

## Schweizer Immobilienmarkt 2018

Februar 2018

# Konjunktur kommt wie gerufen



Wohneigentum  
**Rückkehr zu  
steigenden Preisen**

Seite 7

Hochhäuser  
**Comeback der  
Wohnhochhäuser**

Seite 27

Verkaufsflächen  
**Ausscheidungsrennen  
hat begonnen**

Seite 43

## Impressum

### Herausgeber

Dr. Burkhard Varnholt  
Vice Chairman IS&P  
+41 44 333 67 63  
burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Fredy Hasenmaile  
Head Real Estate Economics  
+41 44 333 89 17  
fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

### Druck

gdz AG, Spindelstrasse 2, 8041 Zürich

### Redaktionsschluss

2. Februar 2018

### Publikationsreihe

Swiss Issues Immobilien

### Bestellungen

Direkt bei Ihrem Kundenberater, bei jeder Credit Suisse-Geschäftsstelle  
Elektronische Exemplare über [www.credit-suisse.com/immobilienstudie](http://www.credit-suisse.com/immobilienstudie)  
Interne Bestellungen via MyShop mit Artikelnummer 1511451  
Abonnements mit Publicode ISD (HOST: WR10)

### Besuchen Sie uns im Internet

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

### Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.  
Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

## Autoren

Fredy Hasenmaile  
+41 44 333 89 17  
fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Brice Hoffer  
+41 44 333 72 60  
brice.hoffer@credit-suisse.com

Thomas Rieder  
+41 44 332 09 72  
thomas.rieder@credit-suisse.com

Dr. Fabian Waltert  
+41 44 333 25 57  
fabian.waltert@credit-suisse.com

Stephan Boppart  
Slavisa Lazic

### Mitwirkung

Fabian Diergardt

# Inhalt

<b>Management Summary</b>	<b>4</b>
<b>Wohneigentum</b>	<b>7</b>
Nachfrage	7
Angebot	10
Marktergebnis	12
Ausblick Wohneigentum 2018	15
<b>Entscheidungsprozess beim Hauskauf: Klare Rollenteilung zwischen Mann und Frau</b>	<b>16</b>
<b>Mietwohnungen</b>	<b>19</b>
Nachfrage	19
Angebot	21
Marktergebnis	23
Ausblick Mietwohnungen 2018	26
<b>Hochhäuser: Comeback der Wohnhochhäuser</b>	<b>27</b>
<b>Büroflächen</b>	<b>31</b>
Nachfrage	31
Angebot	36
Marktergebnis	37
Ausblick Büroflächen 2018	39
<b>Citylogistik: Die Logistik erobert die Stadt</b>	<b>40</b>
<b>Verkaufsflächen</b>	<b>43</b>
Nachfrage	43
Angebot	48
Marktergebnis	48
Ausblick Verkaufsflächen 2018	51
<b>Verhaltensökonomik: Wenn die Psychologie dem Anleger einen Streich spielt</b>	<b>52</b>
<b>Immobilienanlagen</b>	<b>55</b>
Direkte Immobilienanlagen	55
Indirekte Immobilienanlagen	57
Ausblick Immobilienanlagen	59
<b>Factsheets: Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick</b>	<b>60</b>

## Management Summary

### Konjunktur kommt wie gerufen

Der Schweizer Immobilienmarkt wird bedrängt durch rekordhohe Ausweitung, wachsende Leerstände und Druck auf die Mieten. Genau im richtigen Moment kommt ihm daher der Konjunkturaufschwung zu Hilfe. Dank der konjunkturbedingten Belebung der Nachfrage erhält der Immobilienmarkt einen letzten Energieschub nach der unverhofften Zuwanderungswelle ab 2007 und den gewaltigen Aufwertungen aufgrund tiefer oder gar negativer Zinsen. Die Nachfragebelebung wird zwar die Symptome des Überangebotes abzuschwächen vermögen, an der herausfordernden Situation allerdings nichts Entscheidendes zu ändern.

### Wohneigentum Seite 7

### Rückkehr zu steigenden Preisen

Der Regimewechsel zu sinkenden Wohneigentumspreisen nach 14 Jahren Preisanstieg war nur ein kurzes Intermezzo. Die Preise auf dem Eigenheimmarkt liegen wieder deutlich im Plus. Sogar im gehobenen Segment sind die Preise in die Wachstumszone zurückgekehrt. Der kräftige Wirtschaftsaufschwung verschafft dem Wohneigentumsmarkt neue Nachfrageimpulse, zumal die Hypothekarzinskosten trotz leicht steigender Tendenz noch immer auf sehr tiefen Niveaus liegen. Begünstigt wird der erneute Preisanstieg durch eine in den letzten Jahren stetig abnehmende Bautätigkeit im Eigentumssegment. Erst allmählich werden die Promotoren wieder zuversichtlicher und planen vermehrt Wohnraum für Eigentümer. Kurzfristig dürfte sich das Angebot weiter verknappen, weshalb wir von anhaltend tiefen Leerständen und von einem soliden Preiswachstum in den allermeisten Regionen ausgehen. Wir rechnen jedoch nicht mit einer Rückkehr zu einem überhitzten Eigentumsmarkt – dafür werden die Impulse zu stark vom hohen Preisniveau und den regulatorischen Fussfesseln neutralisiert. Kommt hinzu, dass die demografische Alterung die Eigentumsnachfrage künftig nicht mehr gleichermassen begünstigt. Mit den Babyboomern gelangen nachfragestarke Jahrgänge allmählich in ein Alter, in dem per saldo die Nachfrage nach Wohneigentum zu sinken beginnt.

### Exkurs: Entscheidungsprozess beim Hauskauf Seite 16

### Klare Rollenteilung zwischen Mann und Frau

Der Erwerb von Wohneigentum zählt zu den wichtigsten Entscheiden eines Haushalts. Zum Entscheid tragen individuelle Familienmitglieder mit unterschiedlichen Rollen und Präferenzen bei. Sowohl internationale Studien als auch eine von uns durchgeführte Umfrage fördern grosse Unterschiede zwischen den Geschlechtern beim Entscheidungsprozess zutage. Verkäufer sind gut beraten, den Frauen ihr Augenmerk zu widmen. Beim Entscheid über das Wohnobjekt sind nämlich sie massgebend. Dagegen kümmern sich vornehmlich die Männer um die Finanzierung. Das Auseinanderklaffen der Prioritäten von Mann und Frau ist landläufig bekannt, überrascht aber doch in seinem Ausmass.

