieben ist, zeigt, dass wenig Raum für grosse neue Flächen besteht. In der südlich gelegenen und dem erweiterten Geschäftsgebiet zugehörigen Gemeinde Carouge hat sich die Durchschnittsbelegung pro Liegenschaft zwischen 1995 und 2008 hingegen auf 37.8 Arbeitsplätze mehr als verdoppelt. Diese Zunahme ist weniger auf eine Verdichtung bestehender Flächen als vielmehr auf das Flächenwachstum einzelner Grossunternehmen zurückzuführen. So hat die UBS 2008 beispielsweise 800 Mitarbeiter verschiedener Genfer Standorte auf einer Fläche von 27'000 m<sup>2</sup> in Carouge zusammengezogen. Auch in Lancy sind grosse Büroflächen von Banken (Credit Suisse und Lombard Odier) für einen Anstieg der Arbeitsplatzbelegung pro Liegenschaft verantwortlich. Am Flughafen hat die Bank HSBC 2010 begonnen, 1'100 Mitarbeiter mit Support-Funktion im neuen Blandonnet Business Center zusammenzulegen, und hat für 850 ihrer Front-Office-Mitarbeiter sechs Gebäude an bester Lage im CBD am Quai des Bergues angemietet.

### Entwicklungsgebiet Praille- Acacias-Vernets verspricht zukünftige Angebotsaus- weitung

Die Flughafenregion ist weiterhin der Entwicklungsschwerpunkt. In einer vierten Phase sollen im Blandonnet Business Center weitere 20'000 m<sup>2</sup> entstehen. Im Süden nimmt auf dem Gemeindegebiet von Carouge das städtebauliche Jahrhundertprojekt Praille-Acacias-Vernets (PAV) Formen an. Die Realisierung von 6'000 zusätzlichen Wohnungen und Platz für 20'000 Arbeitsplätze auf einer Fläche von insgesamt 230 Hektaren sind dort ab 2012 geplant. Am nördlichen Rand des CBD wird das Postzentrum Montbrillant neben dem Bahnhof Genf-Cornavin umgebaut, wodurch Ende 2012 20'000 m<sup>2</sup> freie Bürofläche entstehen, die aber bereits heute an kantonale Ämter vorvermietet sind und Unternehmen der klassischen Bürobranchen damit nicht zur Verfügung stehen werden. Darüber hinaus hält sich die Projektierung neuer Flächen in Grenzen. Im Jahr 2010 wurden in den Gemeinden des Genfer Büroflächenmarktes Projekte mit einem Volumen von 99 Mio. CHF bewilligt, was z.B. der Hälfte der Neubauprojekte des dreimal kleineren Mittelzentrums Zug entspricht.

### Konvergenz der Preise

Im 4. Quartal 2010 bot der Büroflächenmarkt Genf insgesamt 130'408 m<sup>2</sup> Bestandesfläche zur Vermietung an. Der deutliche Anstieg des Angebotes zum Jahresende 2009 und besonders zum 1. Quartal 2010 ist auf die Ausschreibung zweier Grossflächen mit jeweils rund 12'000 m<sup>2</sup> im erweiterten und im äusseren Geschäftsgebiet (Carouge Acacias und Plan-les-Ouates) zurückzuführen. Der Angebotsrückgang im 3. Quartal zeugt von einer zügigen Vermietung der Objekte (Abbildung 38). Die Preisniveaus der verschiedenen Geschäftsgebiete nähern sich aktuell an. Im CBD kam es zu einer Normalisierung der bis anhin hohen Mietpreise. Quadratmeterpreise von 500 CHF pro Jahr wurden im Median zuletzt im 4. Quartal 2008 erzielt. Aufgrund des knappen Angebots und der hohen Nachfrage dürften die Preise jedoch 2011 nicht mehr sinken und sich zwischen 400 und 450 CHF einpendeln. Im erweiterten Geschäftsgebiet ist der Preistrend seit 2008 hingegen moderat angestiegen. Hier ist weiterhin mit konstanten bis leicht ansteigenden Medianpreisen zwischen 350 CHF und 400 CHF zu rechnen. Je weiter sich Unternehmen vom Zentrum wegbewegen, desto entscheidender und preisbeeinflussender wird die verkehrstechnische Erreichbarkeit der Liegenschaft. Entsprechend hoch sind die Preisspanne und die Volatilität der Preisentwicklung im äusseren Geschäftsgebiet (Abbildung 39).

### Knappes Angebot

Insgesamt ist der Markt für Büroflächen in Genf weniger stark überhitzt als jener für Wohnimmobilien. Die Ausweichbewegungen von Unternehmen ins äussere Geschäftsgebiet bzw. neue Ansiedlungen vor allem in der Region Nyon sorgen für etwas Entspannung der Preissituation im CBD. Dennoch standen 2010 nur 41'279 m<sup>2</sup> (1%) der geschätzten 3.9 Mio. m<sup>2</sup> Bürofläche im Kanton leer. Damit ist der Leerstand gegenüber 2009 um rund 12'000 m<sup>2</sup> gesunken. Neben der hohen kommerziellen Nachfrage führen einige Eigenarten des Marktes zur Angebotsverknappung. Erstens ist der Weg für neue Projekte von der Planung bis zur Vermarktung steinig. Vom Baugesuch bis zur Bewilligung verstreicht nicht selten ein Jahr.<sup>11</sup> Zweitens ist die Möglichkeit der inneren Verdichtung im CBD beschränkt, und dezentrale Lagen mit sehr guter verkehrstechnischer Erreichbarkeit sind rar. Drittens versucht Genf sich mit rund 28'500 Beschäftigten der UNO, diplomatischer Missionen und Nichtregierungsorganisationen als Standort der internationalen Gemeinschaft zu behaupten. Um optimale Bedingungen für das internationale Parkett zu schaffen, übernimmt der Kanton unter bestimmten Bedingungen die Büromieten einzelner Organisationen, verschafft ihnen zinslose Baukredite oder Bauland und verringert dadurch das Angebot für kommerzielle Nutzer.

Abbildung 38

#### Entwicklung der angebotenen Bürofläche

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Büroflächen in m<sup>2</sup>

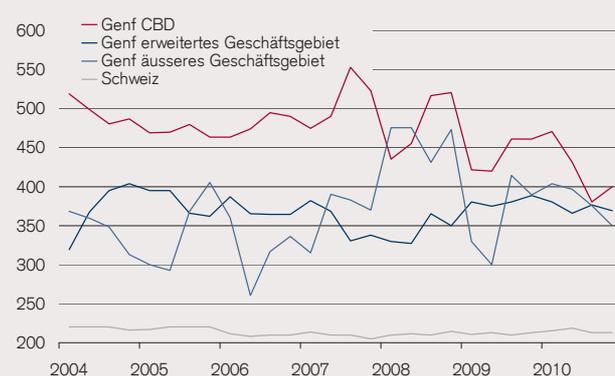


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

Abbildung 39

#### Entwicklung der Angebotsmieten

Median-Mietpreis in CHF pro m<sup>2</sup> und Jahr



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

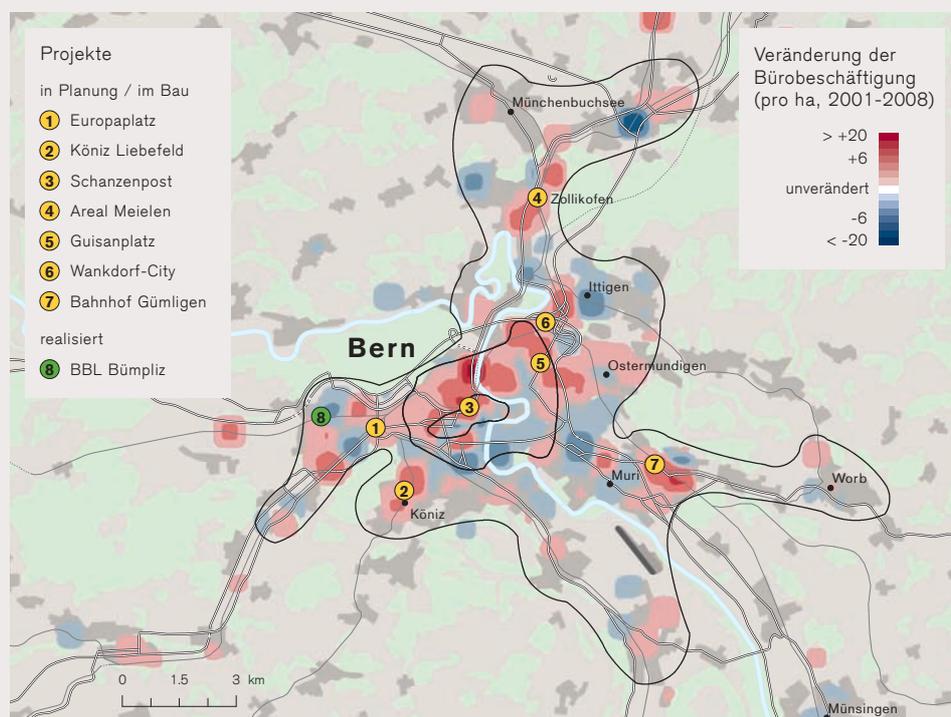
11 Siehe hierzu Swiss Issues Immobilien – Immobilienmarkt 2010, Fakten und Trends, S35.

## Bern

Abbildung 40

### Büroflächenmarkt Bern

Wachstum der Bürobeschäftigung im zentralen (CBD), erweiterten und äusseren Geschäftsgebiet, absolut pro ha 2001-2008



Quelle: Credit Suisse Economic Research, Bundesamt für Statistik, Bundesamt für Landestopografie, Geostat

### Beschäftigungsstabilität im CBD

Der Büroflächenmarkt Bern nimmt eine Sonderstellung unter den Schweizer Grosszentren ein: Gemessen an der Anzahl Beschäftigter in klassischen Bürobranchen ist er der zweitkleinste der fünf grossen Märkte. 2008 arbeiteten 34'678 Personen in den Bürobranchen – und damit 9.9% mehr als 2001. Hinzuzuzählen sind jedoch auch die 24'648 in der öffentlichen Verwaltung Beschäftigten, die gegenüber 2001 um 12% gewachsen ist. Die entsprechend hohe Nachfrage seitens der öffentlichen Verwaltung sorgt aufgrund der steten und antizyklischen Beschäftigungsentwicklung für einen stabilen Markt. Im CBD von Bern hielten sich Zu- und Abnahme der Bürobeschäftigung zwischen 2001 und 2008 ungefähr die Waage: Netto wuchs der CBD-Markt lediglich um 160 Vollzeit-Arbeitsplätze. Der Markt spielte dafür umso deutlicher in der Umgebung. Der nördliche Teil des erweiterten Geschäftsgebietes zeigte eine starke Wachstumsdynamik von 2'172 Beschäftigten; im Süden blieb die Nachfrage bei moderater flächendeckender Ausdünnung und punktuellen Beschäftigungszuwächsen in der Summe nahezu konstant.

### "Unterbringungskonzept 2012" des Bundes setzt Büroflächenmarkt in Bewegung

Im äusseren Geschäftsgebiet wächst die Büroflächendichte am schnellsten in den Gemeinden Muri und Köniz. In Ittigen geben sich private und öffentliche Nachfrager die Klinke in die Hand. Während in der Gemeinde die Anzahl Beschäftigter in klassischen Bürobranchen zurückgegangen ist (-14.8%), verdoppelte sich die Beschäftigung der öffentlichen Verwaltung auf nahezu 2'000 Vollzeit-Arbeitsplätze. Grund hierfür ist der Bezug des 2006 fertiggestellten UVEK-Verwaltungszentrums mit Platz für 1'100 Arbeitsplätze auf 36'100 m<sup>2</sup> Fläche. Die Büroliegenschaft wird gemeinsam von den Bundesämtern für Strassen (ASTRA), für Zivilluftfahrt (BAZL), für Raumentwicklung (ARE), für Verkehr (BAV) und für Energie (BFE) genutzt und ist heute so stark ausgelastet, dass bis Ende 2012 ein kleineres und ergänzendes Verwaltungszentrum in der Nähe entstehen soll. Im August 2010 hat das Bundesamt für Bauten und Logistik (BBL) seine Mitarbeiter in einem umgebauten Lagergebäude in Bern-Bümpliz zusammengezogen. Neben dem grössten geplanten Bauprojekt mit Platz für 3'300 Bundesmitarbeiter am Guisanplatz und dem Zentrum in Köniz-Liebefeld<sup>12</sup> ist im Rahmen des "Unterbringungskonzeptes 2012" ei-

12 Siehe hierzu Swiss Issues Immobilien – Immobilienmarkt 2010, Fakten und Trends, S36f.

ne weitere Überbauung auf dem Areal "Meielen" in Zollikofen geplant. Ziel der ersten Bauetappe ist ein Gebäude mit Platz für 700 Arbeitsplätze des Bundesamtes für Informatik und Telekommunikation (BIT), drei weitere sollen folgen.

**Dezentrale Konzentration von Grossunternehmen verstärkt zukünftige Marktbewegungen**

Noch hält sich der Umbruch aufgrund der Verlagerung öffentlicher Stellen in Bern in Grenzen. Die leerstehenden Flächen sind mit aktuell nur gerade 17'000 m<sup>2</sup> tiefer ausgefallen als in den letzten sieben Jahren. Wenn der Bund in einigen Jahren jedoch beginnt, zentral gelegene Arbeitsplätze im grossen Stil in den grossen Verwaltungszentren am Guisanplatz, in Köniz und in Zollikofen zu konzentrieren, wird Bewegung in den Büroflächenmarkt kommen. Diese Entwicklung wird zukünftig durch Projekte anderer Institutionen und Unternehmen verstärkt. Wankdorf-City nimmt Formen an. Im November wurde von der Losinger Construction AG das Baugesuch für das erste Büroflächenprojekt mit 25'000 m<sup>2</sup> Bruttogeschossfläche eingereicht. Im September 2010 erfolgte der Spatenstich für den neuen PostFinance-Hauptsitz am Guisanplatz im Berner Norden. Unweit des Eishockeystadions PostFinance-Arena werden ab 2013 850 Arbeitsplätze auf 15'000 m<sup>2</sup> Bruttogeschossfläche geschaffen. Die genaue Lokalität des neuen Post-Hauptsitzes ist hingegen noch ungewiss. Als alternative Standorte zum Gelände der Schanzenpost, wo der PostParc entsteht, werden Wankdorf-City und das Murifeld an der Weltpoststrasse evaluiert. Von dort wird die Credit Suisse 2012 in die neugebaute und 12'410 m<sup>2</sup> grosse Liegenschaft am Gümliger Bahnhof umziehen. Im Berner Westen konkretisiert sich das Bauprojekt Europaplatz mit dem Eingang des Baugesuches für ein multifunktionales Gebäude inklusive Büroflächen.

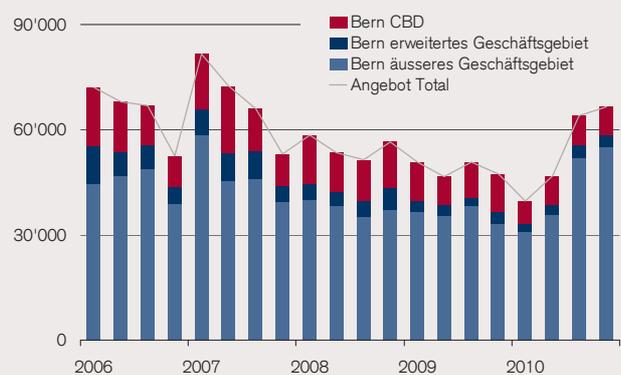
**Angebot steigt bereits aufgrund frühzeitig ausgeschriebener Flächen**

Wie schnell sich die Arbeitsplatzverlagerungen von öffentlicher Verwaltung und Unternehmen auf dem Markt bemerkbar machen, zeigt sich im Anstieg der zur Vermietung ausgeschriebenen Bestandesflächen um 17'179 m<sup>2</sup> im 3. Quartal 2010 (Abbildung 41). Dieser Zuwachs geht fast ausschliesslich auf das Konto des äusseren Geschäftsgebietes und resultiert aus der Ausschreibung der bis 2013 sanierten Flächen des heutigen Credit Suisse-Standortes an der Weltpoststrasse im Berner Murifeld. Ähnlich jenem der Credit Suisse am Bahnhof Gümligen werden auch andere Neubauten ab 2013 ein erhöhtes Angebot im Bestand nach sich ziehen, das sich aufgrund früher Ausschreibungen bereits ab 2011 in den Daten zeigen dürfte. Der zunehmende Wettbewerb wird die Preise im gesamten Markt unter Druck setzen. Aufgrund der Dezentralisierungsstrategien von Grossunternehmen und öffentlicher Verwaltung werden sich Vermieter von Liegenschaften im CBD vermehrt um Unternehmen bemühen müssen, die zentral gelegene und repräsentative Büroräume z.B. aufgrund einer hohen Kundenfrequenz benötigen. Mit dem Auszug von Verwaltungen und Back-Offices dürfte es jedoch zunehmend schwieriger werden, alle Flächen zu füllen. Aus diesem Grund sehen wir mittelfristig ein Ende des seit fünf Jahren dauernden Preisauftriebes im Berner CBD und im erweiterten Geschäftsgebiet (Abbildung 42). Die insgesamt rund 176'000 m<sup>2</sup> Büroflächen der Grossprojekte, die bis 2014 auf dem Büroflächenmarkt Bern realisiert werden sollten, könnten auch da und dort zu einem Preisrückgang führen.