### Mietwohnungen Seite 19

### Der Aufschwung wird es nicht richten

Die Aussichten auf dem Mietwohnungsmarkt trüben sich weiter ein. Zeuge davon sind wachsende Leerstände, zunehmender Druck auf die Mietpreise sowie Mieter, die ausserhalb der Grosszentren zunehmend am längeren Hebel sitzen. Dank hoher Renditeprämien lassen sich die Investoren von den steigenden Risiken jedoch nicht abschrecken und investieren weiter in den Mietwohnungsmarkt. Daher verharrt die Mietwohnungsproduktion auf sehr hohem Niveau. Gleichzeitig ist der Markt mit einer sinkenden Nachfrage konfrontiert, da die Zuwanderung kontinuierlich an Schwung verliert. Doch genau zum richtigen Zeitpunkt erhält der Mietwohnungsmarkt Schützenhilfe: Der sich abzeichnende robuste wirtschaftliche Aufschwung dürfte die Nachfrageseite stabilisieren. Das Wachstum der Leerstände wird er zwar bremsen, jedoch nicht aufhalten können. Weil wir für das laufende Jahr von einer wiederum zu hohen Bautätigkeit ausgehen, dürften die Leerstände erneut deutlich zunehmen und im Bereich von 2.5% zu liegen kommen. Entsprechend rechnen wir 2018 mit einem fortgesetzten Rückgang der Angebotsmieten um rund 1%.

### Exkurs: Hochhäuser Seite 27

### Comeback der Wohnhochhäuser

Städte sind die Brennpunkte des wirtschaftlichen, gesellschaftlichen und kulturellen Lebens und entfalten dadurch eine hohe Anziehungskraft. Zur Wiederentdeckung des Stadtwohnens haben auch die Verbesserung der Lebensqualität in den Städten sowie verschiedene gesellschaftliche Trends, wie z.B. sinkende Haushaltsgrössen, beigetragen. Die Lösung des daraus resultierenden Siedlungsdrucks bedingt eine bauliche Verdichtung, wozu Hochhäuser eine mögliche Antwort sind. Wohnhochhäuser erleben daher seit 2010 eine Renaissance. Sie scheinen an zentralen Lagen ein passendes Produkt für urbane Wohnwünsche zu sein. Für den Investor sind Hochhäuser aber komplexe

Bauvorhaben und mit höheren Investitionskosten verbunden. Mit einer optimierten Mietpreisstaffung pro Stockwerk und einer Fokussierung auf die richtigen Zielgruppen können jedoch die Mehrausgaben über höhere Mieterträge wieder eingespielt werden.

**Büroflächen**  
**Seite 31**

**Fragile Nachfragebelebung**

Die Zeichen, die auf eine Verbesserung der Marktlage hindeuten, mehren sich. Wie nachhaltig diese Signale sind, muss sich aber erst noch weisen. Wegen tiefer Finanzierungskosten, attraktiver Renditespreads und mangelnder Anlagealternativen sind Investitionen in Büroimmobilienprojekte immer noch attraktiv. Nach zwei Jahren relativer Ruhe lässt sich deshalb bereits wieder eine Beschleunigung bei der Projektierung neuer Büroflächen feststellen. Diese neuen Kapitalzuflüsse gefährden die Stabilisierung des Büroimmobilienmarktes. Die Hoffnungen ruhen daher ganz auf der graduellen Erholung der Schweizer Wirtschaft im Jahr 2018 und darauf, dass diese die Flächennachfrage ausreichend zu stimulieren vermag. Längerfristig sprechen die Alterung der Schweizer Bevölkerung, die ab 2025 mehr oder weniger in einer Stagnation der Erwerbsbevölkerung resultieren wird, sowie der sinkende Flächenverbrauch pro Mitarbeiter für eine spürbare Abnahme der Nachfragedynamik. Nachfragestützende Trends, wie beispielsweise eine stärkere Zuwanderung, die Erhöhung der Erwerbsquote der Frauen und der Senioren sowie eine Fortsetzung der Tertiarisierung der Schweizer Wirtschaft, könnten die erwartete Nachfrageschwäche zwar mildern, werden die Situation aber kaum ins Gegenteil verkehren. Das Szenario einer langfristigen Wachstumsverlangsamung bei der Büroflächennachfrage scheint folglich unbestritten.

**Exkurs:**  
**Citylogistik**  
**Seite 40**

**Die Logistik erobert die Stadt**

Die Reurbanisierung und der Siegeszug des Onlinehandels bewirken, dass Logistikstandorte innerhalb der Zentren und in deren unmittelbaren Nähe an Bedeutung gewinnen – trotz vorherrschender Flächenknappheit. Die modernen Konzepte der Citylogistik zur Bewältigung der letzten Meile orientieren sich an vier Ansatzpunkten. Neben flinkeren Transportmitteln und neuen Liefermodellen (z.B. Pick-up-Stationen) werden auch ausgeklügelte Kooperationen und Umnutzungen von Büro- und Detailhandelsflächen getestet. Solche kaskadenförmige Systeme, wie sie die Citylogistik verspricht, sind in der Schweiz aber noch weitgehend Zukunftsmusik. Doch immer mehr Immobilieninvestoren werden auf diesen wachstumsstarken Sektor aufmerksam.

**Verkaufsflächen**  
**Seite 43**

**Das Ausscheidungsrennen hat begonnen**

Der Umsatzrückgang im Detailhandel ist zum Halten gekommen. Sinkende Flächenproduktivitäten, grosse Wachstumsdisparitäten zwischen Onlinehandel und stationärem Handel sowie steigende Konkursraten deuten jedoch darauf hin, dass der Strukturwandel in der Branche noch in vollem Gange ist. Die Entwicklung in den USA zeigt, dass die Leidtragenden letzten Endes die Verkaufsflächenanbieter sind, weil ihnen die Mieter abhandenkommen. Wohin sich der Detailhandel entwickelt, verrät der Blick nach China. Trotz einer sehr viel geringeren Verbreitung der Internetnutzung als in den westlichen Ländern hat China bezüglich des Onlinehandels bereits die Führung übernommen. Vor diesem Hintergrund unterziehen wir die stationären Einkaufsformate einem digitalen Stresstest und sehen die Warenhäuser und Einkaufsstrassen an B- und C-Lagen am stärksten gefährdet. Weil der künftige Geschäftsgang viel unsicherer geworden ist, streben die Detailhändler nach mehr Flexibilität. Sie reduzieren daher die Zahl ihrer Standorte und wollen ihr Onlinegeschäft in Richtung einer Omni-Channel-Strategie ausbauen. Der Strukturwandel hat damit erst begonnen, wie steigende Leerstände trotz reduzierter Flächenausweitung offenbaren.

**Exkurs:**  
**Verhaltensökonomik**  
**Seite 52**

**Wenn die Psychologie dem Anleger einen Streich spielt**

Traditionelle ökonomische Modelle und Theorien basieren zumeist auf der Annahme, das Verhalten der Menschen entspreche dem eines rationalen Nutzenmaximierers (Homo oeconomicus). In der Realität zeigen sich jedoch beim Entscheidungsverhalten des Menschen zahlreiche, teilweise systematische Abweichungen vom rationalen ökonomischen Verhaltensmodell. Hier setzt die Verhaltensökonomik (Behavioral Economics) an. Als Teilgebiet der modernen Wirtschaftswissenschaften versucht sie, mithilfe von Erkenntnissen vor allem aus der Psychologie irrationales Verhalten der Marktteilnehmer zu erklären und Marktineffizienzen besser zu verstehen. Gerade Immobilienmärkte gelten wegen ihrer Intransparenz und Trägheit als ineffizient. Daher lassen sich verschiedene Theorien der Verhaltensökonomik auf die Akteure des Immobilienmarktes direkt anwenden. Darunter z.B. die Verlustaversion, die dazu führt, dass in Phasen von Preiskorrekturen nach unten markant weniger Immobilientransaktionen stattfinden.

**Negativzinsen dominieren den Zyklus**

Trotz einer wegen mangelnder Nachfrage an den Nutzermärkten eingetrübten Ertragssituation können sich die Renditen von direkten und indirekten Immobilienanlagen weiterhin sehen lassen. Die Negativzinsen dominieren gewissermassen den klassischen Immobilienzyklus und verhindern ungeachtet sinkender Mietertragspotenziale eine entsprechende preisliche Anpassung der Renditeobjekte und Anlageprodukte. Zeugen davon sind eine sich fortsetzende Renditekompression bei den Direktanlagen und anhaltend hohe Agios und Prämien bei den indirekten Anlagen. Für die kommenden Jahre fallen die Agios zwar als Renditetreiber weg, dürften aber gemäss unserem Hauptszenario nicht negativ wirken. Wegen der Seitwärtstendenz bei den langfristigen Zinsen beziehungsweise wegen des leichten Aufwärtstrends bei den kurzfristigen Zinsen dürften die Nettoinventarwerte künftig positive, aber geringere Renditebeiträge als in der jüngeren Vergangenheit beisteuern. Insgesamt rechnen wir in unserem Hauptszenario für die kommenden Jahre mit einer leichten Abschwächung der Performance indirekter Immobilienanlagen, jedoch nicht mit einem Einbruch des Marktes. Weil sich 2018 an der intensiven Suche nach Rendite noch kaum etwas ändern wird, dürften direkte Immobilienanlagen für ein weiteres Jahr mindestens mit einer durchschnittlichen Rendite an die ausgezeichnete Performance der letzten Jahre anknüpfen können.

## Wohneigentum

# Rückkehr zu steigenden Preisen

Der Regimewechsel im Winterhalbjahr 2016/2017 zu sinkenden Wohneigentumspreisen nach 14 Jahren Preisanstieg war ein nur kurzes Intermezzo. Die Haus- und Wohnungspreise haben dank anhaltend niedriger Zinsen sowie einer stets schwächer werdenden Bautätigkeit rasch Boden gefunden und begannen im 2. Halbjahr 2017 wieder zu steigen. Weil sich konjunkturelle Impulse und regulatorische Bremsen derzeit weitgehend neutralisieren, rücken demografische Effekte in den Fokus. Die Babyboomer sind auf dem Weg ins Rentenalter und verabschieden sich aus dem Erwerbsleben. Die Zeit, in der sie auch dem Wohneigentum den Rücken kehren werden, ist nicht mehr fern. Welche Spuren wird dies auf dem Eigentumsmarkt hinterlassen?

## Nachfrage: Finanzierungshürden neutralisieren Impulse

Wir erwarten für das laufende Jahr sehr gute konjunkturelle Rahmenbedingungen. Das Wachstum des Schweizer Bruttoinlandprodukts (BIP) dürfte sich spürbar auf 1.7% beschleunigen, und bei der Arbeitslosenrate ist mit einem leichten Rückgang zu rechnen. Hinzu kommen positive Nachrichten zur wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum, von der die Schweiz zusätzlich profitieren dürfte. Dank der wirtschaftlichen Belebung können die Haushalte ihre Arbeitsvolumen ausdehnen und damit ihre Einkommen erhöhen. Rein lohnmässig wird sich der Aufschwung jedoch wegen nur moderater nominaler und realer Lohnzuwächse im Jahr 2018 erst mit Verzögerung in den Portemonnaies der Konsumenten niederschlagen.

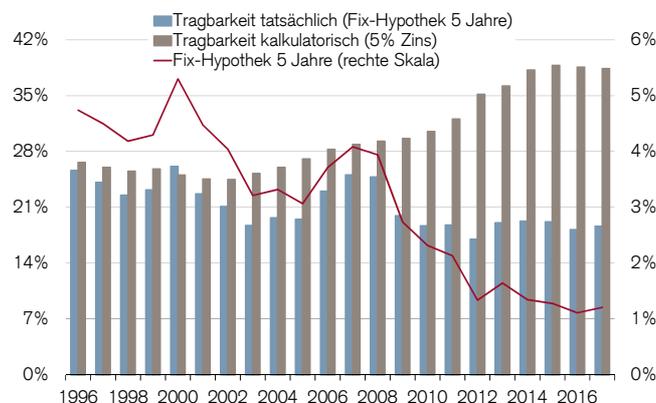
Dennoch dürften die insgesamt positiven Nachrichten den Wunsch nach Wohneigentum verstärken. Denn die Hypothekarzinsen werden voraussichtlich auch 2018 sehr tief bleiben. Wir rechnen bei den Geldmarktsätzen mit keiner Veränderung. Die Zinssätze für Fix-Hypotheken mit mittleren und langen Laufzeiten dürften dagegen Ende 2018 gemäss unserer Erwartung um 15 bis 40 Basispunkte höher liegen als Ende 2017. Im historischen Kontext bleiben die tatsächlichen Hypothekarkosten dennoch ausgesprochen tief. Ein Wohneigentümer mit durchschnittlichem Einkommen musste im letzten Jahr für eine neue Eigentumswohnung mittleren Standards 18.6% seines Einkommens für Hypothek, Amortisationszahlung sowie Unterhalt aufwenden (vgl. Abb. 1) Zwischen 1996 und 2017 lagen diese Kosten im Mittel bei 21.1%.