Abbildung 41

**Entwicklung der angebotenen Bürofläche**

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Büroflächen in m<sup>2</sup>

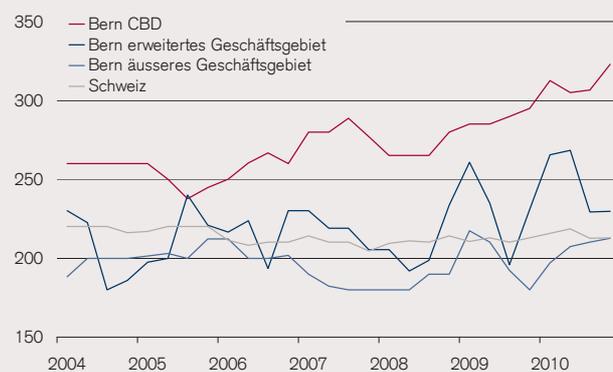


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

Abbildung 42

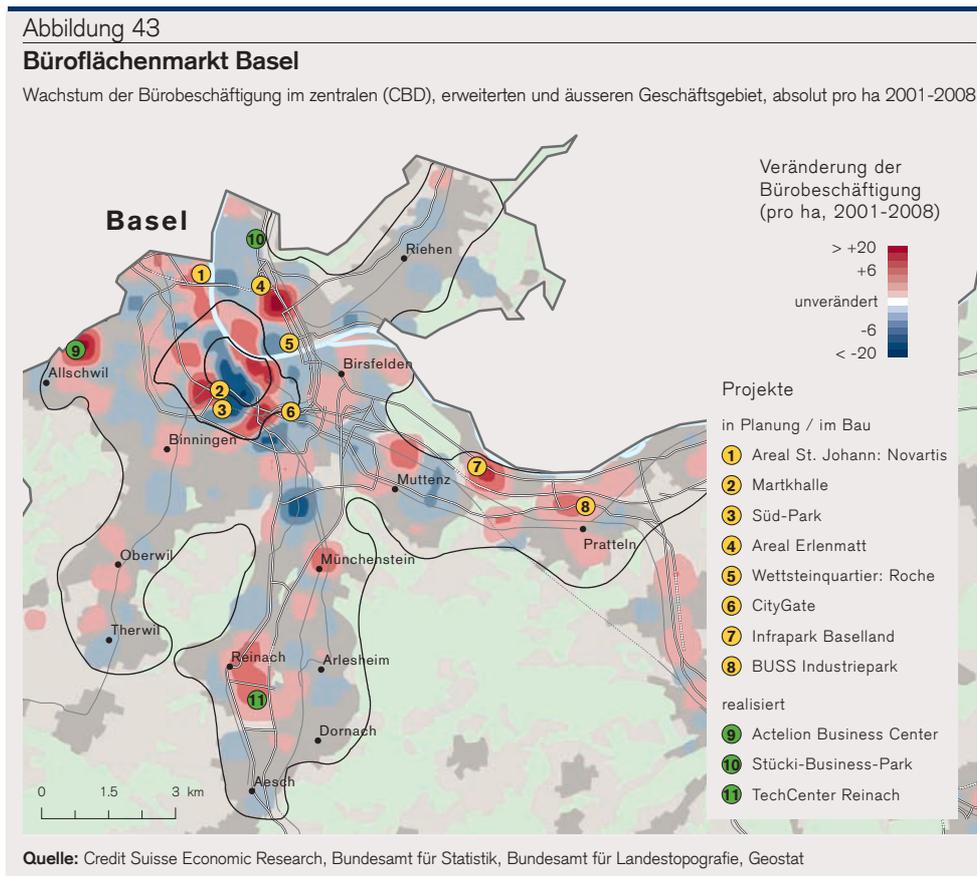
**Entwicklung der Angebotsmieten**

Median-Mietpreis in CHF pro m<sup>2</sup> und Jahr



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

## Basel



### Büroflächenmarkt Basel im Umbruch

Der Büroflächenmarkt Basel ist mit 6.7% von 2001 bis 2008 nachfrageseitig vergleichsweise moderat gewachsen. Schweizweit betrug das Beschäftigungswachstum in den klassischen Bürobranchen im gleichen Zeitraum 14.2%. Insgesamt sind in den Gemeinden aller drei Büromarktzonen rund 40'300 Personen in den klassischen Bürobranchen beschäftigt. Eine wachsende Zahl von Büroflächen werden auf dem Platz Basel zudem von der Pharmaindustrie belegt, welche im Zuge der Verlagerung der industriellen Produktion ihre Forschungs- und Verwaltungstätigkeiten am Rheinknie konzentriert. Der Markt ist aufgrund von Verlagerungsbewegungen aus dem zentralen in das erweiterte und das äussere Geschäftsgebiet im Umbruch. Im CBD ist die Anzahl Bürobeschäftigter 2008 gegenüber 2001 netto um rund 500 Personen gesunken, während die Beschäftigung im erweiterten Geschäftsgebiet um 1'200 Personen ausgeweitet wurde. Basler Unternehmen suchen die Nähe zum SBB-Bahnhof südöstlich des CBD, um ihren Mitarbeitern eine bessere verkehrstechnische Erreichbarkeit zu bieten. Ein starkes Beschäftigungswachstum erzielte das Geviert nordwestlich des Bahnhofs entlang der Viaduktstrasse und der Raum unmittelbar östlich des Bahnhofs in Richtung des Anschlusses an die A2. In das dortige Jacob-Burckhardt-Haus verlegte zum Beispiel Ende 2009 die Versicherung Sympany ihren Hauptsitz mit 480 Mitarbeitern. Am bisherigen Hauptstandort in der Innenstadt am zentral gelegenen Fischmarkt verbleibt nur ein Kundencenter. Westlich des SBB-Bahnhofs dürfte der Büroflächenmarkt 2011 in Bewegung bleiben, denn ein Umzug der UBS aus dem Ausbildungszentrum in eine sanierte Liegenschaft östlich des Aeschenplatzes im CBD zeichnet sich ab. Das dürfte erstens den Dezentralisierungstrend aus dem CBD etwas bremsen und zweitens Flächen für neue Mieter an verkehrstechnisch optimaler Lage an der Viaduktstrasse bereitstellen.

### Grossprojekte der Life-Science-Industrie werden den Markt weiterhin prägen

Gegenüber vom UBS-Ausbildungszentrum baut die Allreal-Gruppe, die 2009 zusätzlich das benachbarte Bürogebäude White-Plaza erworben hat, die Markthalle bis 2012 um. Insgesamt sind derzeit noch einige Projekte im Bau, deren Flächenausweitung der Markt Basel jedoch recht gut absorbieren sollte.<sup>13</sup> Das grösste betrifft auf Stadtgebiet die fünfte und letzte Etappe des Stücki-Business-Parks, der am Ende rund 37'000 m<sup>2</sup> Mietfläche umfassen wird. Einen

13 Für einen Überblick weiterer Büroflächenprojekte siehe auch Swiss Issues Immobilien – Immobilienmarkt 2010, Fakten und Trends, S38f.

dominanten Einfluss auf den Markt werden auch künftig die Grossprojekte der Pharmaindustrie haben. Durch die räumliche Neuausrichtung ihrer Standorte in Basel dürften zahlreiche Bestandesflächen das Angebot auf dem Büroflächenmarkt erhöhen. Der Roche-Tower, für den im Dezember ein Baugesuch eingereicht wurde, wird bei geplanter Fertigstellung im Jahr 2015 1'750 Arbeitsplätze beheimaten, die heute zum Teil in Mietliegenschaften über die Stadt verstreut sind. Die gleiche Strategie verfolgt schon länger Novartis mit dem hauseigenen Campus auf dem Werkareal St. Johann. Konkurrenz erwuchs den zentralen Lagen zuletzt auch durch Neubauten im äusseren Geschäftsgebiet, beispielsweise in Allschwil oder Reinach, wo von oder für industriell geprägte Produzenten Labor- und Verwaltungsgebäude erstellt wurden. Ein neues Vorhaben zeichnet sich in Muttenz ab, wo Clariant einen Industriepark anbieten will, der Verwaltungsflächen nicht ausschliesst.

**Preisentwicklungen von CBD und von erweitertem Geschäftsgebiet dürften konvergieren**

Der räumliche Umbruch des Büroflächenmarktes Basel kommt in der Verteilung der zur Vermietung ausgeschriebenen Flächen zum Ausdruck. Im CBD sind seit zwei Jahren konstant Büroräume mit insgesamt gut 30'000 m<sup>2</sup> Fläche im Angebot. Zuvor lag das Flächenangebot in der Regel deutlich unter dieser Marke. Im äusseren Geschäftsgebiet ist das Angebot hingegen von 45'000 m<sup>2</sup> 2006 bis 2009 kontinuierlich gesunken und stabilisierte sich 2010 bei gut 20'000 m<sup>2</sup> (Abbildung 44). Insgesamt ist das Angebotsvolumen seit Anfang 2009 leicht im Steigen begriffen. Einen Anstieg haben auch die Leerstände in den beiden Basler Kantonen vollzogen, auf insgesamt 125'000 m<sup>2</sup>. Die starke Erhöhung im Stadtkanton auf 82'000 m<sup>2</sup> steht in Zusammenhang mit einem kürzlich fertiggestellten Objekt und überzeichnet das Bild. Da das jährliche Investitionsvolumen baubewilligter Projekte seit 2005 kontinuierlich gesunken ist und im Kanton Basel-Stadt zuletzt nur noch 5 Mio. CHF betrug, rechnen wir mit einer baldigen Stabilisierung bzw. einem nachfolgenden Rückgang leerstehender Büroflächen. Ein Überangebot ist in Basel daher nicht in Sicht. Weil im CBD wenig neue Flächen entstehen und die Grundnachfrage intakt ist, leiden die Preise nicht wesentlich unter dem leicht erhöhten Angebot (Abbildung 45). Die von 2007 bis Mitte 2009 beobachteten Preiseinbussen wurden bis Ende 2010 wieder wettgemacht. Die Marke von 260 CHF/m<sup>2</sup> und Jahr Median-Bruttomiete sollte sich im CBD Basel mittelfristig behaupten können. Diese Marke hat die Preisentwicklung im erweiterten Geschäftsgebiet im 4. Quartal 2010 durchbrochen, was die deutlich gestiegene Nachfrage nach den dortigen Flächen widerspiegelt. Aufgrund der Beliebtheit der bahnhofsnahen Flächen erwarten wir eine dauerhafte Preiskonvergenz mit dem CBD-Preisniveau oberhalb von 260 CHF/m<sup>2</sup> für wahrscheinlich.

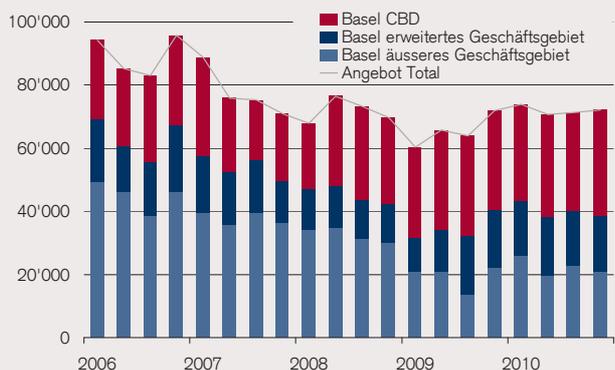
**Grossprojekte der Life-Science-Industrie stärken den Standort Basel und die Nachfrage nach Büros**

Der Büroflächenmarkt Basel ist trotz des Umbruchs in guter Verfassung. Daran wird auch die schubweise Flächenfreisetzung durch Grossprojekte der Chemie- und Life-Science-Industrie kaum etwas ändern. Mit ihren visionären Vorhaben bekennen sich die Grossunternehmen klar zum Standort Basel, ziehen damit einerseits weitere Pharmafirmen an, wie auch Firmen, die von der Auslagerung von Tätigkeiten der Pharmaunternehmen profitieren, die nicht zu deren Kernkompetenzen zählen.

Abbildung 44

**Entwicklung der angebotenen Bürofläche**

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Büroflächen in m<sup>2</sup>

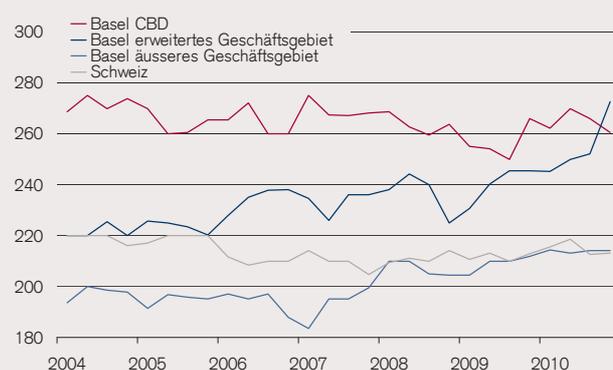


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

Abbildung 45

**Entwicklung der Angebotsmieten**

Median-Mietpreis in CHF pro m<sup>2</sup> und Jahr



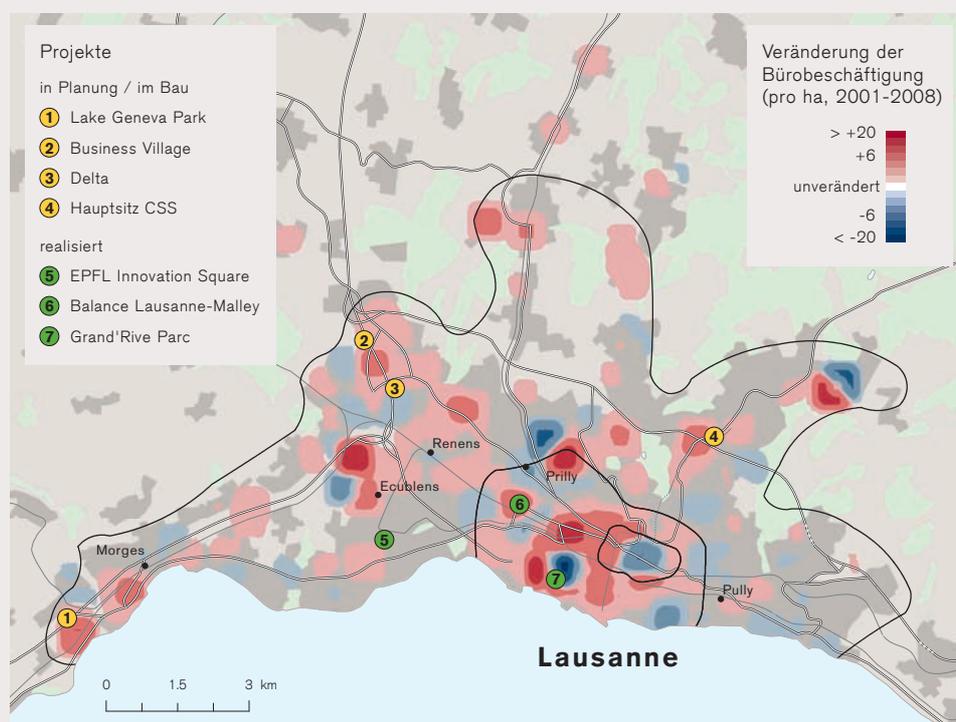
Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

## Lausanne

Abbildung 46

### Büroflächenmarkt Lausanne

Wachstum der Bürobeschäftigung im zentralen (CBD), erweiterten und äusseren Geschäftsgebiet, absolut pro ha 2001-2008



Quelle: Credit Suisse Economic Research, Bundesamt für Statistik, Bundesamt für Landestopografie, Geostat

### Entwicklungsschwerpunkt liegt westlich des CBD

Die Nachfrage auf dem Büroflächenmarkt Lausanne hat sich mit einem Beschäftigungswachstum von 16.4% auf 31'454 Vollzeitarbeitsplätze von 2001 bis 2008 recht dynamisch entwickelt. Eine Verdichtung ist besonders westlich des zentralen Geschäftsgebietes rund um das aufstrebende Flon-Quartier zu beobachten. Südöstlich und im Norden des Quartiers wuchs die Beschäftigung in den klassischen Bürobranchen von 2001 bis 2008 jeweils um rund 260 Personen; in den westlich gelegenen Quartieren Rue de Sébeillon und Rue de Morges des industriell geprägten Stadtteils Sébeillon/Malley schlug das Beschäftigungswachstum netto sogar mit rund 700 Vollzeitarbeitsplätzen in den klassischen Bürobranchen zu Buche. Damit konzentrieren sich rund 28% des Nachfragewachstums auf diese Brennpunkte. Auch weiter südwestlich vom CBD hat sich die Arbeitsplatzdichte erhöht, was allerdings keine neue Entwicklung ist. Denn Phillip Morris verlegte schon 2001 sein internationales Operations Center mit 1'500 Support-Mitarbeitern hierher, und 2006 entstand das Maison du Sport International, das zahlreiche Sportverbände und Organisationen beheimatet und weiter mit Büroflächen ausgebaut wird.

### EPFL Innovation Square macht Ecublens attraktiv für F&E

Die höchste Verdichtung im äusseren Geschäftsgebiet fand in der Gemeinde Ecublens statt – dort hat sich die Beschäftigung in den klassischen Bürobranchen auf 1'413 Personen mehr als verdoppelt. Auch im Norden war das Wachstum zum Teil stark – so zum Beispiel mit 53% in Le Mont-sur-Lausanne. In Ecublens macht sich die Verdichtung zudem in einer höheren Anzahl an Beschäftigten pro Gebäude bemerkbar. Diese ist von 6 Personen 1995 über 18.5 Personen 2001 bis 27.7 Personen pro Gebäude 2008 angestiegen. Zu dieser Konzentration der Belegschaft dürfte auch die Entwicklung des Innovation Square auf dem Campus der EPFL in Ecublens beigetragen haben. Dort haben sich neben kleinen Start-ups auch Forschungs- und Entwicklungsteams grosser Unternehmen wie z.B. Nokia, Swisscom oder Logitech auf 13'000 m<sup>2</sup> Bürofläche in 11 Gebäuden niedergelassen. Pläne der dezentralen Konzentration von Arbeitsplätzen bestehen seitens der Versicherung CSS, die bis 2012 einen Neubau für 500 Mitarbeiter im Norden am Autobahnanschluss Lausanne-Vennes und direkt an der Métrolinie M2 umsetzen wird. Wie auch im Falle anderer Unternehmen strebt die Krankenversicherung CSS die Zusammenlegung verschiedener Standorte und Einheiten an.

### 30'000 m<sup>2</sup> Flächenangebot in Bussigny-près-Lausanne

Die Baubewilligung für das Projekt der Versicherung im Norden von Lausanne erfolgte im September 2010 und erhöht mit einem Volumen von 47.4 Mio. CHF das Jahresniveau baubewilligter Projekte in der Wirtschaftsregion Lausanne auf 118 Mio. CHF. Dies ist im Vergleich zum Niveau von 208 Mio. CHF im Jahre 2008 als moderat zu betrachten. In Bussigny-près-Lausanne entsteht wiederum mit direktem Autobahn- und Metroanschluss ein Business Village, das bis 2012 30'000 m<sup>2</sup> Bürofläche bereitstellen soll. Ein Teil des Projektes ist bereits seit Ende 2008 realisiert, und die Generalunternehmung Losinger Construction AG hat dort mit ihrem Westschweizer Hauptsitz auf 3'000 m<sup>2</sup> Fläche Quartier bezogen. Auf dieses Projekt ist auch der markante Anstieg der angebotenen Fläche des äusseren Geschäftsgebietes im 2. Quartal 2009 zurückzuführen, denn die gesamte Fläche ist bereits zur Vermietung ausgeschrieben und gibt einen Vorgeschmack auf die Angebotsausweitung im Falle der Fertigstellung 2012 (Abbildung 47). Um diese 30'000 m<sup>2</sup> bereinigt, bewegt sich das Angebot jedoch insgesamt mit 68'916 m<sup>2</sup> Fläche nahe dem Tiefststand von 2006. Das ist vor allem auf einen deutlichen Rückgang des Angebotes im erweiterten Geschäftsgebiet zurückzuführen. Dennoch: Die wiederholte Ausschreibung bisher realisierter und zukünftig entstehender Flächen im äusseren Geschäftsgebiet deutet auf Vermarktungsschwierigkeiten hin, die von der Leerstandsentwicklung bestätigt werden. Im Bezirk Ouest lausannois sind die Leerstände von 11'965 m<sup>2</sup> im Jahr 2009 auf 49'702 m<sup>2</sup> im Jahr 2010 angestiegen. Im Bezirk Lausanne standen 2010 Flächen im Ausmass von 28'253 m<sup>2</sup> gegenüber 17'056 m<sup>2</sup> im Jahr zuvor leer. Insgesamt beläuft sich damit die geschätzte Leerstandsziffer in der Wirtschaftsregion Lausanne auf 3.7%.

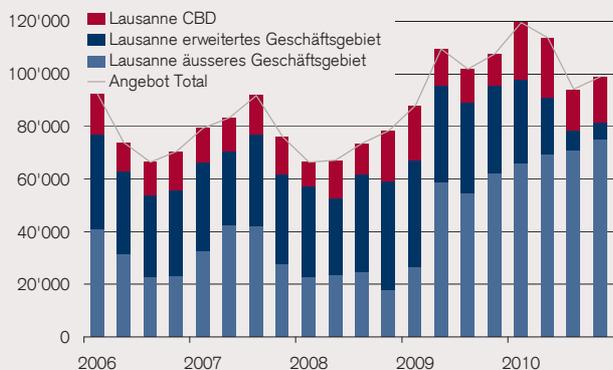
### Starke Preissignale deuten auf intakte Nachfrage

Im CBD bewegen sich die Preise nach einer kurzen Korrekturphase wieder auf dem längerfristigen Wachstumspfad (Abbildung 48). Aufgrund geringer Flächenfreisetzung und geringer Neubauaktivität rechnen wir nicht damit, dass sich die Leerstandssituation weiter verschärfen wird. Viel hängt jedoch davon ab, wie sich die Situation im Bezirk Ouest lausannois entwickeln wird. Es ist nicht auszuschliessen, dass die erhöhten Leerstände und das Ausmass angebotener Flächen im erweiterten Geschäftsgebiet das dortige Preiswachstum zum Erliegen bringen. Dagegen sind trotz Verlagerungstendenzen kleinere Flächen im CBD von Lausanne nach wie vor gefragt, und die Preise dürften sich bei gut 300 CHF/m<sup>2</sup> und Jahr einpendeln. Im erweiterten Geschäftsgebiet deutet das schmelzende Angebot ausgeschriebener Flächen auf eine solide Nachfrage hin. Als Entwicklungsschwerpunkt des Büroflächenmarktes Lausanne besteht hier noch Aufwärtspotenzial bei den Preisen. Insgesamt wachsen die lokalen Ungleichgewichte des Marktes Lausanne, was in den Preisen – abgesehen von der zyklischen Korrektur im CBD – bislang noch nicht zum Ausdruck kam. Im äusseren Geschäftsgebiet dürfte die erwartete Nachfragedynamik 2011 kaum ausreichen, um die hohen Leerstände ganz zu füllen. Aufgrund der aktuell eher geringen Zahl weiterer Projekte ist deren Abbau jedoch nur eine Frage der Zeit.