**Konjunkturelle Erholung stützt Nachfrage nach Eigentum ...**

**... zumal die Hypothekarzinsen tief bleiben**

### Abb. 1: Tragbarkeit von Wohneigentum

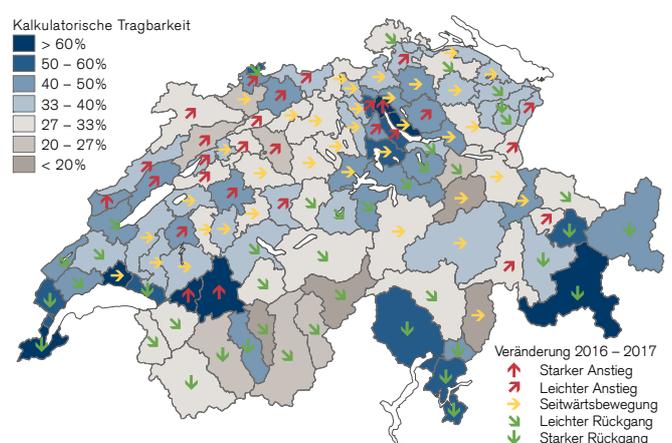
Für Durchschnittshaushalt in % des Einkommens unter folgenden Parametern: Neubau, 1% Unterhalt, 80% Belehnung, Amortisation auf 2/3 innert 15 Jahren



Quelle: Credit Suisse

### Abb. 2: Kalkulatorische Tragbarkeit regional

Für Durchschnittshaushalt in % des Einkommens unter folgenden Parametern: 5% Zins, 1% Unterhalt, 80% Belehnung, Amortisation auf 2/3 innert 15 Jahren



Quelle: Credit Suisse, Geostat

**Kalkulatorische Tragbarkeit drosselt die Nachfrage ...**

Obwohl die tatsächliche Tragbarkeit 2018 in etwa auf ihrem jetzigen tiefen Niveau verharren wird, bleibt vielen Haushalten der Zugang zu Wohneigentum verwehrt. Abgesehen von den hohen Kapitalanforderungen limitiert nämlich auch die regulatorisch vorgeschriebene kalkulatorische Tragbarkeit die Fähigkeit der Haushalte zum Erwerb von Wohneigentum. 2017 hätte ein

Haushalt mit mittlerem Einkommen kalkulatorisch 38.4% seiner Einkünfte für eine neue Eigentumswohnung mittleren Standards aufwenden müssen (vgl. Abb. 1). Diese Belastung ist in den letzten zwei Jahren zwar minimal gesunken, liegt aber nach wie vor deutlich über der kritischen Schwelle von 33%.

**... und lenkt Kaufwillige weiterhin in preisgünstige Regionen**

Die Nachfrage nach Wohneigentum bleibt dadurch gedrosselt. Je nach Region ergeben sich jedoch stark unterschiedliche Beschränkungen, was in erster Linie von den vorherrschenden Preisniveaus abhängig ist (vgl. Abb. 2). Rund um den Zürich-, Genfer- und Zugersee liegt die Belastung für Wohneigentum am höchsten und ist für einen Grossteil der Haushalte nicht tragbar. Insbesondere im Kanton Zürich ist diese Belastung weiter gestiegen. Wir rechnen daher mit einem fortgesetzten Ausweichen eines Teils der Nachfrage in Regionen mit erschwinglicheren Preisen und entsprechend niedrigerer kalkulatorischer Tragbarkeit.

**Demografie ist ein Haupttreiber der Nachfrage nach Wohneigentum**

Neben der konjunkturellen Entwicklung und der Erschwinglichkeit von Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen ist die demografische Entwicklung für die Nachfrage nach Wohneigentum entscheidend. Im Gegensatz zu den beiden erstgenannten Faktoren beeinflussen demografische Effekte die Nachfrage auf kurze Sicht kaum spürbar. Langfristig ist ihr Einfluss aber umso gewichtiger. Kenntnisse zur Altersstruktur der Eigentümer sowie Informationen darüber, wann Haushalte von der Mietwohnung ins Eigentum wechseln und wann sie dieses wieder aufgeben, sind somit zentral für das Verständnis des Wohneigentumsmarktes.

**Babyboomer: Wichtigste Nachfrager nach Wohneigentum**

Gemäss jüngsten Zahlen von 2015 ist der durchschnittliche Eigentümer in der Schweiz 58 Jahre alt. Damit gehört er der Babyboomer-Generation an, also den geburtenreichen Jahrgängen von 1946 bis 1964. Die Babyboomer stellen 42% der Wohneigentümer – und dies, obwohl sie einen Anteil von nur rund 31% an allen Haushalten haben.

**Wohneigentum erst ab Mitte Dreissig verbreitet**

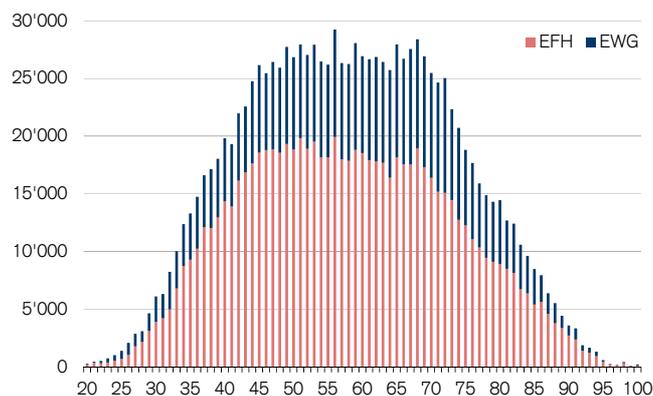
Die grosse Bedeutung der Babyboomer für die Nachfrage ist auch das Ergebnis ihres Alters. Während junge Haushalte kaum Wohneigentum besitzen, steigt die Anzahl Eigentümer mit zunehmendem Alter an (vgl. Abb. 3) Obwohl das Streben nach Eigentum bereits in vielen jungen Erwachsenen schlummert, dominiert in jungen Jahren zunächst der Wunsch nach Flexibilität und Mobilität. Zudem fehlt häufig noch das notwendige Einkommen und/oder Vermögen. So sind nur 13.5% aller 30- bis 34-Jährigen Wohneigentümer. Dagegen liegt der Anteil bei den Babyboomern bei knapp 51%.