Abbildung 47

#### Entwicklung der angebotenen Bürofläche

Summe der quartalsweise ausgeschrieben Büroflächen in m<sup>2</sup>

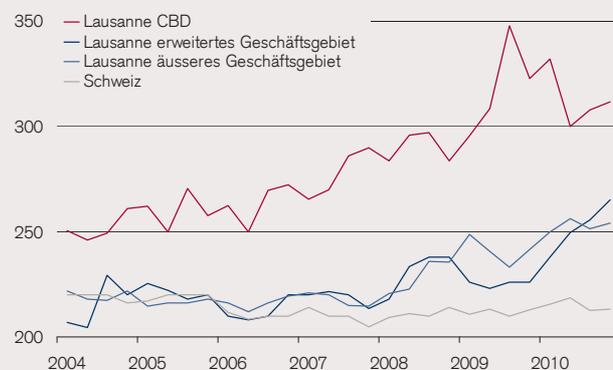


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

Abbildung 48

#### Entwicklung der Angebotsmieten

Median-Mietpreis in CHF pro m<sup>2</sup> und Jahr



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse Economic Research

### Ausblick Büroflächen 2011

Nach vier Jahren markanten Beschäftigungswachstums in den klassischen Bürobranchen setzte 2010 ein Konsolidierungsprozess auf dem Büroflächenmarkt ein. Rascher als erwartet sehen wir nachfrageseitig aber bereits wieder schwache Wachstumszeichen. 2011 dürfte dennoch hauptsächlich im Zeichen der Flächenoptimierung stehen. Viele Unternehmen beginnen, ihre Standorte in neuen, grossen und verkehrstechnisch optimal erreichbaren Liegenschaften ausserhalb der CBD zusammenzulegen. Bei schwacher Zusatznachfrage entsteht dadurch ein erhöhtes Angebot im Bestand. Die starke Büroflächenprojektierung des Jahres 2008 mit einem baubewilligten Volumen von 2.8 Mrd. CHF hat das Flächenangebot im Bestand 2010 um 23% gegenüber 2008 ansteigen lassen. Die 2010 erneut starke Projektierung wird einem Abbau des Überangebotes im Wege stehen und die teilweise aktuell schon ansteigenden Leerstände weiter anwachsen lassen. In den Kantonen Waadt und Basel-Stadt war dies 2010 bereits der Fall. Auf die Preise hat dies bisher noch nicht durchgeschlagen, mal ausgenommen die CBDs von Lausanne und Genf, wo jüngst überhöhte Niveaus eine Korrektur erfahren haben. In Zürich zeichnen sich leichte Preiskorrekturen ab, die in Anbetracht der absehbaren Flächenausweitungen durchaus noch anhalten könnten. Im Basel haben sich die Preise der gefragten Lagen im erweiterten Geschäftsgebiet jenen im CBD wie erwartet angenähert. Die grössten Veränderungen stehen mittelfristig dem bis anhin sehr stabilen Berner Büroflächenmarkt bevor: Sowohl die öffentliche Verwaltung als auch Grossunternehmen planen neue Flächen an dezentralen Lagen und werden dem Markt bis 2014 eine erhöhte Freisetzung von Bestandesflächen bescherehen. Insgesamt hat der Schweizer Büroflächenmarkt den zyklischen Abschwung bislang gut gemeistert – hauptsächlich deswegen, weil das bestehende Überangebot nicht durch zusätzliche Flächenfreisetzungen verschärft wurde. Nachwehen der kräftigen Angebotsausweitung dürften sich am einen oder anderen Ort zwar noch bemerkbar machen, grundsätzlich dürfte das Einschwenken der Bürobeschäftigung auf einen erneuten Wachstumspfad die Bildung von stark erhöhten Sockelleerständen jedoch verhindern.

### Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage	Ausgangslage	Ausblick
<i>Konjunktur:</i> Das moderate Beschäftigungswachstum dürfte sich aufgrund der fundamental gesunden Schweizer Wirtschaft weiter fortsetzen. Für 2011 rechnen wir mit einem Plus von gut 7'000 Beschäftigten in den klassischen Bürobranchen.	➔	➔
<i>Situation in den einzelnen Branchen:</i> Die anhaltend hohe Nachfrage nach Bauleistungen und die zunehmende Komplexität im Bauwesen dürften bei Architekten und Ingenieuren 2011 zu einem fortgesetzten Wachstum führen. Dem entgegen stehen Strukturpassungen und anhaltende Unsicherheiten im Finanzmarktsektor, die 2011 zu leichten Beschäftigungseinbussen bei Finanzdienstleistern führen dürften.		
<b>Angebot</b>		
<i>Konjunkturelle Einflüsse:</i> Das ansteigende Volumen baubewilligter Projekte auf 2.2 Mrd. CHF Ende 2010 dürfte den Abbau des erhöhten Angebotes vorerst verhindern.	↗	↗
<i>Angebotsstruktur:</i> Vom Überangebot betroffen sind in einer ersten Phase periphere Regionen und die äusseren Geschäftsgebiete der grössten Büroflächenmärkte. Die Verlagerungsbewegungen in die äusseren Gebiete werden in einer zweiten Phase auch in den CBDs Spuren in der Form eines erhöhten Angebotes hinterlassen.		
<b>Marktergebnis</b>		
<i>Leerstände:</i> In den Kantonen Basel-Stadt und Waadt sind die Leerstände bereits 2010 angestiegen. Wir rechnen auch in anderen Kantonen mit einem Ende der rückläufigen bis seitwärts tendierenden Leerstände, die analog der Angebotsentwicklung zunächst in den äusseren Geschäftsgebieten und anschliessend in den CBDs ansteigen dürften.	➔	↗
<i>Mietpreise:</i> Lokal unterschiedliche Preisbewegungen gleichen sich schweizweit aus und werden zu einer Fortsetzung der nunmehr seit 5 Jahren anhaltenden Seitwärtsbewegung in einem Korridor von 205 und 215 CHF/m <sup>2</sup> und Jahr führen. Vereinzelt Korrekturen von hohen CBD-Preisen dürften von einer Phase der Preisstabilisierung abgelöst werden, während das Preiswachstums in den erweiterten Geschäftsgebieten zum Stillstand kommen dürfte.	➔	➔
<i>Performance:</i> Die Verlagerungstendenzen bei verhaltener Zusatznachfrage dürften ab 2011 auch in den CBDs zu punktuell steigenden Leerständen führen. Ein erhöhtes Risiko besteht für ältere und unsanierte Liegenschaften an peripheren und/oder verkehrstechnisch schlecht erreichbaren Lagen, die von Unternehmen zwecks Flächenoptimierung aufgegeben werden. Das absehbare Ende der Tiefzinsphase wirkt zusätzlich dämpfend auf das Renditepotenzial.	➔	↘

Quelle: Credit Suisse Economic Research

## Verkaufsflächen

Seit Jahren lassen sich mit Detailhandelsimmobilien verglichen mit den anderen Immobiliensektoren die grössten Renditen erwirtschaften. Die Kapitalmarkttheorie lehrt, dass hohen Renditen auch ein hohes Risiko gegenübersteht. Der Grat bei den Verkaufsflächen ist oft schmal. Nur wenig entscheidet manchmal über Erfolg oder Misserfolg. Internationale Detailhandelsketten heizen den Verdrängungskampf an, dem bislang vor allem die Kleinen zum Opfer gefallen sind, und intensivieren damit den Strukturwandel, der ohnehin schon wegen Verhaltensänderungen der Konsumenten und Sättigungstendenzen tobt. Ein intensiver Strukturwandel bedeutet: die Karten werden neu gemischt, was wiederum unklare Auswirkungen auf die Marktteilnehmer nach sich zieht – erhöhtes Risiko eben.

### Nachfrage

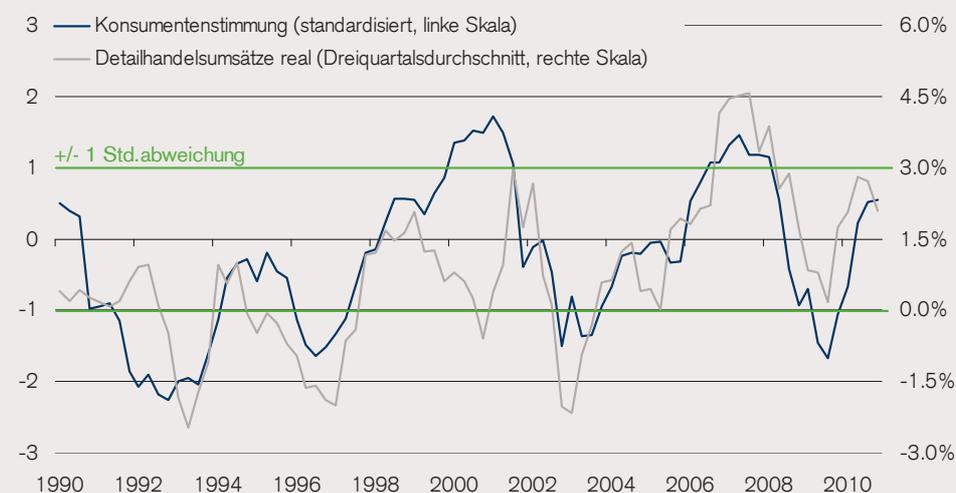
#### Rezession hinterlässt kaum Spuren im Detailhandel

Die Auswirkungen der weltweiten Krise waren in der Schweiz weniger ausgeprägt als in den meisten Industrieländern. Der Rückgang des BIP konnte dank einer beeindruckenden Erholung bereits per 3. Quartal 2010 wieder wettgemacht werden. Hinter dieser Entwicklung stand nicht zuletzt eine stabile heimische Nachfrage und ein robuster privater Konsum, die sich weder von der Rezession noch von den Hiobsbotschaften der Märkte ins Bockshorn jagen liessen. Dank Kurzarbeit ist es gelungen, die schockartigen Auswirkungen des einbrechenden Geschäftsganges in der Industrie auf die Stimmung der Arbeitnehmer und Konsumenten so lange hinauszuzögern, bis im Verlauf von 2009 wieder Silberstreifen am konjunkturellen Horizont auftauchten. Der Einbruch der Konsumentenstimmung war denn auch nur von kurzer Dauer und lässt sich im Nachhinein betrachtet als Luftanhalten nach dem Lehman-Kollaps interpretieren. Bereits im Herbst 2009 setzte eine Erholung ein, welche die Konsumentenstimmung in einem Zug auf ein Niveau hievte, das den langjährigen Mittelwert klar übertrifft (Abbildung 49). Sekundiert wurde diese kräftige Stimmungsverbesserung von einer erstaunlich robusten Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt. Die zuvor herumgereichten Schreckensszenarien mit Arbeitslosenquoten von gegen 5% erwiesen sich als zu pessimistisch. Das lenkt den Blick auf die Abschwungphasen der Vergangenheit, wo sich auffallenderweise die Stimmung jeweils besser präsentierte als die Lage. Seit 2006 ist es zu einem Paradigmenwechsel gekommen: Erstmals ist die Lage besser als die Stimmung oder anders gesprochen sind die Konsumenten neuerdings zu pessimistisch.

Abbildung 49

#### Detailhandelsumsätze und Konsumentenstimmung

Konsumentenstimmung: Index; Detailhandelsumsätze: Veränderung zum Vorjahr in Prozent



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse Economic Research

### **Respektables Umsatzwachstum dank der Migration**

Mit der Stimmungsverbesserung kehrten auch die Detailhandelsumsätze überraschend schnell wieder auf den Wachstumspfad zurück. Real dürften die Detailhandelsumsätze im letzten Jahr um knapp 3% zugelegt haben – nach der Stagnation im Vorjahr ein respektables Resultat. Der Vergleich mit früheren Zyklen zeigt, dass die Detailhandelsumsätze in der jüngsten Abschwungphase viel weniger gelitten haben. Als wichtige Stütze hat sich dabei einmal mehr die Zuwanderung erwiesen, trägt das letztjährige Bevölkerungswachstum von 0.9% doch wesentlich zum steigenden Konsum bei. Jeder Zugezogene ist ein Konsument mehr, der überdies in der Phase der Haushaltsgründung eine verstärkte Nachfrage nach Detailhandelsgütern an den Tag legt. Von der Einkommenseite gingen im letzten Jahr hingegen keine grossen Impulse aus, da die Haushalte weder grosse Lohnsteigerungen erzielten noch mehr Arbeitsstunden am Arbeitsmarkt absetzen konnten. Die Kaufkraft hat aber dennoch zugelegt – zumindest was den Anteil der Wohneigentümer an der Bevölkerung von etwa 40% betrifft. Diese hatten Ende des Jahres aufgrund der Verzerrungen des Zinsgefüges rund 4.6 Mrd. CHF mehr Geld in der Tasche. Ein Teil dieses unverhofften Krisengeschenks ist in den Konsum geflossen und dürfte zur raschen Stabilisierung der Detailhandelsumsätze beigetragen haben.

### **Durchzogenes Wachstum der Detailhandelsumsätze 2011**

Im laufenden Jahr werden die Eigentümerhaushalte erneut von tiefen Wohnkosten profitieren. Insgesamt präsentieren sich die Einkommensaussichten aber durchgezogen. Die höheren Abgaben für das Sozialversicherungssystem sowie die steigenden Krankenkassenprämien verschlingen im laufenden Jahr das, was die Inflation vom Lohnanstieg übrig lässt. Die Hoffnungen ruhen weitgehend auf einer dynamischen Entwicklung des Arbeitsmarktes, die – sofern es nicht zu neuen Verwerfungen aufgrund der Schuldenkrise kommt – mit Blick auf die erfreuliche Entwicklung der offenen Stellen nicht unrealistisch sind. Der bedeutendste Wachstumstreiber wird wiederum – wie in den Jahren zuvor – die Einwanderung sein. Nach dem Abflauen der Zuwanderungswelle, die durch die vollständige Aufhebung letzter Restriktionen des freien Personenverkehrs ausgelöst wurde, zeichnet sich eine neue Ausgangslage ab. Zuwanderungszahlen, wie wir sie in den letzten beiden Jahren erlebt haben, dürften zur Norm werden. Damit sichert sich der Detailhandel ein Basiswachstum. Dessen Potenzial wird noch dadurch erhöht, dass der Grossteil der Zuwanderer Altersklassen angehört, die bei erfolgreicher Integration steigende Einkommen erzielen dürften, was mit höheren Konsumausgaben einhergeht.

### **Flächennachfrage im Zeichen des Strukturwandels**

Das nicht überschwängliche, aber doch solide erwartete Wachstum der Detailhandelszahlen lässt auch bei der Nachfrage nach Flächen eine Fortsetzung der Erholung erwarten. Eine Rückkehr zur Euphorie wie vor der Krise liegt jedoch nicht drin. Beide Grossverteiler Migros und Coop haben im Vorjahr ihre Verkaufsflächen um 1-2% moderat ausgeweitet. Eine ähnliche Entwicklung erwarten wir im laufenden Jahr. Preisabschläge auf dem Retailsortiment zeugen davon, dass sich mit dem Wachstum von Aldi und Lidl der Wettbewerb im klassischen Retailgeschäft weiter verschärft. Die neuen Discounter setzen ihr forsches Expansionstempo unbeirrt fort und werden höchstens von Rekrutierungsschwierigkeiten beim Fachpersonal zurückgebunden. Im letzten Jahr hat Lidl über 30 und Aldi rund 20 Filialen eröffnet. Allein dadurch sind rund 56'000 m<sup>2</sup> neue Retailfläche auf den Markt gekommen. Sinkende Flächenproduktivitäten im Retailbereich bei beiden Grossverteilern, die rund 40% des Umsatzes im Detailhandel auf sich vereinen, legen Zeugnis davon ab, dass ein Verdrängungswettbewerb stattfindet. Die künftige Flächennachfrage wird daher stärker von den strukturellen Umbrüchen im Detailhandel gesteuert als von Expansionsabsichten. Treiber dieses Strukturwandels sind die Tendenz zu grösseren Formaten, Veränderungen der Einkaufswege und Einkaufszeiten der Konsumenten, die verstärkte Hinwendung zu Einkaufszentren und Fachmärkten sowie das Comeback der Kleinläden im Convenience-Kleid. Im Kerngeschäft konnten Migros und Coop im letzten Jahr umsatzmässig bei den Fachmärkten überdurchschnittlich zulegen. Die Grossverteiler werden daher versuchen, ihre stagnierenden oder gar rückläufigen Umsatzzahlen im Food-Bereich durch wachsende Umsätze im Non-Food zu kompensieren. Dies dürfte das Wachstum von Fachmärkten weiter beflügeln, welches vor allem von den Baufachmärkten, wo mit Hornbach und Bauhaus deutsche Konkurrenten in den Schweizer Markt drängen, und der Möbelkette Ikea angetrieben wird.

### **E-Commerce wird dereinst die Flächenstrukturen beeinflussen**

Mittel- und langfristig dürfte der Online-Handel, welcher zwar hohe Wachstumsraten erzielt, umsatzmässig aber beispielsweise bei Nahrungsmitteln erst die 1%-Hürde geschafft hat, die Verkaufsflächenstrukturen beeinflussen. Bestellen über Internet, um Zeit zu sparen, wird sich rascher verbreiten, als dies heute noch vermutet wird.

**Exkurs: Einkaufszentren-Dichte in der Schweiz**

**Am Ende einer Dekade des Einkaufszentrums**

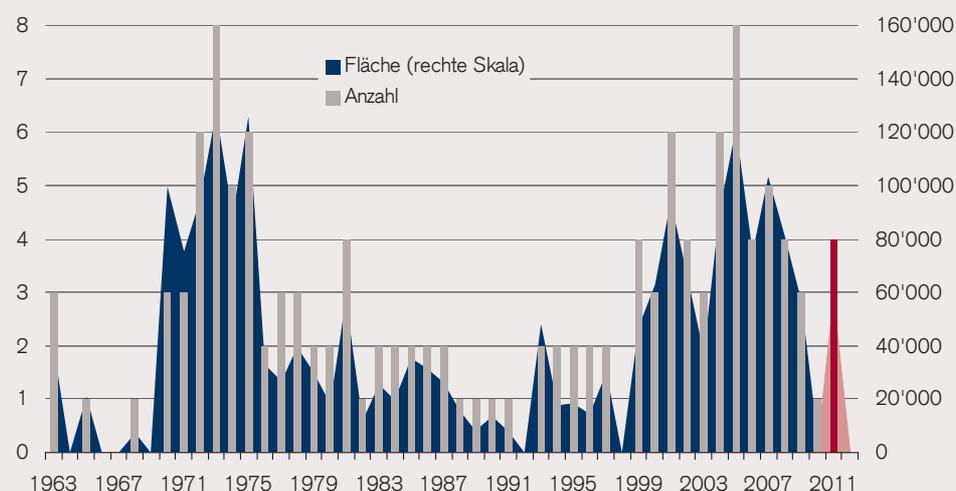
Die Schweiz befindet sich verkaufsflächentechnisch am Ende einer Dekade des Einkaufszentrums. Seit Ende der Neunzigerjahre überzog ähnlich wie zu Beginn der Siebzigerjahre eine Welle von neuen Einkaufszentren die Schweiz (Abbildung 50). Diese neuen Konsumtempel haben die Center-Landschaft nachhaltig geprägt. Allein innerhalb der Top-Ten finden sich drei Zentren aus der Neuzeit. Mit Sihlcity in Zürich-Süd, der Shopping Arena in St. Gallen, dem Westside in Bern und dem Stüchi in Basel sind in den letzten vier Jahren vier Schwergewichte an den Start gegangen. Begleitet von etwas weniger medialem Interesse, haben sich ältere Einkaufszentren einer Modernisierung unterzogen und dabei ihre Fläche zum Teil substanziell ausgeweitet. Entsprechend dem Gesetz des abnehmenden Grenzertrages kann in den meisten dieser Fälle der Umsatz pro Quadratmeter nicht gehalten werden. Analysiert man die Flächenproduktivität aller Einkaufszentren, so fällt auf, dass mit den gewichtigen Ausnahmen des Glatzentums und des Centre Balexert in Genf der Flächenumsatz eines Centers tendenziell umso tiefer liegt, je mehr Fläche ein Center aufweist. Den Wachstumsstrategien sind daher Limiten gesetzt. Dass das angeschlagene Expansionstempo im Detailhandel nicht beliebig lange aufrechterhalten werden kann, haben wir wiederholt moniert. Nach rund zehnjähriger Wachstumsphase ist es beim Flächenwachstum der Einkaufszentren im letzten Jahr zu einer Verschnaufpause gekommen. Neueröffnungen gab es mit dem Ilfiscenter in Langnau im Emmental nur eine zu verzeichnen.

**Pipeline an Projekten dünnt sich aus**

Die wenig berauschenden Umsatzzahlen der neuesten Zentren mögen zu einer gewissen Abkühlung der Euphorie beigetragen haben. Doch auch die übrigen Center mussten sich nach Jahren mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten seit 2009 mit geringeren Umsatzzuwächsen bescheiden, darunter etliche, welche gar Einbussen hinzunehmen hatten. Erst die bereinigten Zahlen für 2010 werden Aufschluss darüber geben, ob hierfür konjunkturelle Gründe verantwortlich waren oder ob die jüngste Ära der Einkaufszentren am Verblässen ist. Dass sich noch rund zwei Dutzend Projekte in Planung befinden, könnte dazu verleiten, eine Fortsetzung des Baubooms von Shoppingcentern zu erwarten. Bei genauerer Betrachtung rücken die angekündigten Eröffnungstermine jedoch in immer weitere Ferne. Obwohl noch Mitte des letzten Jahres für das laufende Jahr mit acht Neuzugängen gerechnet wurde, sind davon nur gerade vier übriggeblieben: das Centre Commercial Courvieux in Martigny, das Centro Ovale in Chiasso, das City West in Chur und das Stadion Thun Süd, die sich alle schon im Bau befinden. Dies dürfte dem Einkaufszentrenmarkt nochmals ein Flächenwachstum von knapp 3% oder etwa 60'000 m<sup>2</sup> bescheren.

Abbildung 50  
**Entwicklung von Einkaufszentren in der Schweiz nach Baujahr**

Einkaufszentren mit mehr als 7'000 m<sup>2</sup> Verkaufsfläche und Lebensmittelangebot; 2011/12: Prognose



Quelle: Credit Suisse Economic Research, Wüest & Partner, GfK

Im Jahr 2012 wird mit einem Nullwachstum zu rechnen sein, vorausgesetzt wir zählen den Albi-park mangels Lebensmittelangebot nicht zu den klassischen Einkaufszentren. Die zweite Eröffnungswelle von Einkaufszentren in der Schweiz nähert sich somit unweigerlich ihrem Ende. Dazu, dass einige der derzeit noch geplanten Projekte die Planungsphase nicht überleben werden, dürfte auch das forsche Expansionstempo der beiden Discounter Aldi und Lidl beitragen, welche mit ihrer Strategie der Nahversorgung Kaufkraft und Frequenzen absorbieren, welche speziell für den Start neuer Zentren ausschlaggebend sind. Dass es sich bei einigen in der Pipeline befindlichen Projekten zudem um Stadionprojekte handelt, die zumeist durch eine hohe Komplexität charakterisiert sind, macht die Sache nicht einfacher. Der Grund für die Symbiose von Sportstadion und Einkaufszentrum liegt oft bloss darin, dass sich die einen eine einfachere Finanzierung der Sportinfrastruktur, die anderen mehr Parkplätze versprechen.

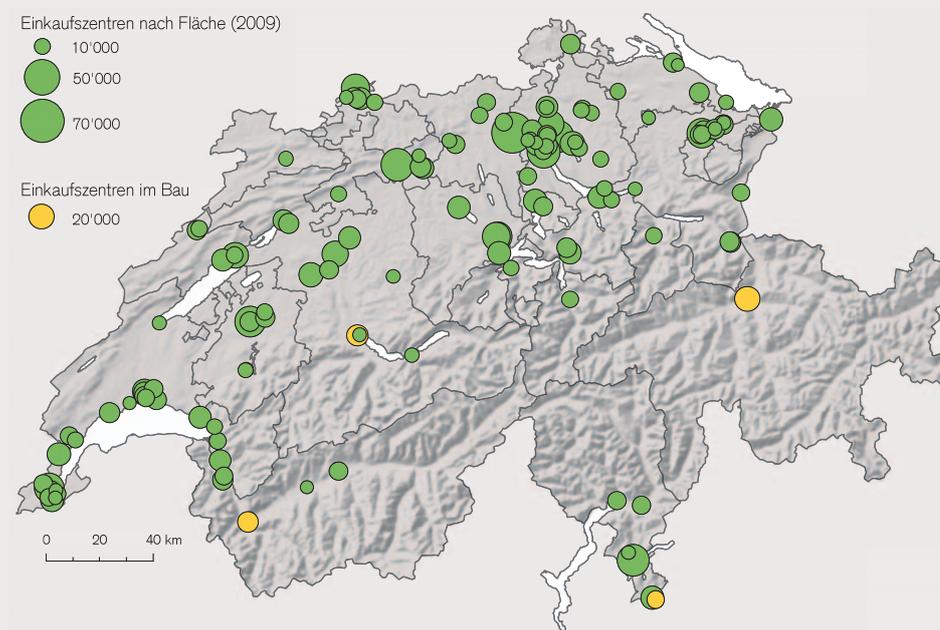
### Wie engmaschig ist das Netz von Einkaufszentren?

Das Netz der Einkaufszentren, das mittlerweile die Schweiz überzieht, wird immer engmaschiger. Entsprechend anspruchsvoller wird die Suche nach neuen Standorten. Weisse Flecken gibt es kaum noch. Die besten Standorte sind in der Regel bereits besetzt, tendenziell zwar mit älteren Einkaufsparks, die aber bei entsprechenden Umbauten und Investitionen über gute Wachstumschancen verfügen. Um ein genaueres Bild über die Versorgungsdichte von Einkaufszentren in der Schweiz zu erhalten, haben wir den in unserem Retail Outlook 2011 vorgestellten Indikator für die Versorgungsdichte im Detailhandel auf Einkaufszentren angewendet.<sup>14</sup> Wir berücksichtigen dabei alle Einkaufszentren mit einer Fläche ab 7'000 m<sup>2</sup> und einem Food-Bereich. Die Schweiz zählt derzeit 132 solcher Ensembles, wovon sich deren vier, die wir oben namentlich erwähnt haben, noch im Bau befinden. Die ersten dieser Shoppingcenter entstanden in den frühen Sechzigerjahren; allein 47 wurden in den letzten 11 Jahren gebaut (Abbildung 51).

Abbildung 51

#### Einkaufszentren in der Schweiz

Alle Einkaufszentren ab Flächen von 7'000 m<sup>2</sup> und Lebensmittelangebot



Quelle: Credit Suisse Economic Research, Wüest & Partner, GfK, Geostat

### Neuer Indikator der Versorgungsdichte mit Einkaufszentren

Herkömmliche Indikatoren zur Messung der Versorgungsdichte, wie Anzahl Läden pro Einwohner einer Region, sind wenig aussagekräftig. Sie scheitern daran, dass Einkaufszentren über eine grosse Anziehungskraft verfügen und sich deren Einzugsgebiete vielfach auf Nachbarregionen ausdehnen. In der Regel überlagern sich die Einzugsgebiete der verschiedenen Einkaufszentren in der Schweiz, weshalb dieser Konkurrenzsituation Rechnung zu tragen ist. Unser Indikator besitzt daher zwei Dimensionen. Er bildet einerseits die Konkurrenzsituation ab, indem

14 Swiss Issues Branchen – Retail Outlook 2011, Fakten und Trends.

### Wachstumsregionen der Schweiz gut abgedeckt

er die Flächen von umliegenden Shoppingcentern miteinbezieht, und bemisst andererseits die Zahl der potenziellen Kunden, die im Einzugsgebiet wohnen oder arbeiten. Um einen möglichst genauen Indikator zu ermitteln, erfolgt die Auswertung für jede Gemeinde. Die Einzugsgebiete der einzelnen Einkaufszentren werden dabei nicht a priori festgelegt, sondern als Funktion der Distanz zwischen Kundenpotenzial und Einkaufsangebot automatisch generiert, wobei wir nicht auf Distanzgrössen abstellen, sondern auf die Zeit, welche zu deren Überwindung notwendig ist. Die entsprechende Gewichtungsfunktion wurde aufgrund von empirischen Daten zum Mobilitätsverhalten bei Einkäufen hergeleitet.

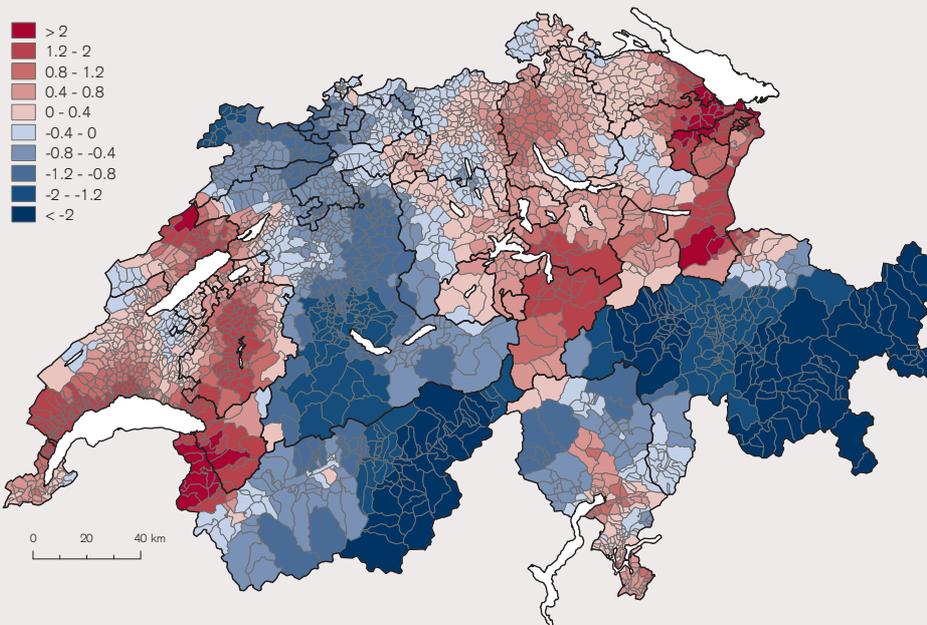
Aus dem Quotienten von Einkaufsflächen und Kundenpotenzial ergibt sich der sogenannte Retail Provision Index (RPI) für Einkaufszentren, den wir zwecks Vergleichbarkeit standardisieren. Ein negativer RPI (blau) zeigt eine unter-, ein positiver RPI (rot) eine überdurchschnittliche Versorgung einer Gemeinde mit Einkaufszentren an. Der RPI nimmt dabei eine Anbietersicht ein. Ein tiefer RPI ist ein Indikator dafür, dass das bestehende Angebot in der Gemeinde im Verhältnis zum Kundenpotenzial gering ist und Chancen für neue Anbieter bestehen. Ein hoher RPI deutet tendenziell auf eine Sättigung hin.

Die Dichte der Einkaufszentren offenbart interessante Erkenntnisse (Abbildung 52). Die beiden Metropolitanräume Genf/Lausanne und Zürich, welche in den letzten Jahren das höchste Bevölkerungswachstum erzielt haben, weisen eine hohe Versorgungsdichte auf. Dazwischen schiebt sich ein Keil, der vom Jura über den Kanton Bern bis ins Wallis reicht und eher geringe Versorgungsdichten anzeigt. Die generell tiefen Versorgungsdichten in den Bergkantonen Wallis und Graubünden lassen sich mit den dortigen topografischen Verhältnissen erklären, welche einer Bündelung von Einkaufsmöglichkeiten an einem Standort abträglich sind. Zudem sind diese Regionen dank der Zusatznachfrage aus dem Tourismus relativ gut mit Lebensmittelläden versorgt, wie eine Auswertung des RPI für Lebensmittelläden an den Tag legt. Entsprechend schwach ist das Interesse von Ankermietern aus dem Lebensmittelbereich an einem dortigen Einkaufszentrum.

Abbildung 52

#### Einkaufszentren-Dichte in der Schweiz

Retail Provision Index für Einkaufszentren mit Flächen ab 7'000 m<sup>2</sup> und Lebensmittelangebot



Quelle: Credit Suisse Economic Research, Wüest & Partner, GfK

### Weisser Fleck in Thun

Im Tessin decken die Einkaufszentren Tenero und San Antonino sowie die Zentren im Raum Lugano/Mendrisiotto die Bedürfnisse relativ gut ab. Im Raum Zürich ist der Versorgungsgrad überdurchschnittlich, aber angesichts der hohen Bevölkerungsdichte nicht übermässig. Als gesättigt kann in der Deutschschweiz spätestens nach der Eröffnung der Shopping-Arena der

Raum St. Gallen gelten, dann aber auch das Sarganserland sowie der Raum Uri/Innerschwyz. In der Westschweiz sind der Genferseebogen, das Chablais, der Kanton Freiburg und die Region La Chaux-de-Fonds eher überversorgt. Am ehesten könnte Yverdon noch zusätzliche Flächen absorbieren. Als ob unsere Auswertung dem Markt schon früher vorgelegen hätte, werden im laufenden Jahr mit dem Stadion Thun Süd, dem City West in Chur und dem Centre Commercial Courvieux in Martigny drei neue Einkaufszentren in Regionen an den Start gehen, die noch nicht als überversorgt gelten. Dagegen dürfte das Centro Ovale in Chiasso von Beginn weg stärker einem Verdrängungswettkampf mit anderen Shoppingcentern ausgesetzt sein. Wenn es so was wie einen weissen Flecken in der Einkaufszentren-Landschaft der Schweiz noch gäbe, dann müsste er in Thun zu finden sein. Kein Wunder besteht mit dem Vorhaben "Puls Thun" auf dem Emmi-Areal bereits ein weiteres Projekt.

Aufgrund fehlender Daten fließen Kundenpotenzial und Einkaufszentren des angrenzenden Auslands nicht in die Berechnungen ein. Weil der Einkaufstourismus von Schweizern im Ausland stärker ist als umgekehrt, neigt der RPI in grenznahen Gebieten zu tiefen Werten. So erscheint der Metropolitanraum Basel als eher unterversorgt. Ohne Datenbasis kann jedoch nicht schlüssig beurteilt werden, ob das ausländische Kundenpotenzial oder eher die Konkurrenzsituation den Ausschlag geben würden.

## Angebot

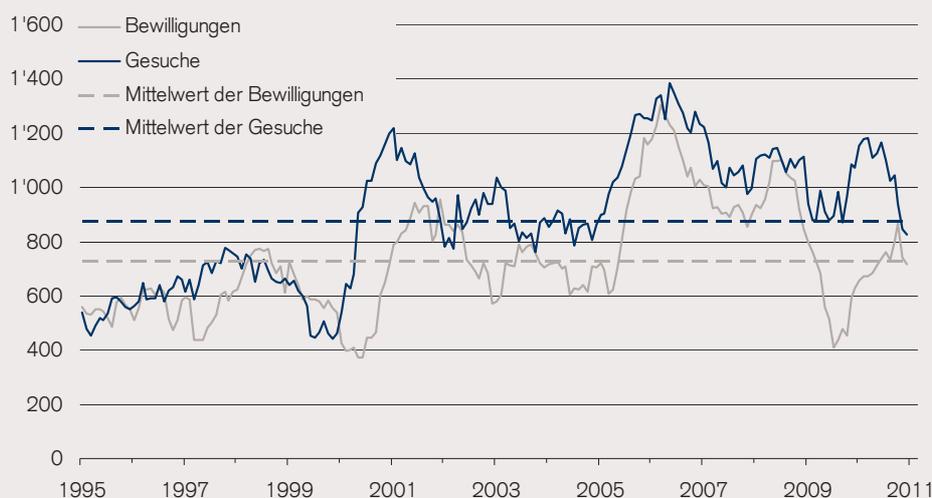
### Hohe Renditen mit Handelsimmobilien

Jahrelang hat die starke Expansion von Detailhandelsflächen die Diskussion beherrscht. Wir haben in den letzten Jahren wiederholt Erklärungen für diese scheinbar unaufhaltbare Entwicklung beigebracht. Zu den bisherigen Gründen, wie dem Eintritt ausländischer Anbieter im Markt Schweiz, der Abwehrstrategie der alteingesessenen Anbieter sowie dem Strukturwandel, dem gesellschaftliche Veränderungen zugrunde liegen, gesellt sich mit der jüngst demonstrierten Stabilität des Konsums in der Schweiz ein weiterer Grund. Die Schweiz geniesst als Nischen- bzw. Testmarkt für ausländische Detailhandelskonzerne aufgrund der hohen Kaufkraft und der oftmals überschaubaren Konkurrenzsituation eine hohe Attraktivität.