**Wohneigentum im Lebenszyklus der Eigentümer**

Das Alter und insbesondere auch die Zusammensetzung des Haushalts spielen nicht nur bei der Wahl von Wohneigentum eine Rolle, sondern auch bei der Wahl zwischen Einfamilienhaus und Eigentumswohnung. *Abbildung 4* erläutert die Situation anhand der Beobachtung der Alterskohorten des Jahres 2015. Sie zeigt, wie die Zahl von Wohneigentümern in den einzelnen Altersklassen in der unmittelbar vorausgegangenen 5-Jahres-Periode von 2010 bis 2015 zu- oder abgenommen hat. Dabei unterscheidet sich das Verhalten der jüngeren Haushalte (Altersklassen 25 bis 44 Jahre) klar von demjenigen der mittleren (Altersklassen 45 bis 69 Jahre) und der älteren Haushalte (Altersklassen 70 Jahre und älter).

**Abb. 3: Anzahl Wohneigentümer nach Alter**

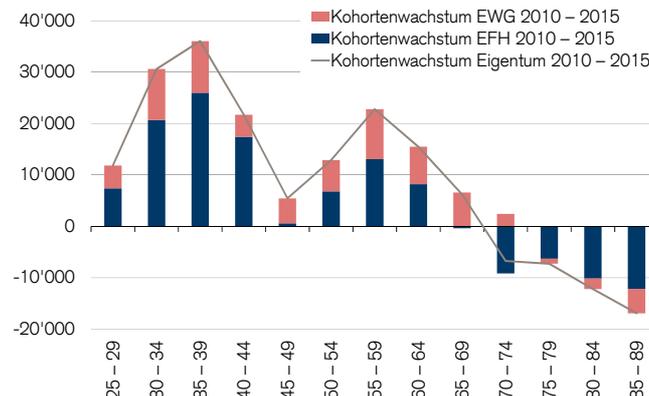
Anzahl Eigentümerhaushalte nach Alter



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

**Abb. 4: Kohortenwachstum Wohneigentümer**

Kohorten des Jahres 2015 über den Zeitraum 2010 bis 2015



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

**Eigentumswohnungen gewinnen im Alter an Bedeutung**

Die Eigentumswohnung wird zwar auch von jüngeren Haushalten geschätzt, gewinnt aber vor allem für die Altersklassen ab 45 Jahren an Bedeutung, die zu Beginn der 5-Jahres-Periode erst 40 Jahre und älter waren. Dabei dürfte es sich um urbane Haushalte handeln, die den Einstieg ins Wohneigentum erst spät geschafft haben, um Paarhaushalte ohne Kinder und solche, die nach dem Auszug der Kinder in eine Eigentumswohnung wechseln, sowie um Haushalte, denen die mangelnde Alterstauglichkeit oder der Unterhalt des Einfamilienhauses zur Last wird.

**Ab Alter 70 sinkt der Anteil der Eigentümer**

Die Präferenz für Eigentumswohnungen zeigt sich auch bei den älteren Haushalten. Indessen sinkt ab dem 70. Lebensjahr die Anzahl Eigentümer wegen Todesfällen sowie Umzügen in altersfreundlichere Wohnformen, sodass das Kohortenwachstum und damit die Nachfrage nach Wohneigentum negativ ausfallen (vgl. Abb. 4). Davon ist in erster Linie das Einfamilienhaus betroffen. Dagegen gewinnt die Eigentumswohnung noch bis in die Altersklasse der 70- bis 74-Jährigen an Bedeutung.

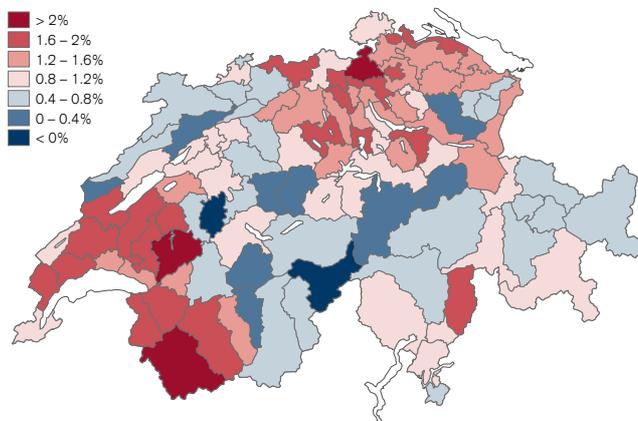
**Junge Haushalte bevorzugen immer noch das Einfamilienhaus**

Junge Haushalte sind vielfach die Käufer dieser frei werdenden Einfamilienhäuser (vgl. Abb. 4). In den jungen Altersklassen dominiert das Einfamilienhaus das Wachstum. Auf den ersten Blick mag das erstaunen, weil Einfamilienhäuser im Neuzustand aufgrund des höheren Landanteils zumeist deutlich teurer sind. Doch ältere Einfamilienhäuser, bei denen der Gebäudewert weitgehend abgeschrieben ist, können auch für jüngere Haushalte bezahlbar sein – insbesondere, wenn es sich um Lagen ausserhalb der Ballungszentren handelt. Ein derartiger Erwerb geht aber häufig mit nicht mehr zeitgemässen Grundrissen und einem aufgestauten Sanierungsbedarf einher, der zusätzliche Kosten verursacht. Letztlich ist jedoch für viele Paarhaushalte mit Kindern das eigene Haus nach wie vor die bevorzugte Eigentumsform.