Abbildung 53

### Baubewilligungen und -gesuche für Verkaufsflächen

In Mio. CHF



Quelle: Schweizer Baublatt, Credit Suisse Economic Research

Ein weiterer Treiber der Flächenexpansion sind die ansehnlichen Renditen, welche mit Verkaufsflächen in den letzten Jahren erzielt werden konnten. Gemäss dem IPD (Investment Property Databank)/Wüest & Partner Index 2009 liessen sich mit Investitionen in Handelsimmobilien über die letzten 8 Jahre im Vergleich mit den anderen Renditeliegenschaften die höchsten Renditen generieren. Auch wenn in diesen Daten die Flächen der Kleinläden, welche bis anhin

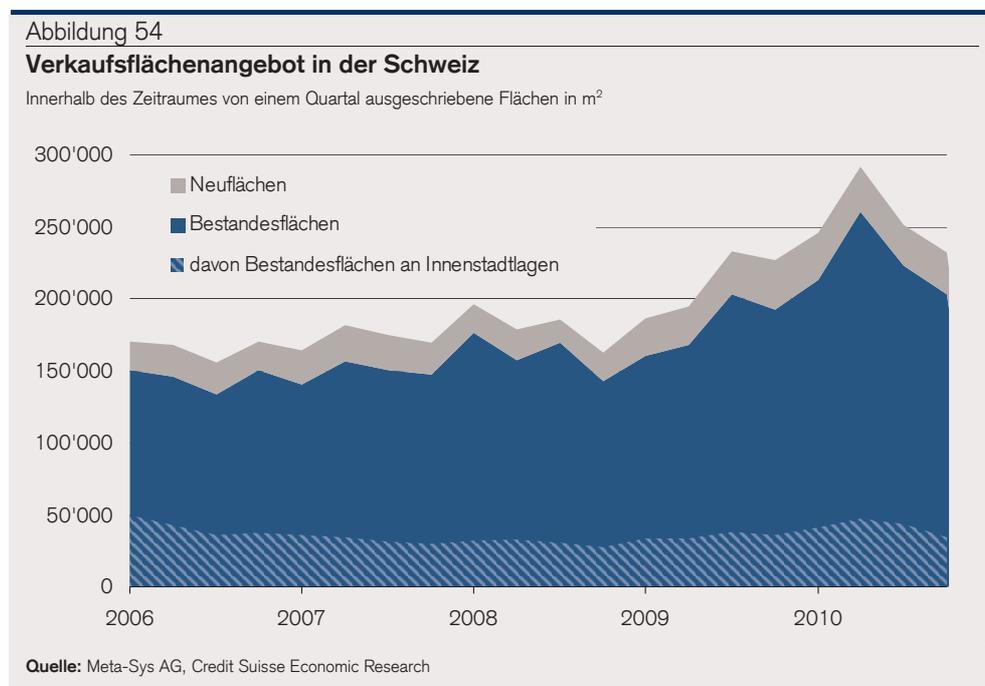
die Zeche für die Flächenexpansion bezahlt haben, klar unterrepräsentiert sein dürften, so machen diese Zahlen das anhaltende Interesse von Investoren an neuen Projekten doch verständlich.

**Die Flächenexpansion schwächt sich ab**

Mit der Finanzkrise ist die Expansion bei den Verkaufsflächen auf die Probe gestellt worden. Die Aussicht auf eine möglicherweise schwere und langdauernde Rezession unterzog die Expansionsabsichten der Detailhändler einer kritischen Prüfung. Dass die Finanzkrise Auswirkungen auf die Projektierungstätigkeit haben würde, war anzunehmen und wurde durch den rapiden Rückgang der Baubewilligungen ab Herbst 2008 auch bestätigt (Abbildung 53). Die Zäsur war jedoch nicht von Dauer. Der Anstieg der Gesuchstätigkeit und die Kehrtwende beim Volumen bewilligter Verkaufsflächen signalisierten bereits ab Mitte 2009, dass die Expansionsprogramme nicht lange auf Eis lagen. Dennoch, die Finanzkrise hat der Flächenexpansion die Spitze gebrochen; vielleicht sogar etwas mehr. Am aktuellen Rand sind sowohl die Gesuche wie auch die Bewilligungen rückläufig, und beide Werte notieren knapp unter ihren langfristigen Mittelwerten. Zumindest der Schwung scheint den Expansionsabsichten abhanden gekommen zu sein.

**Deutlich mehr Flächen im Angebot**

Dank einer hohen Nachfrage seitens der Detailhändler konnten die zusätzlichen Flächen in den Jahren 2006-2008 recht gut absorbiert werden, so dass das Volumen der auf den Immobilienportalen ausgeschriebenen Flächen stets um rund 170'000 m<sup>2</sup> oszillierte (Abbildung 54). Der Stimmungsumschwung im Herbst 2008 hat aber auch hier die Nachfrage empfindlich reduziert, so dass die bis zu diesem Zeitpunkt reibungslose Absorption von bestehenden wie auch von neuen Flächen gehörig ins Stocken kam. Innerhalb von 6 Quartalen stieg das Volumen der ausgeschriebenen Flächen bis zum Frühling 2010 um 80%. Dass sich auch das Angebot von Innenstadtlagen um gut 70% erhöhte, zeigt den hohen Grad an Verunsicherung, den die Finanzkrise auslöste. Nach Bewältigung der kurzen Rezession verbesserte sich die Situation, und das Angebot an ausgeschriebenen Verkaufsflächen nahm wieder ab. Die Erholung ist jedoch noch nicht abgeschlossen. Per Ende 2010 übertrafen die angebotenen Flächen sowohl im Bestand als auch bei Neuflächen das Vorkrisenniveau weiterhin um rund einen Drittel. Einzig bei den gesuchten Innenstadtlagen hat sich die temporäre Angebotserhöhung wieder komplett zurückgebildet.



**Marktergebnis**

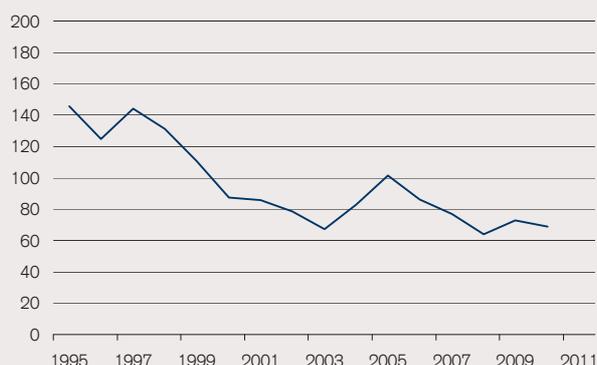
**Rückgang der Leerstände zum Halten gekommen**

In einigen Regionen der Schweiz werden Leerstände auf dem Verkaufsflächenmarkt erhoben. Uns liegen Auswertungen für die fünf Kantone Genf, Waadt, Neuenburg, Basel-Stadt und Basel-Landschaft sowie für die Städte Zürich, Bern und neu Lausanne vor. Wie aus **Abbildung 55** ersichtlich, ist der mit kurzen Unterbrüchen stetige Rückgang der Leerstände an diesen Orten in den letzten Jahren zum Halten gekommen. Bereits 2009 resultierten höhere Leerstände, die allerdings stark von der Entwicklung in der Stadt Basel geprägt waren. Im vergangenen Jahr haben sich die leerstehenden Flächen insgesamt leicht zurückgebildet. Ein Durchschlagen des höheren Angebots auf die jeweils per 1. Juni erhobenen Leerstände konnte also noch nicht beobachtet werden. Bekanntlich reagieren die Leerstände aber verzögert auf Marktveränderungen. Die Auswirkungen des Platzens der Dotcom-Blase sind beispielsweise erst 2004 in den Leerstandsanzahlen sichtbar geworden. Das Bild, das die Detailresultate zeichnen, ist uneinheitlich. Weiterhin sinkenden Leerständen in der Stadt Zürich stehen in der Tendenz steigende Leerstände in den Kantonen Neuenburg und Basel-Stadt gegenüber. In den übrigen Räumen bewegen sich die leerstehenden Flächen mehr oder weniger seitwärts (**Abbildung 56**).

Abbildung 55

**Leerstehende Verkaufsflächen**

Total der Flächen von 5 Kantonen und drei Städten, in 1'000 m<sup>2</sup>

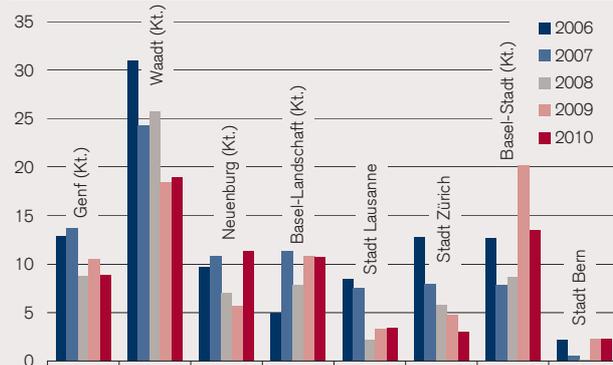


Quelle: Credit Suisse Economic Research, diverse kantonale Ämter

Abbildung 56

**Leerstehende Verkaufsflächen nach Region**

Regional leerstehende Flächen in 1'000 m<sup>2</sup>



Quelle: Credit Suisse Economic Research, diverse kantonale Ämter

**Tiefe Leerstände in den Städten**

Vor allem in den grossen Städten bewegen sich die Leerstände auf einem ausgesprochen tiefen Niveau. In der Stadt Zürich stand im letzten Jahr mit 3'000 m<sup>2</sup> nur gerade 0.18% der Verkaufsfläche leer. In Genf und den anderen Städten dürften die Anteile etwas höher liegen, mit Ausnahme von Basel jedoch 0.6% nicht überschreiten. In Basel scheint die Eröffnung des Einkaufszentrums Stücki und der Ausbau von RailCity Basel erst noch richtig verdaut werden zu müssen. In Basel gelten jedoch andere Massstäbe, da in der Grenzstadt das Einkaufen auf der anderen Seite der Landesgrenze populär und mit dem hohen Schweizer Franken gegenwärtig auch preislich sehr attraktiv ist. Interessant wird zu verfolgen sein, wie es mit den beiden in weniger als zwei Kilometern Luftlinie projektierten Einkaufszentren in Weil am Rhein und auf dem Erlenmatt-Areal weitergeht. Entscheidend bei starker Konkurrenz auf engem Raum ist in erster Linie der Standort.

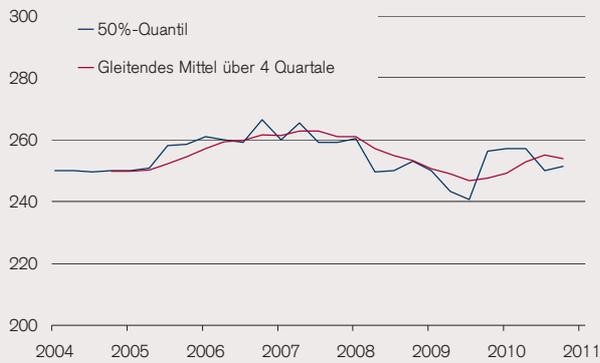
**Preisdelte teilweise wettgemacht**

Relativ zügige Auswirkungen zeigte die kurze Abschwungphase auf die angebotenen Mietpreise der Verkaufsflächen. Die Medianpreise, welche seit geraumer Zeit in einem mehr oder weniger engen Preisband zwischen 240 und 260 CHF schwanken, gaben zwischenzeitlich bis auf 240 CHF nach (**Abbildung 57**). Erst relativ spät, dafür fast noch heftiger reagierten die Preis im obersten Preissegment (**Abbildung 58**). In beiden Bereichen haben sich bis Ende des letzten Jahres die Angebotspreise wieder erholt. Im obersten Preissegment konnte die Preisdelte – folgt man dem wegen der dünnen Datenlage aussagekräftigeren gleitenden Mittel – praktisch vollständig wettgemacht werden. Im mittleren Preissegment verharren die Angebotspreise dagegen in der Mitte des weiterhin gültigen Preisbandes, nachdem sie die Hälfte des Preisrückgangs wieder aufgeholt haben. In diesen Reaktionsweisen und Preisbewegungen widerspiegelt sich die hohe und nur vorübergehend ausgesetzte Präferenz der Nachfrager nach Top-Lagen.

Abbildung 57

**Mietpreisentwicklung im mittleren Preissegment**

Angebotspreise in CHF pro m<sup>2</sup>, 50%-Quantil (Median)

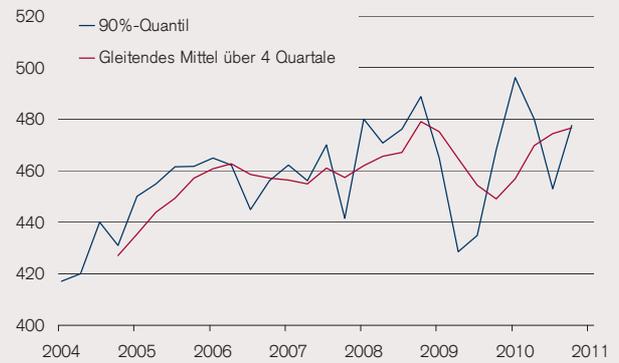


Quelle: Credit Suisse Economic Research, Meta-Sys AG

Abbildung 58

**Mietpreisentwicklung im obersten Preissegment**

Angebotspreise in CHF pro m<sup>2</sup>, 90%-Quantil



Quelle: Credit Suisse Economic Research, Meta-Sys AG

### Ausblick Verkaufsflächen 2011

Nach einem vorübergehenden, krisenbedingten Nachfrageeinbruch bei den Verkaufsflächen, der sogar Innenstadtlagen tangierte, kehrt die Zuversicht in Raten zurück, was der Nachfrage nach Verkaufsflächen 2011 eine solide, aber keine übermässige Nachfrage bescheren dürfte. Die Stimmung unter den Detailhändlern ist verhalten positiv und das Interesse der ausländischen Konkurrenten ungebrochen. Die Bäume werden allerdings nicht in den Himmel wachsen. Die glimpflich verlaufene Abschwungphase hat beispielsweise der Mehrheit der Einkaufszentren stagnierende oder sogar rückläufige Umsätze eingetragen und einen Vorgeschmack auf den sich weiter verschärfenden Wettbewerb gegeben. Die Flächenproduktivität gerät zunehmend unter Druck, weil die Umsätze mit dem Flächenwachstum nicht Schritt halten können. Wenn auch die Flächenexpansion durch die Finanzkrise nicht gestoppt worden ist, so hat sie doch den Schwung verloren, was von den wenig dynamischen Bewilligungs- und Gesuchszahlen bestätigt wird. Diese Tempodrosselung bei der Flächenausweitung kommt zum richtigen Zeitpunkt, denn das Angebot an ausgeschriebenen Flächen hat die Rückkehr zum Vorkrisenniveau noch nicht geschafft. Dem Boom bei neuen Einkaufszentren wird nach der Lancierung von vier neuen Einheiten im laufenden Jahr der Schnauf ziemlich bald ausgehen. Die Entwicklung bei den Mietpreisen macht deutlich, dass der Verdrängungswettkampf nur einen Teil des Marktes unter Druck setzt und sich die erstklassigen Lagen mit hohen Frequenzen vom Rest des Marktes abkoppeln können.

### Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage	Ausgangslage	Ausblick
Die aufgehellten Konjunkturerwartungen für 2011 lassen auf ein solides Wachstum der Detailhandelszahlen 2011 schliessen. Allein die Zuwanderung, welche sich als gewichtiger Nachfragefaktor dauerhaft zu installieren scheint, wird für ein Basiswachstum sorgen. Damit besteht Raum für eine fortgesetzte Erholung der Nachfrage nach Verkaufsflächen, welche durch das Bestreben ausländischer Detailhändler, in der Schweiz zu einer kritischen Grösse heranzuwachsen, zusätzliche Nahrung erhalten dürfte.	➔	↗
<b>Angebot</b>		
Vorübergehend hat sich das Angebot an ausgeschriebenen Verkaufsflächen aufgrund der Finanzmarktkrise stark erhöht. In der zweiten Hälfte des letzten Jahres konnte ein Teil davon abgebaut werden. Diese Entwicklung dürfte im laufenden Jahr eine Fortsetzung erfahren. Eine Rückkehr zum Vorkrisenzustand ist abgesehen von den Innenstadtlagen aber nicht so rasch zu erwarten. Immerhin scheint die Finanzkrise der Flächenexpansion den Schwung geraubt zu haben. Mittelfristig werden dem Markt weniger neue Flächen zugeführt werden, weil sich unter anderem auch der Shoppingcenter-Boom dem Ende zuneigt. Der Fokus dürfte für eine Weile noch in der Arrondierung bestehender Standorte mit Fachmärkten liegen.	↗	➔
<b>Marktergebnis (Preise)</b>		
Die rasche Preiserholung im obersten Segment macht deutlich, dass der Kampf um die besten Lagen zu stark unterschiedlichen Marktsituationen führt. Hier die Top-Lagen, welche in der Gunst der Nachfrager stehen und die Konditionen praktisch diktieren können, dort die übrigen Lagen, die den durch die Flächenexpansion verschärften Verdrängungswettkampf voll zu spüren bekommen. Je nach Standortgüte können sich diese Flächen dem Flächenwettbewerb besser oder schlechter entziehen. Für einige Flächen bleibt nur der Ausweg über Zugeständnisse bei den Preisen oder eine Nutzungsänderung. Nach Abebben des Internationalisierungstrends im Detailhandel dürfte eine Flurbereinigung anstehen, welche zusätzliche Gründe für die Erwartung einer verhaltenen Mietpreisentwicklung ausserhalb der erstklassigen Lagen liefert.	↗ (Top-Standorte) ➔ (Übrige)	↗ (Top-Standorte) ↘ (Übrige)

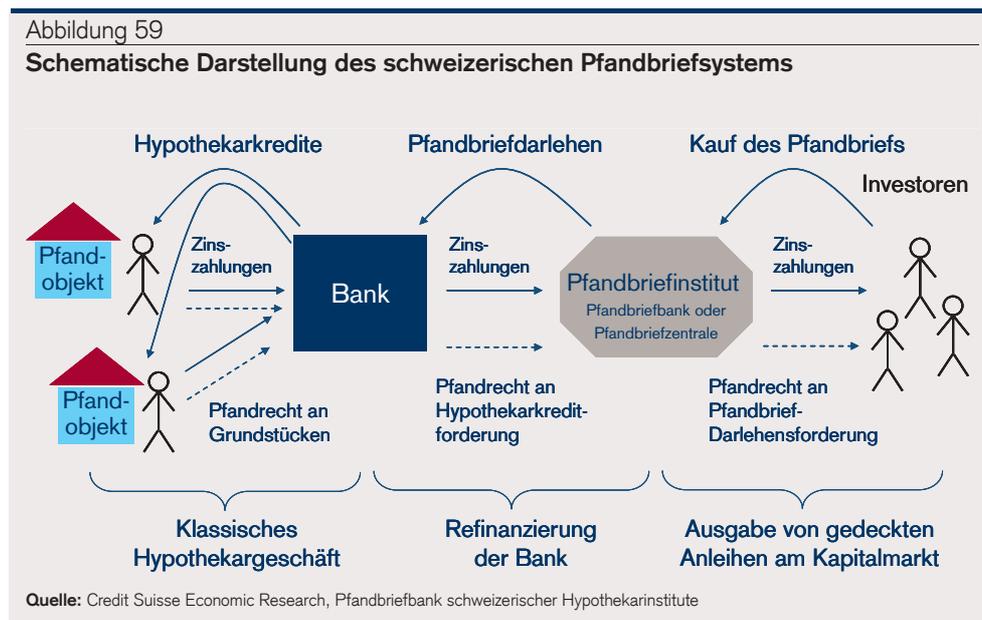
Quelle: Credit Suisse Economic Research

## Das Schweizer Pfandbriefsystem über alle Zweifel erhaben

### Funktionsweise von Pfandbriefdarlehen und Pfandbriefanleihen

Das zweistufige System der Schweizer Pfandbriefdarlehen und -anleihen erlebt derzeit eine Renaissance. Die auf dem Pfandbriefgesetz (PfG) von 1930 gründende strenge Reglementierung verlieh den Pfandbriefen lange Zeit ein verstaubtes Image. Der Reiz des "Langweiligen" liegt aber gerade in diesem eng abgesteckten Spielraum. Die Sicherheiten des Schweizer Pfandbriefs sind kaum mehr zu überbieten, weshalb es in der über 70-jährigen Geschichte der Schweizer Pfandbriefe noch keinen einzigen Ausfall gab.