**Ausblick: Nachfrage bleibt knapp auf bisherigem Niveau**

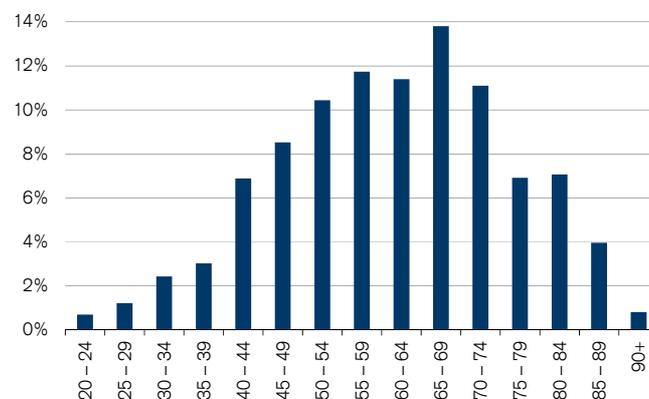
Mithilfe der Struktur der Wohneigentümer nach Alter kann unter Berücksichtigung des erwarteten Bevölkerungswachstums die Nachfrage nach Wohneigentum für die kommenden Jahre eruiert werden. Bei der Schätzung werden konjunkturell bedingte Nachfrageschwankungen vernachlässigt. Wir erwarten schweizweit bis 2025 im Mittel ein zusätzliches Nachfragepotenzial von knapp 23'000 Wohneigentümern, was leicht unter dem Wachstum in der Periode 2010 bis 2015 liegt. Zu Beginn dürfte das Wachstum etwas höher ausfallen, da vor allem die Haushalte im mittleren Alter noch als Käufer von Wohneigentum auftreten. Gegen Ende der Periode dürfte die Nachfrage indessen unter das genannte Potenzial fallen, weil sich die dannzumal fehlenden Babyboomer immer stärker bemerkbar machen. Dabei wird sich das Durchschnittsalter der Wohneigentümer infolge der demografischen Alterung weiter erhöhen. Dies bedeutet aber nicht automatisch, dass die Nachfrager nach auf dem Markt ausgeschriebenen Objekten im Alter zunehmen. Da mit steigendem Alter die Umzugsneigung rapide abnimmt, konzentriert sich das Wachstum vielmehr auf die Nachfrager in jungen und mittleren Jahren – ähnlich wie aus Abbildung 4 ersichtlich.

**Abb. 5: Regionales Nachfragepotenzial bis 2025**  
Prognose des jährlich erwarteten Nachfragepotenzials für Wohneigentum, in %



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik, Geostat

**Abb. 6: Altersstruktur von Zweitwohnungsbesitzern**  
Verteilung der Zweitwohnungsbesitzer nach Altersklasse, in %



Quelle: Bundesamt für Statistik Credit Suisse

**Grosse Unterschiede beim regionalen Nachfragepotenzial**

Regional manifestieren sich beim zukünftigen Nachfragepotenzial grosse Unterschiede. Das grösste zukünftige Potenzial für Wohneigentum sehen wir in der Deutschschweiz im Einzugsgebiet des Grosszentrums Zürich (vgl. Abb. 5). Hier dürfte sich beispielsweise im Zürcher Unter-

land das jährliche Potenzial auf 2.0% des heutigen Eigentumsbestands belaufen. Aber auch in der Westschweiz, insbesondere im Kanton Freiburg, dem Waadtländer Hinterland sowie im Unterwallis, dürfte die Nachfrage überdurchschnittlich wachsen. Dagegen wird die Nachfrage in vielen ländlichen Regionen voraussichtlich kaum noch steigen. In den Regionen Schwarzwasser und Goms rechnen wir sogar mit einem Nachfragerückgang.

**Nachfrage nach Zweitwohnungen ist im Umbruch**

In den Tourismusregionen kommt zur Nachfrage nach Erstwohnungen die Nachfrage nach Zweitwohnungen hinzu. Letztere ist ebenfalls von der Alterung der Gesellschaft abhängig. Für viele Haushalte der Babyboomer-Generation ist die eigene Ferienwohnung in den Schweizer Bergen eine Errungenschaft, ein Statussymbol, ein Rückzugsort oder alles in einem. Demgegenüber weist die Generation der Millennials andere Präferenzen auf. Die junge Generation möchte möglichst spontan sein, vieles erleben und die Welt entdecken. Dank Billigfluglinien liegen angesagte oder ausgefallene Weltgegenden gleich um die Ecke. Teilen statt Besitzen ist dank der Sharing Economy das Motto. Geht es für einmal in die Berge, wird eine Wohnung für einige Tage via Airbnb gemietet. Der Kauf einer Ferienwohnung steht dagegen nicht mehr im Vordergrund. Diese Entwicklung hat zur Folge, dass die Nachfrager nach Ferienwohnungen zunehmend älter werden. Schon heute ist der durchschnittliche Besitzer einer Ferienwohnung 61 Jahre alt, und die Altersklasse der 65- bis 69-Jährigen macht mit beinahe 14% die grösste Kohorte aus (vgl. Abb. 6). In den kommenden Jahren wird dementsprechend eine zunehmende Anzahl Haushalte in ein Alter kommen, wo sie die eigene Ferienwohnung aufgeben möchten. Wollen die Kinder die Wohnung nicht übernehmen, wird diese auf einem Markt mit langfristig sinkender Nachfrage verkauft werden müssen. Dies dürfte künftig insbesondere ausserhalb der touristischen Top-Destinationen zu einem anspruchsvoller werdenden Marktumfeld führen.

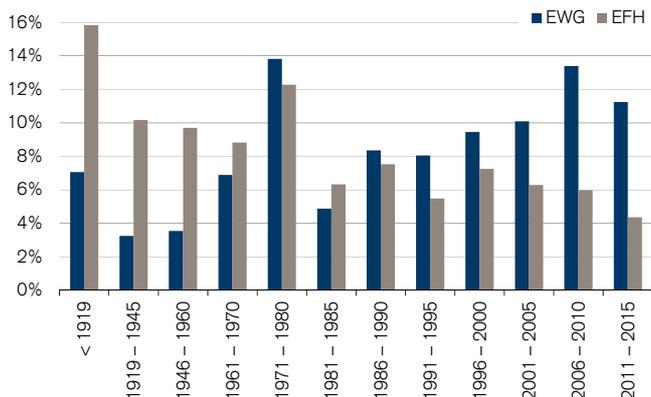
**Eigentumswohnungen werden immer beliebter**

**Angebot: Weiterhin sinkende Bautätigkeit**

Der Neubautätigkeit wird üblicherweise viel Beachtung geschenkt, so auch beim Wohneigentum. Obschon die Produktion von Wohneigentum 2017 mit rund 22'000 Einheiten für sich genommen beachtlich war, ist sie im Vergleich zum Bestand nur ein Zwerg. Was wissen wir über den Bestand? Er wird dominiert von den Einfamilienhäusern, doch die Eigentumswohnungen holen auf, wie sich anhand der Gliederung nach Bauperiode bzw. Alter feststellen lässt (vgl. Abb. 7). Eigentumswohnungen sind im Mittel deutlich jünger als Einfamilienhäuser. Allein die seit 2001 fertiggestellten Eigentumswohnungen machen 34.7% ihres gesamten Bestands aus. Aus der gleichen Zeitperiode stammen dagegen nur 16.6% der Einfamilienhäuser.