Der Pfandbrief gehört zur Familie der mit Sicherheiten gedeckten Anleihen (engl. Covered Bonds). Vereinfacht gesagt handelt es sich bei Pfandbriefen um Obligationen mit zusätzlichen Sicherheiten. Das Instrument der Pfandbriefdarlehen dient Banken traditionell zur Refinanzierung eines Teils ihrer Hypothekarforderungen. Die Bank erhält dabei Darlehen von der Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute bzw. der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken, den beiden einzigen Instituten, welche per Gesetz eine solche Scharnierfunktion wahrnehmen dürfen (Abbildung 59). Im Gegenzug verpfändet die Bank als Sicherheit erstklassige Hypothekarkreditforderungen, die selber wiederum wie gewohnt durch ein Grundpfandrecht gesichert sind: Die letzte Sicherheit bilden also die Hypothekarkreditnehmer und damit deren Liegenschaften. Um die Pfandbriefdarlehen an die Banken zu finanzieren, gibt das Pfandbriefinstitut seinerseits Pfandbriefanleihen (kurz Pfandbriefe) aus.<sup>15</sup>



### Mehrdimensionale Absicherung

Die Pfandbriefe sind grundsollide, da sie erstens über eine mehrstufige Sicherungskette verfügen. Zweitens ist der Geschäftskreis der Pfandbriefinstitute streng reglementiert.<sup>16</sup> Ausserdem gilt drittens für die Pfandbriefinstitute das Gleichgewichts- und Deckungsprinzip: Ihre Pfandbriefdarlehen auf der Aktivseite müssen die gleiche Laufzeit und den gleichen Nominalwert wie die ausstehenden Pfandbriefe auf der Passivseite aufweisen. Damit setzen sich die Pfandbriefinstitute keiner Fristentransformation und keinem Zinsrisiko aus. Der Deckungsstock der Pfandbriefe ist viertens extrem solide und muss in ein Pfandregister eingetragen werden. So dürfen zum Beispiel maximal zwei Drittel des geschätzten Werts der Pfandobjekte als Deckungswert über das Pfandbriefdarlehen refinanziert werden. Die Deckungswerte dürfen von Gesetzes wegen die Pfandbriefdarlehen niemals unterschreiten und müssen gegebenenfalls aufgestockt werden. Zu guter Letzt besteht fünftens der Konkurszwang für die Geschäftsbank

15 Für weitere Informationen vergleiche Horat (2007): Die besicherte Refinanzierung des Hypothekengeschäfts: Der Schweizer Pfandbrief und seine Entwicklungschancen.

16 Dem grössten deutschen Pfandbriefemittenten Hypo Real Estate wurden bekanntlich artfremde Anlagen zum Verhängnis.

und das Pfandbriefinstitut, falls auf den Deckungsstock zurückgegriffen werden muss. Das Pfandbriefinstitut hat im Falle eines Konkurses einer Bank ein Vorverwertungsrecht auf die im Pfandregister eingetragene Deckungsmasse. Aufgrund der diversen Sicherheitsnetze erhielten die Schweizer Pfandbriefe beider Pfandbriefinstitute vor knapp zehn Jahren von Moody's das bestmögliche Rating Aaa.

### Im Gegensatz zu Verbriefungen findet kein Risikotransfer statt

Die Pfandbriefdarlehen sind nicht zu verwechseln mit Verbriefungen wie den Mortgage Backed Securites (MBS). Beim Schweizer Pfandbriefsystem bleibt das Kreditrisiko in der Bilanz der Bank und wird nicht an den Investor transferiert. Für den Investor besteht die erwähnte mehrstufige Sicherheitskette. Es haften erstens das Pfandbriefinstitut mit seinem Vermögen für alle Ansprüche aus den Pfandbriefen, zweitens die Geschäftsbank mit ihrem Eigenkapital für die bezogenen Darlehen und drittens die Hypothekarschuldner. Als vierte Sicherheit dienen die Immobilienwerte, die über ein weiteres Sicherheitspolster verfügen, da sie in der Regel nicht voll belehnt werden. Durch die Belassung des Kreditrisikos bei den Banken und die immergleichen Sicherheitsauflagen werden beim Schweizer System fatale Interessenkonflikte, wie sie bei den US-Verbriefungen auftauchten, minimiert.

### Nutzen von Pfandbriefdarlehen für Banken

Pfandbriefe ermöglichen den Geschäftsbanken eine langfristige und stabile Art der Refinanzierung von Hypothekenausleihungen. Wie sich gezeigt hat, ist dies gerade in Krisensituationen von Nutzen, da die üblicherweise herangezogenen Kundeneinlagen wegbrechen können und die Refinanzierung auf den Geld- und Kapitalmärkten schnell teuer oder unmöglich werden kann. Als Massnahme zur Sicherung der Finanzstabilität orchestrierte die Schweizerische Nationalbank (SNB) zwischen Ende 2008 und Sommer 2009 die sogenannten Limmat-Pfandbrief-Transaktionen. Die mit Problemen auf dem Interbankenmarkt konfrontierten Grossbanken konnten ihre Refinanzierungssituation mittels grosser Pfandbriefdarlehen zu attraktiven Konditionen verbessern. Die Pfandbriefanleihen wurden in diesem Fall nicht wie üblich börsenkotiert, sondern bei inländischen Banken mit überschüssiger Liquidität privatplatziert. Pfandbriefe können als Sicherheiten bei Repo-Geschäften mit der SNB oder auf dem Interbankenmarkt hinterlegt werden. In dieser Rolle können sie als eine Art Versicherung gegen Liquiditätsschocks dienen, wenn die Banken vorsorglich einen Teil der Pfandbriefe selber halten.

### Schwächen: Geringe Flexibilität und steuerliche Hürden

Ein Nachteil des Schweizer Pfandbriefsystems ist dessen geringe Flexibilität. Es ist abgesehen von Ausnahmesituationen für die Banken nicht möglich, den Zeitpunkt eines Pfandbriefdarlehens genau zu wählen. Aufgrund des zweiseitigen Prozesses wissen die Banken lange nicht, mit welchem Preis, mit welcher Laufzeit und mit welchem Volumen das Pfandbriefdarlehen ausgestaltet sein wird. Auf der Kapitalmarktseite leiden die Pfandbriefe unter Nachteilen gegenüber der ausländischen Konkurrenz, da sie der eidgenössischen Emissionsabgabe auf inländischen Obligationen unterliegen. Diese beträgt 1.2‰ für jedes volle oder angefangene Jahr. Ausserdem ist es für ausländische Investoren administrativ aufwendig bis unmöglich, die auf die Zinserträge anfallende Verrechnungssteuer zurückzufordern, was die Rendite deutlich schmälert.<sup>17</sup>

### Bedeutung von Pfandbriefen und Spread-Entwicklung

Aufgrund des gestiegenen Interesses an Pfandbriefdarlehen und -anleihen ist das Volumen der Pfandbriefe in den letzten Jahren markant gewachsen (Abbildung 60). Mittlerweile entspricht die Summe der Pfandbriefdarlehen 9% aller Hypothekarkredite. Auf der Investorenseite ist der Anteil der Pfandbriefanleihen an allen kotierten inländischen Obligationen mit 23% bedeutend, obwohl auch einige Pfandbriefe privatplatziert sind. Der Nominalwert der ausstehenden börsenkotierten Pfandbriefe belief sich per Ende November 2010 auf 47.6 Mrd. CHF. Die Renditedifferenz zwischen den Pfandbriefen und den risikolosen Vergleichsanleihen (Swaps) hat sich nach einer krisenbedingten Ausweitung im Verlaufe von 2009 wieder zurückgebildet (Abbildung 61). Hauptgrund dafür dürfte der mit der unkonventionellen Geldpolitik der SNB einhergehende Kauf von Frankenobligationen gewesen sein, wozu auch die Pfandbriefe gehört haben dürften. Dies erhöhte den Preis für Pfandbriefe und senkte damit die Rendite und die Risikoprämie.<sup>18</sup> Im letzten Jahr hat sich der Pfandbrief-Spread nicht gross verändert.

### Pfandbriefe bleiben aktuell

Der harte Wettbewerb auf dem Schweizer Hypothekarkreditmarkt dürfte sich weiter verschärfen, was die Zinserträge und Margen unter Druck setzt. Deshalb rücken die Refinanzierungskosten verstärkt in den Fokus. Da die Pfandbriefdarlehen eine kostengünstige und langfristige Refinanzierungsquelle darstellen und durch das anhaltende Wachstum des Hypothekarvolumens

<sup>17</sup> Vgl. Horat (2007): Die besicherte Refinanzierung des Hypothekengeschäfts: Der Schweizer Pfandbrief und seine Entwicklungschancen, Seite 104.

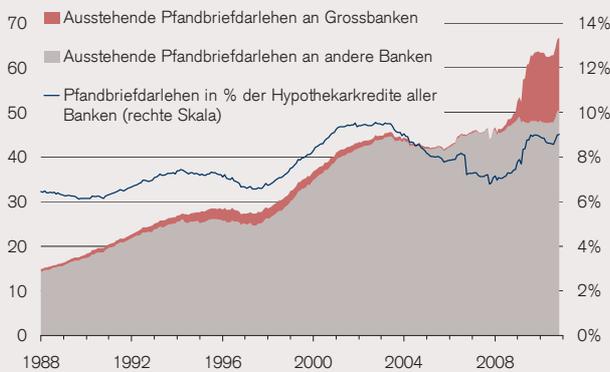
<sup>18</sup> Vgl. Geldpolitische Lagebeurteilung der SNB vom 12. März 2009. Das Ausmass der Pfandbriefkäufe durch die SNB ist nicht bekannt.

sowieso Refinanzierungsbedarf vorhanden ist, dürfte deren Bedeutung auch 2011 nicht abnehmen. Zudem hat die Finanzkrise gezeigt, dass eine breite und langfristige Refinanzierungsbasis die Banken besser vor Liquiditätsschocks bewahrt. Bei einem genug grossen Emissionsvolumen kann eine Bank auch auf eigene Faust Covered Bonds emittieren. Dies tat zum Beispiel die Credit Suisse im Dezember 2010 mit einem Jumbo-Volumen von 1.25 Mrd. Euro. Durch die Kotierung in Euro konnte gezielt ein internationales Publikum angesprochen und für die gesicherte Anleihe gewonnen werden. Auch auf Investoreseite dürften die Pfandbriefe in diesem Jahr nicht an Reiz verlieren, zumal der Bedarf nach Sicherheit im gegenwärtigen Umfeld hoch bleiben dürfte. Die derzeit diskutierte Abschaffung der eidgenössischen Emissionsabgabe sowie die allfällige Aufhebung der Verrechnungssteuer für Anleger mit ausländischem Domizil könnte der Attraktivität der Pfandbriefe ebenfalls behilflich sein.

Abbildung 60

**Ausstehende Pfandbriefdarlehen**

In Mrd. CHF

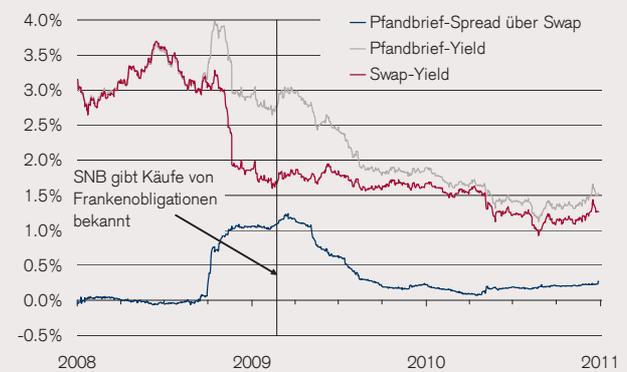


Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse Economic Research

Abbildung 61

**Renditen von Pfandbriefen und Spread**

Spread in Prozent über Swapsätzen, Renditen in Prozent



Quelle: Credit Suisse Liquid Swiss Index

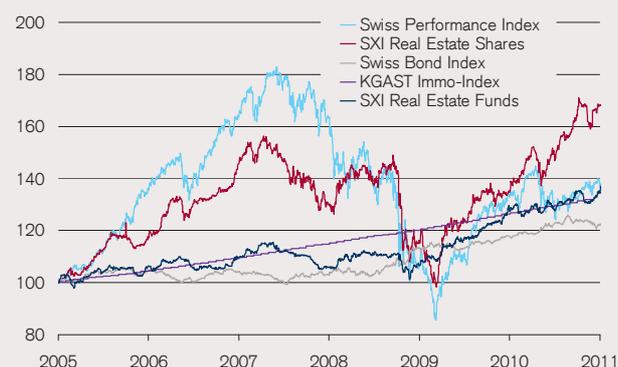
## Immobilien als Anlage

Die Stürme der letzten drei Jahre – Subprimekrise, Finanzkrise, Rezession, Schuldenkrise und Währungsturbulenzen – konnten von den kotierten Schweizer Immobilienanlagegefässen souverän umschifft werden. Die Turbulenzen an den Kapitalmärkten haben die Vorteile der Immobilienfonds erst richtig zur Geltung gebracht. Nach einem furiosen Kursverlauf 2009 warteten die Immobilienfonds 2010 erneut mit einer positiven Performance auf (5.7%), wobei sich deren Ausmass im Vergleich zum Vorjahr normalisiert hat (Abbildung 62 und Abbildung 63). Bedingt durch die Überwindung der Rezession in der Schweiz, eine stark gestiegene Nachfrage nach Immobilienanlagen und eine Verlängerung der Phase rekordtiefer Zinsen haben im letzten Jahr vor allem die Immobilien-Aktiengesellschaften Boden gutgemacht. Die Preissteigerungen der Immobilienanlagen an den Börsen sind mit einem Anstieg der Agios und Prämien einhergegangen. Der Erfolg der Schweizer Immobilienanlagen droht jedoch zunehmend das Erreichte zu gefährden. In den gegenwärtigen Kursen sind viele positive Faktoren bereits eingepreist, so dass die Abwärtsrisiken innert Jahresfrist ebenfalls zugenommen haben.

Abbildung 62

### Performance-Index

Gesamtrenditen, Index: 1.1.2005 = 100

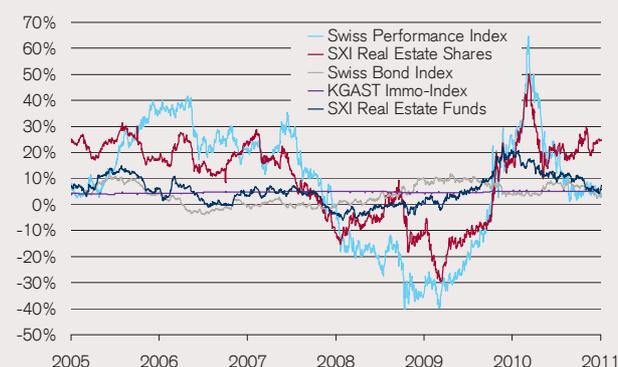


Quelle: SIX Swiss Exchange, Wüest &amp; Partner

Abbildung 63

### Rollende Jahresrenditen

Gesamtrenditen, in Prozent



Quelle: SIX Swiss Exchange, Wüest &amp; Partner

## Immobilienfonds

Die Schweizer Immobilienfonds konnten in den letzten beiden Jahren auf eindrückliche Weise von der angeschlagenen Risikobereitschaft der Anleger profitieren. Den Ausschlag für die Wahl eines Immobilienfonds dürften neben dem Mangel an Alternativen insbesondere die substanziellen und stabilen Ausschüttungen sowie die geringen Kursschwankungen gegeben haben. Die Rückbesinnung auf Wertbeständigkeit und Dividenden bzw. Ausschüttungen war eine logische Folge der gestiegenen Risikoaversion vor dem Hintergrund der volatilen und teils rückläufigen Kursverläufe anderer Aktiva. Auch Obligationen konnten zuletzt aufgrund ihrer tiefen Renditen den Ansprüchen der Investoren nicht mehr genügen.

### Immobilienfonds brillieren mit Ausschüttungen

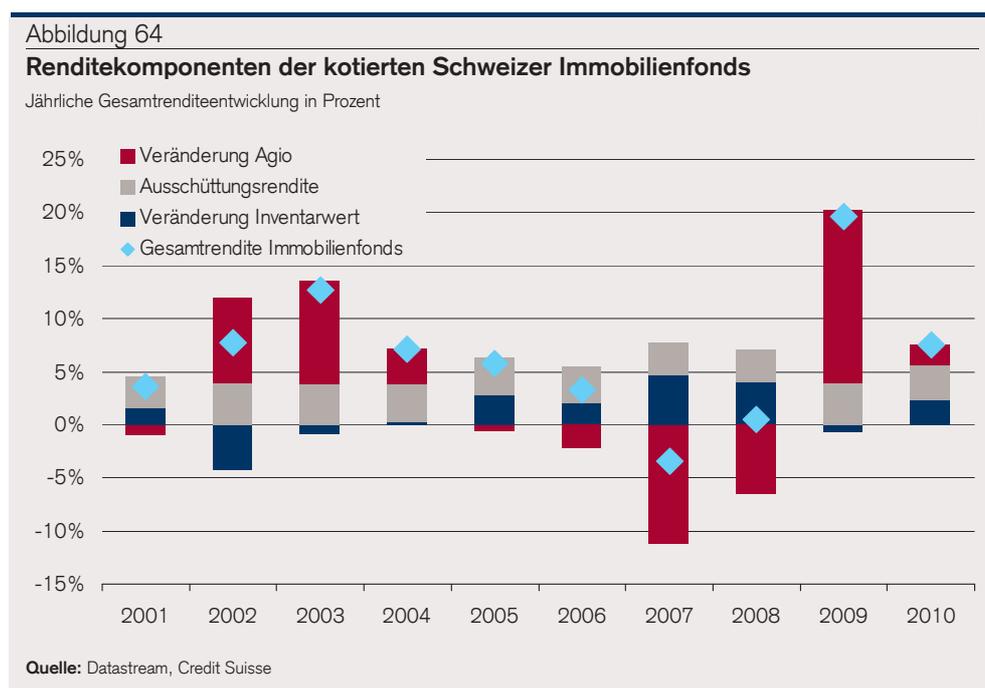
Die Ausschüttungsrendite, gemessen in Prozent des Börsenkurses, betrug 2010 im Durchschnitt der Schweizer Immobilienfonds 3%, und dies trotz zuvor stark gestiegener Kurse. Seit 1996 betrug die Ausschüttungsrendite durchschnittlich 3.6%, bei einer nur geringen Schwankungsbreite (Abbildung 64). Derart konstante Ausschüttungen sind nur dank den grundsätzlich intakten den Fondswerten zugrunde liegenden Fundamentaldaten der Schweizer Immobilienmärkte möglich. So konnten die Mieterträge Jahr für Jahr gesteigert werden. Gemäss Wüest & Partner haben sich die qualitätsbereinigten Abschlussmieten für Mietwohnungen seit 2007 in der Gesamtschweiz kontinuierlich zwischen 1.3% und 2.8% pro Jahr erhöht.

Auf den gewerblichen Flächenmärkten ist die Preissetzungsmacht der Vermieter derzeit geringer. Im Gegensatz zum Wohnimmobilienmarkt, der dank der Zuwanderung von einer Nachfrageschwäche verschont wurde, haben die kommerziellen Schweizer Immobilienmärkte den zyklischen Abschwung zu spüren bekommen. Trotz der volatileren Entwicklung der Nachfrage im Zeichen der Rezession haben die Büromieten in der Schweiz seit 2005 mehrheitlich seitwärts bis schwach positiv tendiert. Die Ausnahme bildet der Genferseeraum, wo jährliche Mietpreisanstiege von über 3.5% realisiert werden konnten. Die hohe Solidität der Immobilienmärkte widerspiegelt sich auch in den tiefen, aus Leerstands- und Inkassoverlusten zusammengesetzten Mietzinsausfallraten der Immobilienfonds. Diese betrug gemäss den letzten verfügbaren Jahresberichten im Durchschnitt nur 3.4%.

**Die Renditetreiber verschieben sich**

Die Entwicklung der Gesamtrendite eines Immobilienfonds lässt sich in drei Teile zerlegen (Abbildung 64). Sie besteht erstens aus der Veränderung des Nettoinventarwerts (Net Asset Value – NAV), also des zugrunde liegenden Immobilienwerts pro Anteilschein. Zweitens beeinflusst die Veränderung des Agios – also der Betrag, mit welchem der Börsenkurs den NAV pro Anteilsschein übersteigt – den Kurs und damit die Rendite. Die dritte und letzte Komponente ist die Ausschüttungsrendite. Die starke Anziehungskraft der Immobilienfonds in den letzten beiden Jahren lässt sich an der Verschiebung der Renditetreiber nachvollziehen. Besonders 2009 hat sich die aufgrund der Zinssenkungen schlagartig erhöhte Attraktivität von Immobilienfonds gegenüber festverzinslichen Anlagen auf die Agios ausgewirkt und diese zum Hauptrenditetreiber der Immobilienfonds gemacht.

Die Ausschüttungsrendite der Immobilienfonds ist relativ konstant und der Renditeeinfluss der Veränderung des Inventarwerts pro Anteilschein normalerweise klein. Diese Komponente war jedoch im letzten Jahr erkennbar positiv, was auf mehrere Faktoren zurückzuführen sein dürfte. Üblicherweise wird ein Teil des Gewinns einbehalten, um Akquisitionen zu tätigen oder Sanierungen im Immobilienbestand in Angriff zu nehmen, was den Portfoliowert und somit den NAV pro Anteil erhöht. Aufgrund des Mangels an Kaufobjekten dürften im letzten Jahr vermehrt wertsteigernde Investitionen im Bestand oder Neubauprojekte unternommen worden sein, welche beide höhere Renditen versprechen. Schliesslich ist bei der Mehrheit der Immobilienfonds der Diskontierungssatz leicht gesunken, was höhere Schätzwerte der Liegenschaften zur Folge hat. Primär sind die Diskontierungssätze aufgrund tieferer Renditeerwartungen und Zinsen nach unten angepasst worden. Veränderungen in der Qualität der Liegenschaften beispielsweise aufgrund von Sanierungen oder veränderte Risiken aufgrund von Anpassungen der Portfoliostruktur können jedoch ebenfalls Gründe dafür sein.



**Momentum bei Immobilienfonds zunehmend ausge-reizt**

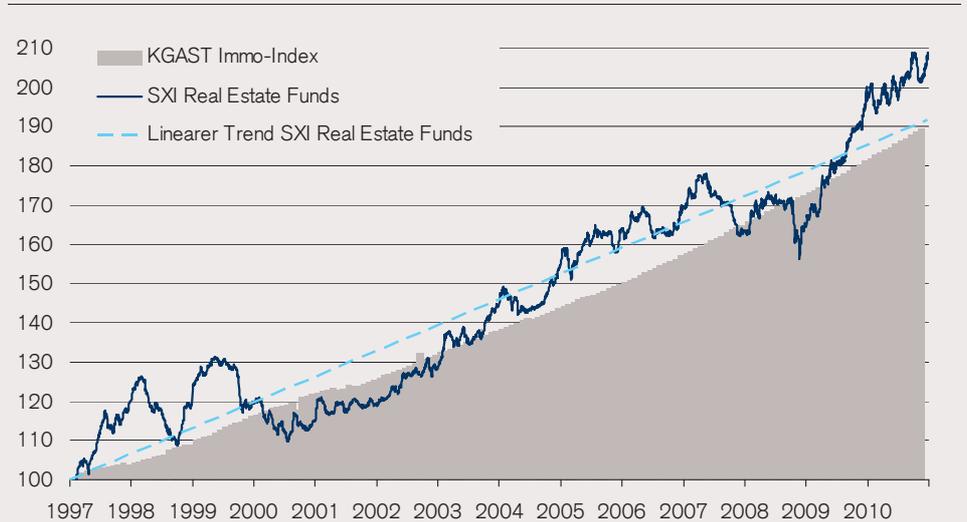
In den gegenwärtigen Kursen der Immobilienfonds sind bereits viele positive Faktoren eingepreist. Das Potenzial ist daher beschränkt. Zwar dürfte sich an den stabilen Mieteinnahmen und Ausschüttungen auch in den nächsten Jahren nur wenig ändern. Eine markante Erhöhung der Ausschüttung ist indes nicht zu erwarten. Als wenig wahrscheinlich stufen wir auch eine Erhöhung der NAVs im selben Ausmass wie 2010 ein. Weitere Vorteile wie die stabilen rechtlichen Rahmenbedingungen oder die bei einigen Fonds auf Stufe Anteilseigner steuerbefreiten Erträge sind zwar wichtig, aber kurzfristig nur schwer ausbaubar. Im gegenwärtigen Erfolg von Immobilienfonds liegt insofern eine gewisse Gefahr, als es zunehmend schwieriger wird, zusätzliche Anleger anzuziehen, und weil viele der Trümpfe der Fonds mittelfristig an Attraktivität einbüßen dürften. Obwohl ein Abfluss von Geldern in grossem Stile sehr unwahrscheinlich ist, dürften – sobald der Risikoappetit der Anleger wieder zunimmt und die Zinsen ansteigen – die Agios der Immobilienfonds unter Druck geraten. Eine geringe Rolle spielt die Kotierung im tendenziell überbewerteten Schweizer Franken, da der Anteil ausländischer Investoren bei den Immobilienfonds sehr klein ist. In Zeiten grösserer Risikobereitschaft dürfte hingegen die tiefe Fremdvverschuldung der Immobilienfonds von durchschnittlich 20% etwas von ihrem aktuellen Reiz verlieren.

**Diverse neue Fonds und Kapitalerhöhungen**

Vor dem Hintergrund der starken Nachfrage ist es nicht erstaunlich, dass die Leitungen der Immobilienfonds das Investoreninteresse zum Anlass nahmen, um diverse Kapitalerhöhungen durchzuführen und neue Gelder einzuwerben. Im letzten Jahr wurden bei sieben Fonds neue Anteile für über 1 Mrd. CHF platziert, wobei allein der UBS Immobilienfonds Sima die beeindruckende Summe von 530 Mio. CHF einsammeln konnte. Zusätzlich wurden drei Immobilienfonds neu börsenkotiert (UBS Direct Residential, Realstone Swiss Property und Patrimonium Swiss Real Estate Fund). Das Interesse an Schweizer Immobilienfonds zeigte sich auch exemplarisch beim neu aufgelegten Immobilienfonds Hospitality der Credit Suisse, bei welchem mit einer Zeichnung von knapp 1.2 Mrd. CHF das Emissionsvolumen von 900 Mio. CHF deutlich übertroffen wurde.

Abbildung 65  
**Gesamtrenditeentwicklungen**

Index: 1997 = 100



Quelle: Datastream, Credit Suisse

**Agios könnten an Wendepunkt angelangt sein**

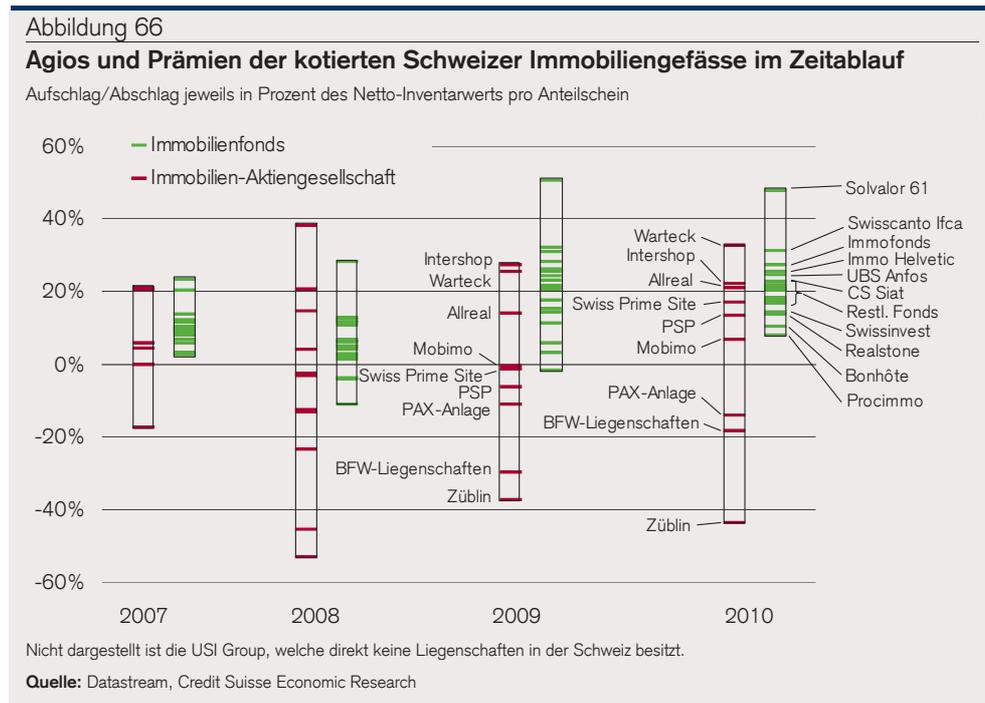
Generell sind positive Agios bei Immobilienfonds ökonomisch vertretbar. Der Fondsinvestor profitiert nämlich – im Gegensatz zu einem direkt gehaltenen Immobilienportfolio – von der Handelbarkeit und der kleinen Stückelung der Immobilienfondsanteile, von deren Diversifikationseigenschaften (kleinere Abhängigkeit gegenüber einzelnen Regionen, Objekten und Mietern) und vom professionellen Management sowie von Skaleneffekten. Das durchschnittliche Agio der kotierten Immobilienfonds befindet sich allerdings mit 22.3% per Ende 2010 gegenüber dem langfristigen Mittelwert von rund 10% auf einem sehr hohen Niveau. Wie wir in der letztjährigen Immobilienstudie gezeigt haben, korrelieren die Agios relativ stark negativ mit der Höhe des Zins-

niveaus. In Anbetracht der tiefen Zinsen entsprechen 22.3% dem Niveau, das mit solchen Extremwerten korrespondiert. Mit dem erwarteten Anstieg der langfristigen Zinssätze im Verlauf von 2011 dürften die Agios allerdings unter Druck geraten. Die langfristige Betrachtung der Renditeentwicklungen von Immobilienfonds und Immobilien-Anlagestiftungen (repräsentiert im KGAST Immo-Index) zeigt denn auch, dass sich die Renditeentwicklung der Immobilienfonds – bedingt durch die hohen Agios – vom langfristigen Renditetrend der Fonds und Anlagestiftungen etwas abgekoppelt hat. Mittelfristig ist eine Angleichung dieser beiden Entwicklungen zu erwarten (Abbildung 65).

### Immobilien-Aktiengesellschaften

#### Immobilien-Aktiengesellschaften mit aufgehellten Perspektiven

Nachdem sich die Immobilien-Aktiengesellschaften 2009 trotz zweistelligem Wachstum von den Immobilienfonds performancetechnisch geschlagen geben mussten, wussten sie im letzten Jahr den Anlegern zu gefallen und setzten an der Börse ihren seit beinahe zwei Jahre bestehenden steilen Aufwärtstrend fort (Abbildung 66). Der Index der Immobilien-Aktiengesellschaften SIX Real Estate Shares wies im letzten Jahr eine hohe Gesamtrendite von 24.7% auf. Infolgedessen schloss sich teilweise die schwer zu erklärende Differenz zwischen den Prämien bei den Immobilien-Aktiengesellschaften und den Agios der Immobilienfonds, auf die wir in der letztjährigen Immobilienstudie hingewiesen haben.



Die Performance der Immobilien-Aktiengesellschaften wird jeweils stark durch den Verlauf des Aktienindexes beeinflusst, welcher wiederum auf Stimmungsindikatoren und auf die gesamtwirtschaftlichen Aussichten reagiert. Ab dem Frühjahr 2010 koppelte sich der Verlauf der Immobilienaktien jedoch vom Schweizer Aktienindex SPI ab, was dazu führte, dass sich die Prämien der beiden Schwergewichte Swiss Prime Site und PSP Swiss Property nun wieder auf positivem Terrain bewegen. Die Abkoppelung kann insbesondere durch die verbesserten Aussichten auf den kommerziellen Immobilienmärkten begründet werden, wo sich die düsteren Szenarien auf der Nachfrageseite nicht bewahrheiteten, sowie mit der Verlängerung der Tiefzinsphase. Die beiden genannten Aktiengesellschaften profitieren ebenfalls davon, dass sie sich auf Top-Lagen konzentrieren und sich somit dem drohenden Überangebot an kommerziellen Flächen ausserhalb der Kernzonen zumindest partiell entziehen können. Gleichzeitig nutzen die Immobilien-Aktiengesellschaften die Fixierung der Fremdkapitalkosten auf sehr tiefem Niveau, was eine solide Kostenbasis für die nächsten Jahre garantiert – ein positives Signal für die Aktionäre, da dies entweder zu höheren Ausschüttungen oder zu höheren Nettoinventarwerten pro Anteils-

schein führt. Nicht zu unterschätzen dürfte besonders für die vier grossen Immobilien-Aktiengesellschaften auch ihre gestiegene Bekanntheit im Ausland und diverse Aufnahmen in Aktienindizes sein. Folglich konnten die meisten Immobilien-Aktiengesellschaften ihre Prämie gegenüber dem Vorjahr zum Teil substanziell erhöhen (Abbildung 66). Die Immobilienaktien notierten Ende 2010 mit einer Prämie von durchschnittlich 14.3%, was das langjährige Mittel von 1% deutlich übersteigt. Eine nochmalige Abkoppelung der Performance der Immobilienaktien gegenüber dem Aktienindex wie im letzten Jahr halten wir jedoch für wenig wahrscheinlich. Die verbesserten Aussichten auf den kommerziellen Schweizer Immobilienmärkten sind bei den Immobilien-Aktiengesellschaften zumeist schon eingepreist. Für die Performance der Immobilienaktien im laufenden Jahr dürfte daher vor allem die Entwicklung des Aktienindex wegweisend sein, mit dem die Immobilienaktien eine hohe Korrelation aufweisen.

---

## Direktanlagen

---

### Anlagenotstand setzt die Immobilienrenditen unter Druck

Hohe Volatilitäten an den Aktien- und Obligationenmärkten der nahen Vergangenheit sowie Unsicherheiten über die Stabilität von Finanzinstituten haben viele Investoren dazu bewogen, bei ihren Anlageentscheidungen Sachwerten eine höhere Aufmerksamkeit zukommen zu lassen. Die Krisenresistenz der Schweizer Immobilienmärkte sowie die tiefen Refinanzierungskosten waren geradezu eine Einladung, in Renditeliegenschaften zu investieren. Davon machten bei kleineren und mittelgrossen Objekten besonders Privatanleger Gebrauch. Institutionelle Investoren haben ihre Vermögensallokation aber ebenfalls verändert. Gemäss dem Schweizer Pensionskassen-Index der Credit Suisse ist der Anteil von Immobilien am Anlagevermögen der Vorsorgeeinrichtungen zwischen dem 3. Quartal 2006 und dem 3. Quartal 2010 von 13.6% auf 19.9% förmlich explodiert. Ein Grossteil dieser Mittel ist dabei in den heimischen Immobilienmarkt geflossen, da die Portfoliomanager sich mit Immobilienanlagen im Ausland noch stark zurückhielten. Als Konsequenz sind die Preise für Renditeliegenschaften gemäss dem SWX IAZI Investment Real Estate Price Index seit dem Lehman-Kollaps im Herbst 2008 bis Ende 2010 um über 10% angestiegen. Spiegelbildlich sind die Anfangsrenditen unter Druck gekommen. Wenn von Überhitzungen auf dem Schweizer Immobilienmarkt die Rede ist, sollte daher das Segment der Renditeliegenschaften und darin insbesondere die Wohnliegenschaften nicht ausgeklammert werden.

### Die Besitzer von Renditeliegenschaften kommen zweiseitig unter Druck

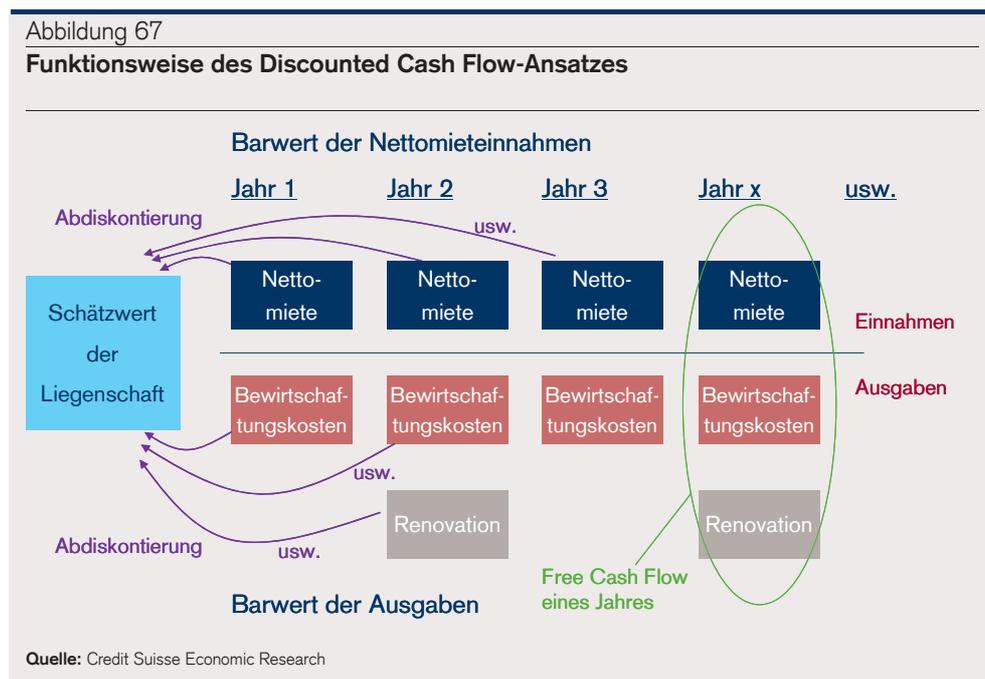
Obwohl wir dem Schweizer Wohnimmobilienmarkt weiterhin eine hohe Stabilität attestieren, sind die Aussichten für die Besitzer von Renditeliegenschaften nicht mehr gleich rosig. Die Mieterträge konnten in der Vergangenheit dank tiefer Leerstände bei Mieterwechseln regelmässig beträchtlich angehoben werden und befinden sich generell auf einem relativ hohen Niveau. Die Netto Cash Flows dürften in den kommenden Quartalen von zwei Seiten unter Druck kommen. Die erwarteten Zinserhöhungen werden sich bei kurzfristiger Refinanzierung unmittelbar in erhöhten Hypothekarzinskosten niederschlagen, während die Trägheit des Referenzzinssatzes gemäss unseren Prognosen eine Überwälzung dieser Kosten erst nach etlichen Quartalen gestatten wird (siehe Exkurs über den Referenzzinssatz auf Seite 14). Bei einer schrittweisen Rückführung der expansiven Geldpolitik durch eine quartalsweise Anhebung der Leitzinsen durch die SNB um jeweils 25 Basispunkte beginnend ab Juni 2011 werden die Immobilienbesitzer beispielsweise erst im Jahr 2013 ihren Mietern Mietzins erhöhungen bekanntgeben können. Die durchgezogenen Aussichten für den Mietwohnungsmarkt werden das Mietertragspotenzial zusätzlich limitieren, weil künftig mit höheren Leerständen gerechnet werden muss. Aufgrund der starken Bautätigkeit von Mietwohnungen sowie struktureller Veränderungen der Nachfrage (steigende Eigentumsquote, Einwanderer auf der Suche nach Wohneigentum) dürfte das Mietpreiswachstum, das im letzten Jahr ins Stocken geriet, auch in Zukunft schwach ausfallen.