**Abb. 7: Wohnungsbestand nach Bauperiode**

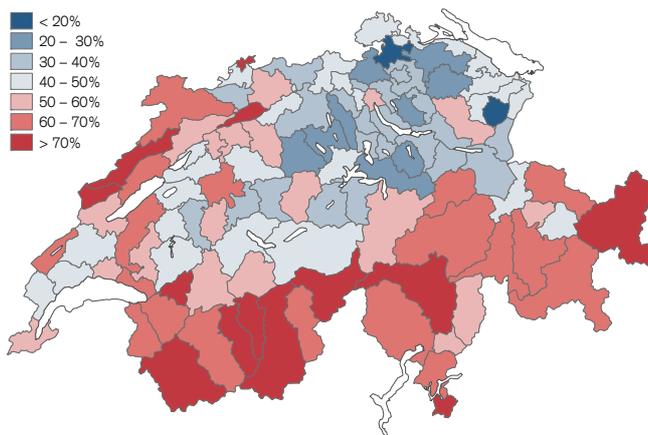
Anteil pro Bauperiode, gemessen am jeweiligen Bestand (Erstwohnungen), 2015



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

**Abb. 8: Anteil Eigentumswohnungen älter als 25 Jahre**

Erstwohnungen, in %, 2015



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, Geostat

**Konzept der Eigentumswohnung vor dem Härtetest**

Rechtlich gibt es die Wohnform des Stockwerkeigentums erst seit 1965, was die junge Altersstruktur von Eigentumswohnungen erklärt. Bei den Eigentumswohnungen früheren Datums handelt es sich um Umwandlungen von Mehrfamilienhäusern in Stockwerkeigentum. Kräftig gestiegene Bodenpreise und das knapper werdende Bauland an gut erschlossenen Lagen haben dazu geführt, dass Eigentumswohnungen die Bautätigkeit gegenüber Einfamilienhäusern heute im Verhältnis 2:1 dominieren. Den Vorzügen von Eigentumswohnungen stehen aber auch

Nachteile gegenüber. Zu diesen zählt die schwierige Entscheidungsfindung innerhalb von Stockwerkeigentümergeinschaften. Das Thema dürfte künftig noch mehr Aktualität erlangen, denn im Jahr 2015 waren knapp 19% aller Eigentumswohnungen zwischen 30 und 44 Jahre alt. Grosssanierungen, wie z.B. des Dachs oder der Fassade, lassen sich in diesem Alter immer weniger hinausschieben.

### Urbane Lagen bieten mehr Optionen zur Lösung der Entscheidungsblockade

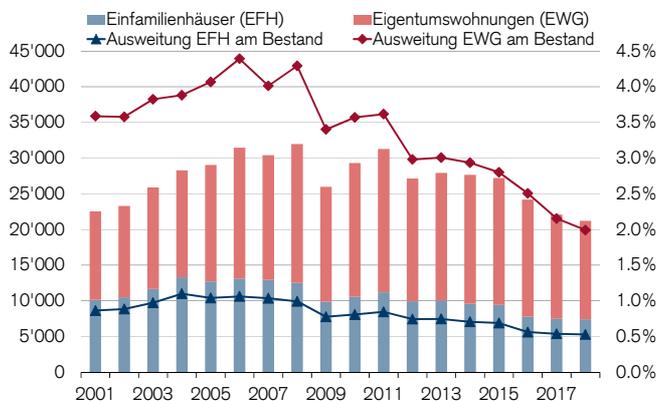
Vor allem fehlende finanzielle Mittel sowie Uneinigkeit über das Vorgehen verhindern in den meisten Fällen eine optimale Sanierungsstrategie. Anschauungsbeispiele dürften künftig verstärkt in Regionen zu beobachten sein, wo der Anteil von mehr als 25-jährigen Eigentumswohnungen hoch ist. Dies ist vor allem auf der Alpensüdseite, am Jurasüdfuss sowie in Basel und Bern der Fall (vgl. Abb. 8). In urbanen Regionen bietet sich dank der kräftigen Aufwertung des Baulands der Verkauf als zusätzliche Lösungsvariante an, oder dann bergen allenfalls Aufstockungen in Kombination mit einer grosszyklischen Sanierung interessante Möglichkeiten.<sup>1</sup> In den Bergregionen fehlen diese Optionen vielfach, sofern es sich nicht um Top-Destinationen handelt. Erschwerend kommt hinzu, dass die Heterogenität innerhalb der Stockwerkeigentümergeinschaften bei Vorliegen von Zweitwohnungen noch grösser ist.

### Die Zahl der neuen Eigentumsobjekte sinkt 2018 erneut

Die Bautätigkeit von Wohneigentum wird 2018 weiter abnehmen. Wir rechnen insgesamt noch mit einem Plus von 21'200 Wohneinheiten (vgl. Abb. 9). Wie schon im Vorjahr dürfte das Segment der Eigentumswohnungen von diesem Rückgang am stärksten betroffen sein. Mit der Fertigstellung von schätzungsweise 13'800 Eigentumswohnungen wird voraussichtlich ein Minus von 5.5% im Vergleich zum Vorjahr resultieren. Gemessen am Bestand bleibt die Ausweitung mit 2% indessen auf einem ansehnlichen Niveau. Bei den Einfamilienhäusern erwarten wir nur ein Minus von 1.1%, womit noch rund 7400 Häuser (0.5% des Bestands) auf den Markt kommen sollten. Regional sind es – mit Ausnahme von Genf und Nyon – nicht die Zentren oder hochpreisige Regionen, die mit einer regen Ausweitung beim Wohneigentum aufwarten, sondern Regionen mit etwas grösserer Distanz zu den Ballungszentren (vgl. Abb. 11).