**Exkurs: Liegenschaftenbewertung mittels der DCF-Methode**

Der Discounted Cash Flow-Ansatz (kurz DCF) gilt als die zurzeit am weitesten entwickelte Methode zur Wertermittlung von Renditeliegenschaften wie Mehrfamilienhäusern oder kommerziellen Liegenschaften. Für die schweizerischen Immobilienfonds ist die Liegenschaftenschätzung mittels einer dynamischen Ertragswertmethode (z.B. DCF) seit Ende 2007 vorgeschrieben. Der DCF-Ansatz ist nur eines von mehreren Verfahren der Liegenschaftenbewertung. Dessen fortschrittliche Berechnungsweise kommt jedoch nur zum Tragen, wenn dem höheren Detaillierungsgrad auch Rechnung getragen wird.

**Free Cash Flows und Diskontierung als Basis der DCF-Methode**

Dem ursprünglich aus der Unternehmensbewertung stammenden DCF-Ansatz liegt der klassische Ansatz der Investitionsrechnung zugrunde, wonach der Investor ein Objekt aufgrund aller in Zukunft anfallender Free Cash Flows (Einnahmen abzüglich Ausgaben inkl. Investitionen) bewertet. In der **Abbildung 67** wird der Ansatz schematisch dargestellt. Da weiter in der Zukunft liegenden Free Cash Flows heute weniger Wert beigemessen wird, werden diese stärker abdiskontiert. Deren Gegenwartswert (Barwert) fällt dadurch geringer aus. Häufig wird der Betrachtungszeitraum zweigeteilt: Auf einen Zeitraum von fünf bis zehn Jahren kann das Mietpreiswachstum noch einigermaßen plausibel eingeschätzt werden, und die Free Cash Flows werden einzeln abdiskontiert. Für längere Prognosezeiträume wird aus den Free Cash Flows ein Residualwert gebildet, wobei vereinfachende Annahmen betreffend Mietpreiswachstum und Renovationsausgaben gemacht werden. Zum Residualwert zählt auch der abdiskontierte Endverkaufspreis, sofern die Haltedauer des Objekts nicht unendlich ist.



**Die Parameter im Einzelnen**

Die Funktionsweise der DCF-Schätzung kann anhand eines einfachen Zahlenbeispiels nachvollzogen werden. Wir gehen von einem Mehrfamilienhaus aus, welches im ersten Jahr 300'000 CHF an Nettomieteinnahmen generiert. Zur Berechnung des Free Cash Flow werden davon jedes Jahr die Bewirtschaftungskosten (Unterhalt, Verwaltung, Steuern etc.) sowie die allfälligen Ausgaben für Renovationen abgezogen. Der Einfachheit halber veranschlagen wir diese Kosten pauschal auf jährlich 15% bzw. 10% der Nettomieteinnahmen. Des Weiteren gehen wir davon aus, dass die Mieten jedes Jahr nominal um 1% steigen und der potenzielle Kauf zu 100% eigenfinanziert ist. Dies macht die Illustration einfacher, da bei der Diskontierung der Free Cash Flows nur Eigenkapital- und keine Fremdkapitalkosten berücksichtigt werden müssen. Eigenkapitalkosten entstehen, weil dem Investor aufgrund des im Objekt gebundenen Kapitals andere Investitionsoportunitäten entgehen. Der Diskontierungssatz setzt sich aus der Rendite einer risikofreien Alternativenanlage mit gleichem Horizont sowie einem objektspezifischen Risikozuschlag zusammen, deren Summe wir bei 5% ansetzen. Die Barwerte der Free Cash

Flows werden für jedes Jahr  $t$  mittels Division der Free Cash Flows durch den Term  $(1 + 5\%)^t$  berechnet und ergeben in der Summe den Schätzwert der Liegenschaft. Unter den Annahmen, dass das Mietpreiswachstum und der Anteil der Ausgaben an den Mieteinnahmen sich nicht verändern sowie der Horizont unendlich lang ist, kann der Liegenschaftswert mit der Kapitalisierungsformel einer ewigen Rente geschätzt werden:  $P = (N - A) / (i - g)$ , wobei  $N$  und  $A$  die anfänglichen Nettomieten und Ausgaben sind,  $i$  der Diskontierungssatz und  $g$  das Mietpreiswachstum. In unserem Fall ergibt dies eine Bewertung der Liegenschaft von  $(300'000 - 75'000) / (5\% - 1\%) = 5.625$  Mio. CHF.

#### Detaillierte Steuerung bietet Vorteile, hat aber auch Tücken

Der DCF-Methode wohnt im Gegensatz zu unserem vereinfachenden Beispiel der Vorteil inne, dass die einzelnen Einnahmen und Ausgaben jeden Jahres gezielt gesteuert werden können und somit insbesondere die häufig bekannten Renovationszyklen verschiedener Bauteile sowie vermutete Mietertragssteigerungen und Leerstandsentwicklungen in die Schätzung einfließen. Der Vorteil der exakten Kalibrierung ist aber gleichzeitig auch die grösste Herausforderung der DCF-Schätzung. Die einzelnen Parameter haben nämlich einen grossen Einfluss auf den geschätzten Liegenschaftswert, und ihre Festlegung ist dementsprechend heikel. Je nachdem mit welcher Sorgfalt die Methode angewandt wird und wie die Parameter gewählt werden, können die Schätzungen für ein Objekt relativ weit auseinanderklaffen. Des öfteren ist festzustellen, dass die neusten Entwicklungen und Erwartungen bezüglich Konjunkturlage und Leerständen nicht in die Schätzung einfließen, obwohl die DCF-Bewertung diese Möglichkeit böte. Oftmals werden beispielsweise die Mieterträge am aktuellen Rand einfach fortgeschrieben oder Renovationszyklen nicht sauber abgebildet. Man muss sich ebenfalls im Klaren sein, dass die bei Immobilienbewertungen grundsätzlich vorhandenen Unsicherheiten auch mit der DCF-Methode nicht verschwinden, sondern auf die Schätzung künftiger Werte verlagert werden.

#### Überhitzungen können mit der DCF-Methode abgebildet werden

Im Gegensatz zur hedonischen Methode, die vor allem bei der Schätzung von selbstgenutztem Wohneigentum zum Zuge kommt und bei welcher sich die Schätzung der Immobilie aus der Summe der mit impliziten Preisen bewerteten einzelnen Eigenschaften der Liegenschaft wie Wohnfläche, Alter sowie Mikro- und Makrolage zusammensetzt, hat die DCF-Analyse noch einen weiteren Vorteil: Sie ist weniger anfällig auf Überhitzungen. Denn die hedonische Bewertung führt bei offensichtlich und auf breiter Front überhitzten Märkten automatisch auch zu überhöhten Schätzungen, da die Preise der einzelnen Objekteigenschaften auf den derzeit anzutreffenden Marktverhältnissen beruhen, ob fundamental gerechtfertigt oder nicht. Sofern die Mieteinnahmen konservativ geschätzt werden, haben bei der DCF-Methode temporäre Überbewertungen nur einen zeitlich beschränkten Einfluss auf die Free Cash Flows und damit auf den geschätzten Liegenschaftswert. Die DCF-Methode dürfte in diesem Fall eine stabilere Schätzungsgrundlage darstellen.

#### Kleine Veränderung der Annahmen – grosse Wirkung

Beim Kauf einer Renditeliegenschaft gilt es auf jeden Fall die Liegenschaftsschätzung zu plausibilisieren, um fallweise abschätzen zu können, ob sie auf zu optimistischen oder zu pessimistischen Annahmen beruht. Wie wir im Abschnitt zu den Direktanlagen im Kapitel 4 (Seite 62) ausführen, besteht das Risiko, dass das Mietertragspotenzial derzeit überschätzt wird. Zudem könnten die Diskontierungssätze aufgrund tiefer Obligationenrenditen tendenziell zu tief angesetzt sein. Inwieweit die DCF-Bewertungen in der Schweiz zu hoch oder zu tief ausfallen, kann jedoch nicht generell beurteilt werden. Wir können aber den Einfluss der einzelnen Parameter auf die geschätzten Liegenschaftswerte aufzeigen und damit auf die Haupttreiber aufmerksam machen. Nimmt man das obige Beispiel und geht man von der zugegeben restriktiven Annahme aus, dass das Mietpreiswachstum wegfällt, so liegt der Schätzwert bei einem unbegrenzten Horizont bei 4.5 Mio. CHF anstatt 5.625 Mio. CHF. [Abbildung 68](#) zeigt, dass der Schätzwert auch vom Ertragshorizont des Investors abhängt, wobei der Einfluss ab einer gewissen Dauer vernachlässigbar wird. Bei einem Diskontierungssatz von 5% liegt der Schätzwert bei einem Horizont von 70 Jahren bei 4.34 Mio. CHF. Wird der Horizont auf 100 Jahre ausgeweitet, kommt der Schätzwert bei 4.46 Mio. CHF und damit nur noch geringfügig unter dem Wert des unendlichen Horizonts zu liegen (4.5 Mio. CHF).

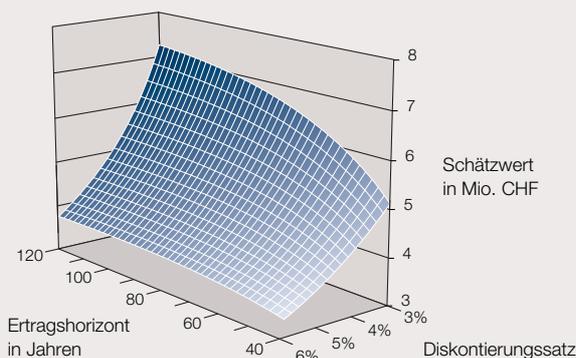
#### Wahl des Diskontierungssatzes ist am wichtigsten

Veränderungen des Diskontierungssatzes wirken sich weitaus gravierender auf den Schätzwert aus als Anpassungen des Ertragshorizonts. Wird der Diskontierungssatz in unserem Beispiel leicht höher bei 5.2% anstatt 5% angesetzt (Horizont: 100 Jahre), so verringert sich der Schätzwert um 166'000 CHF oder 3.7% auf 4.30 Mio. CHF. Je grösser der Diskontierungssatz ist, desto weniger stark wirkt sich eine Veränderung desselben auf den Schätzwert aus.

Falscheinschätzungen bei den naturgemäss auch schwierig zu bestimmenden künftigen Free Cash Flows wirken sich sehr direkt auf den Schätzwert aus: Werden etwa die Free Cash Flows um 1% zu hoch veranschlagt, weil etwa in unserem Beispiel mit einer Leerstandsnummer von 2.0% anstatt 2.7% gerechnet wurde, führt dies zu einem um 1% überschätzten Liegenschaftswerts.

Abbildung 68  
Schätzwert bei unterschiedlichen Annahmen

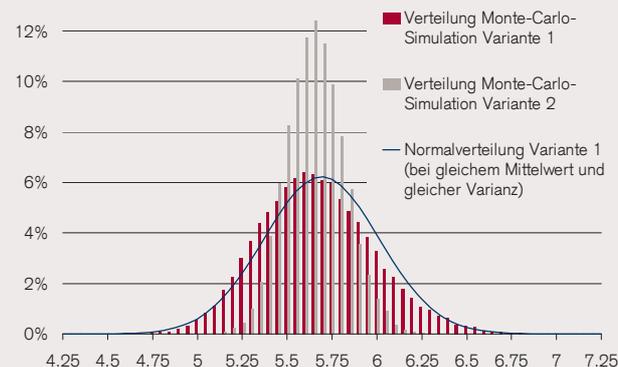
In Mio. CHF, in Abhängigkeit von Diskontierungssatz und Horizont



Quelle: Credit Suisse Economic Research

Abbildung 69  
Verteilung der Schätzwerte bei Fehleinschätzungen

Anteil der Schätzwerte nach Klassen in Mio. CHF



Quelle: Credit Suisse Economic Research

### Einbezug von Unsicherheiten bei mehreren Variablen

Es ist in hohem Masse unwahrscheinlich, dass nur ein Parameter ungenau eingeschätzt wird, weshalb wir in einem weiteren Schritt gleichzeitig die Unsicherheit bei der Einschätzung zweier Variablen berücksichtigen. Es bietet sich hierfür eine Monte-Carlo-Simulation an. Wir modellieren das Wachstum der Nettomieteinnahmen sowie den Diskontierungssatz als normalverteilte Zufallsvariablen und führen danach 20'000 Mal eine Schätzwertberechnung mit zufälligen Datensets durch. So kann beobachtet werden, wie stark die vom Investor ex ante begangenen Fehler beim Festsetzen der Parameter einen Einfluss auf die Abweichung des Schätzwerts vom tatsächlichen, normalerweise nicht beobachtbaren Immobilienwert haben und welches Risiko der Investor somit eingeht. Wir gehen von den gleichen Zahlen wie im vorherigen Beispiel aus, berücksichtigen jedoch wieder eine nominale Mietpreisteuerung, welche wir im Mittel bei 1% ansetzen, und geben den Ertragshorizont als unendlich vor. Wie erwähnt, resultiert bei einer perfekten Einschätzung der zukünftigen Gegebenheiten 5.625 Mio. CHF als Liegenschaftswert. Die erlaubten Schwankungsbreiten der Parameter müssen jedoch auch spezifiziert werden. Wir unterstellen, dass der Investor im Mittel Diskontierungssatz und Mietpreiswachstum korrekt antizipiert und die Standardabweichungen der Fehlannahmen 0.1 und 0.2 Prozentpunkte (Variante 1) bzw. 0.05 und 0.1 Prozentpunkte (Variante 2) betragen.<sup>19</sup>

### Liegenschaftsbewertungen können eine grosse Streuung aufweisen

Die Variante 1 der Abbildung 69 zeigt die Verteilung der durch die Monte-Carlo-Simulation entstandenen Schätzungen unseres Gebäudebeispiels. Sie ähnelt einer Normalverteilung, ist jedoch leicht rechtsschief und hat eine Standardabweichung von 321'000 CHF oder 5.7% des Mittelwerts. Aus den Resultaten lassen sich für unseren Investor folgende Schlüsse ziehen: Zu 69% liegen die ermittelten Schätzwerte in einer Bandbreite von +/- 321'000 CHF. Zu 31% liegt der Schätzwert weiter weg vom korrekten Wert von 5.625 Mio. CHF. In der Variante 2 wird die Unsicherheit bezüglich der einzelnen Faktoren halbiert, was zu einer nur halb so grossen Schwankungsbreite der Schätzungen führt. In diesem Fall liegen zum Beispiel noch 1.6% der simulierten Schätzungen über dem Wert von 6 Mio. CHF. Die substanziellen Wertschwankungen je nach eingesetzten Parameterwerten lassen im Umgang mit Immobilienschätzungen daher dazu raten, die zugrunde liegenden Annahmen jeweils einer näheren Prüfung zu unterziehen und auf deren Nachhaltigkeit zu überprüfen.

<sup>19</sup> In rund zwei Dritteln aller Fälle befindet sich somit die vom Investor ex ante geschätzte mittlere jährliche Mietpreisteuerung in der Variante 1 zwischen 0.3% und 0.7% und in rund 95% aller Fälle zwischen 0.1% und 0.9%. Die beiden Zufallsvariablen werden unabhängig gezogen.

---

## Ausblick für Schweizer Immobilienanlagen 2011

---

### **Grundsätzlich stabile Immobilienmärkte locken weiter Investoren an...**

Die Fundamentaldaten auf den Schweizer Immobilienmärkten bleiben auch in diesem Jahr intakt und dürften an den meisten Lagen für stabile Mieteinnahmen, bei gleichzeitig begrenztem Leerstandsrisiko sorgen. Die Personenfreizügigkeit mit der EU hat eine neue Ausgangslage geschaffen. Die Zuwanderung dürfte auch im Anschluss an die Immigrationswelle nach Abschaffung der letzten verbliebenen Hürden auf einem beträchtlichen Niveau verharren, was der Nachfrage nach Wohnungen auf Jahre hinaus eine solide Stütze verschafft. Die hohe Standortattraktivität der Schweiz bekommt insbesondere vor dem Hintergrund der Schuldenkrise und nicht nachhaltiger Staatshaushalte in vielen industrialisierten Ländern einen besonderen Glanz. Die Schweiz dürfte als Standort für Firmen und als Wohnort für Arbeitswillige in Zukunft eine noch grössere Anziehungskraft ausstrahlen als bisher. Die mittel- und langfristigen Aussichten für den Schweizer Immobilienmarkt können daher als sehr gut bezeichnet werden.

### **... was jedoch auch die Abwärtsrisiken erhöht**

Die hohe Performance der Schweizer Immobilienanlagen in den letzten zwei Jahren kann jedoch nicht im selben Tempo weitergehen. Zwar sind neben den vergleichsweise hohen Ausschüttungsrenditen auch die anderen Werttreiber noch vorhanden (starker Franken, tiefe Zinsen, tiefe Verschuldungsquoten etc.), diese dürften jedoch, sobald der Risikoappetit der Anleger wieder grösser wird, langsam an Wirkung einbüssen. Mittlerweile sind in den Kursen der indirekten Anlagen und in den Preisen der Direktanlagen viele positive Faktoren bereits eingepreist. Entsprechend hat sich in der kurzen Frist das Upside-Potenzial verkleinert, wohingegen die Abwärtsrisiken zugenommen haben. Gerade bei den Immobilienfonds sind die Agios mittlerweile stattlich und könnten sich parallel zu den erwarteten Zinsanstiegen zurückbilden. Die Erwartung steigender Zinsen hat sich allerdings schon im letzten Jahr nicht bewahrheitet, und die Möglichkeit besteht, dass die Immobilienanleger über den Grossteil des laufenden Jahres von unverändert tiefen Zinsen profitieren können.

### **Strategische Gründe sprechen weiterhin für Immobilienanlagen**

Die jüngsten Verwerfungen an den Kapitalmärkten haben zudem die Bedeutung von Immobilienanlagen als stabilisierendes Element in jedem Anlageportfolio erneut unterstrichen. Zu bedenken gibt es überdies, dass der Anlagedruck von Seiten institutioneller Investoren grundsätzlich anhalten dürfte, auch wenn Auslandsengagements wieder vermehrt in Betracht gezogen werden. Schweizer Immobilienanlagen sind demnach aus strategischen Überlegungen gesehen eine gute Wahl, wovon auch das Anlageverhalten der institutionellen Anleger Zeugnis ablegt. Aus taktischer Sicht ist jedoch wie erwähnt bei Anlagen im Schweizer Markt Vorsicht geboten.



# Immobilien besitzen, ohne Eigentümer zu sein: eine Strategie mit Weitsicht.

## Erfahren Sie mehr über Immobilienanlageprodukte der Credit Suisse

Immer mehr private und auch institutionelle Anleger setzen auf die Vorzüge von indirekten Immobilienanlagen. Die schlagenden Argumente: in der Regel höhere Rendite als direkte Immobilienanlagen, kein Immobilienverwaltungsaufwand, optimale Diversifikation, handelbare Anteilscheine oder Aktien und minimale Transaktionskosten. Interessiert? Credit Suisse Real Estate Asset Management ist mit erfolgreichen Anlageprodukten, 1500 Liegenschaften und einem Volumen von 27 Mrd. Franken Ihr erfahrener und verlässlicher Investmentpartner. Mehr zum Thema erfahren Sie unter Telefon +41 (0)44 332 58 08\* oder

[www.credit-suisse.com/ch/realestate](http://www.credit-suisse.com/ch/realestate)

\* Wir machen Sie darauf aufmerksam, dass Gespräche auf unseren Linien aufgezeichnet werden. Bei Ihrem Anruf gehen wir davon aus, dass Sie mit dieser Geschäftspraxis einverstanden sind. Bitte verlangen Sie vor einem Anlageentscheid die vollständigen Produktinformationen. Dieses Dokument wurde von der Credit Suisse AG und/oder mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend «CS») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die CS gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen der CS zum Zeitpunkt der Redaktion und können jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Das Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Es stellt weder ein Angebot, noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Beizug eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche, u.a. Konsequenzen zu prüfen.