**Abb. 9: Reinzugang und Ausweitung Wohneigentum**

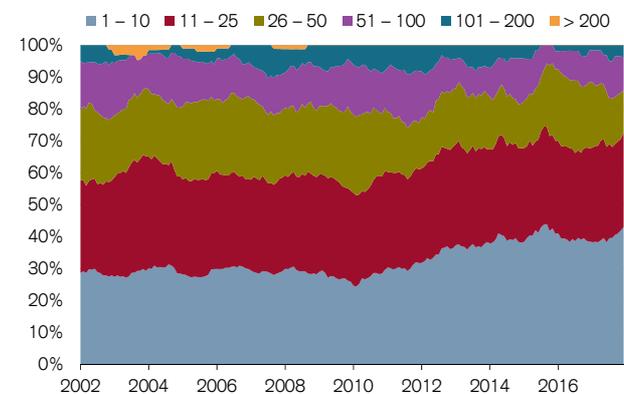
Reinzugang in Wohneinheiten; rechte Skala: Ausweitung in % des Bestands



Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Bundesamt für Statistik

**Abb. 10: Baubewilligungen EWG nach Projektgrösse**

Projektgrösse in Anzahl Wohnungen, Anteil in %



Quelle: Credit Suisse, Baublatt

### Promotoren beginnen ihre Zurückhaltung abzulegen

Der Rückgang in der Produktion von Eigentumswohnungen ist in erster Linie die Folge der stark gestiegenen Finanzierungsanforderungen. Insbesondere den Schwellenhaushalten im urbanen Raum gelingt der Einstieg ins Wohneigentum nicht mehr. Die Promotoren waren in den letzten Jahren daher vorsichtiger mit der Entwicklung neuer Eigentumswohnungsprojekte. Diese Vorsicht widerspiegelt sich in geringeren Projektgrössen. 2011 entfielen rund 25% aller neu bewilligten Eigentumswohnungen auf Projekte mit mehr als 50 Wohnungen, Ende 2017 lag dieser Anteil noch bei 14% (vgl. Abb. 10). Die bis anhin gelungene sanfte Landung im Wohneigentum veranlasst Investoren mittlerweile zu einer wieder etwas regeren Projektierungstätigkeit. Dies dürfte in den nächsten zwei Jahren in den Baugesuchen und -bewilligungen sichtbar werden.

### Umnutzungen können die Ausweitung erhöhen

Das Ausmass der Ausweitung von Wohneigentumsobjekten ist gegenwärtig mit grösseren Unsicherheiten behaftet als sonst üblich. Viele Investoren planen gerade bei grossen Projekten immer häufiger sowohl Eigentumswohnungen als auch Mietwohnungen. Damit wollen sie sich die

<sup>1</sup> Galliker, P., Mötteli, M., Qelaj, D. (2017). Ausschöpfung des Verdichtungspotenzials im Stockwerkeigentum durch Aufstockung, Hochschule Luzern

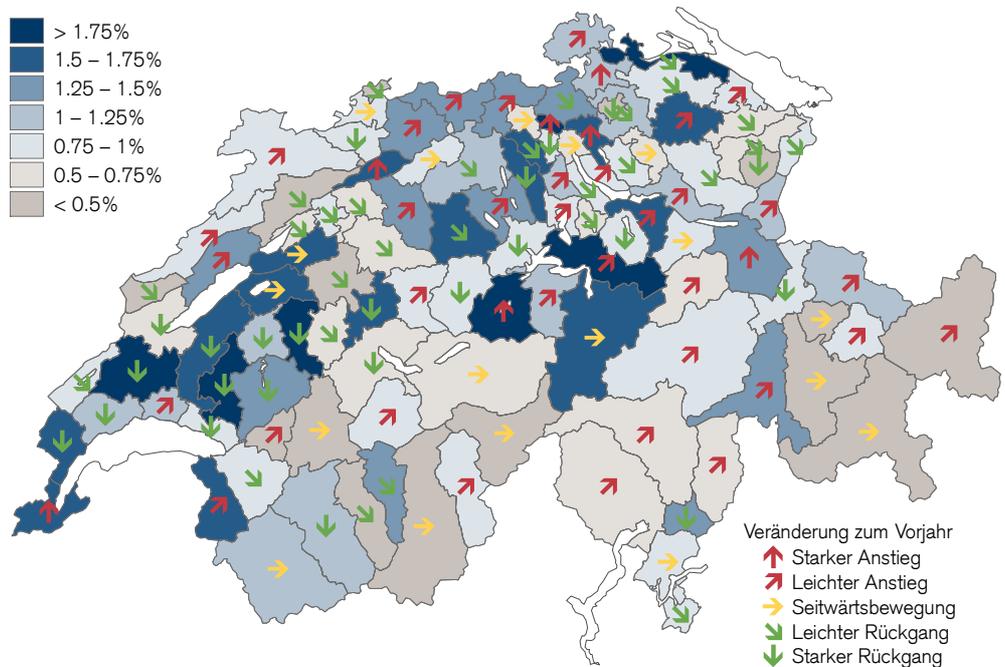
Option offenhalten, kurz vor Fertigstellung und Vermarktung noch vom einen Segment ins andere zu wechseln. Wachsende Vermarktungsschwierigkeiten auf dem Mietwohnungsmarkt bewegen die Investoren ferner dazu, bereits fertiggestellte Objekte als Eigentumseinheiten auszu-schreiben – nicht selten mit Erfolg.

### «Buy-to-let»-Objekte könnten Angebot ebenfalls erhöhen

Ein weiterer Unsicherheitsfaktor sind «Buy-to-let»-Investitionen. Dabei handelt es sich um einzelne Eigentumsobjekte, die von Privaten zu Anlagezwecken und mit dem Ziel erworben werden, diese zu vermieten. Schätzungsweise ein knappes Fünftel aller neu erstellten Eigentumswohnungen entfällt auf diese Kategorie. Deren Eigentümer tragen ein hohes Klumpenrisiko und werden diese Wohnungen im Falle von weiter steigenden Leerständen möglicherweise wieder abtosseln. Eine vertiefte Untersuchung der inserierten Mietwohnungen auf den Online-Plattformen zeigt, dass 7150 inserierte Mietwohnungen in Liegenschaften angesiedelt sind, in denen sich auch Eigentumswohnungen befinden. Gemessen an den insgesamt 91'700 inserierten Mietwohnungen ist das eine beachtliche Zahl. Die aktuelle Überproduktion von Mietwohnungen könnte somit auch auf dem Wohneigentumsmarkt einen angebotserhöhenden Effekt haben. Da sich die Zielgruppen dieser beiden Wohnformen allerdings relativ deutlich unterscheiden, sind Umnutzungen mit Herausforderungen verbunden, weshalb wir volumenmässig nicht mit einer allzu grossen Wirkung rechnen.

### Abb. 11: Geplante Ausweitung von Wohneigentum

In % des Wohnungsbestands sowie im Vergleich zum Vorjahr (Pfeile)



Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Geostat

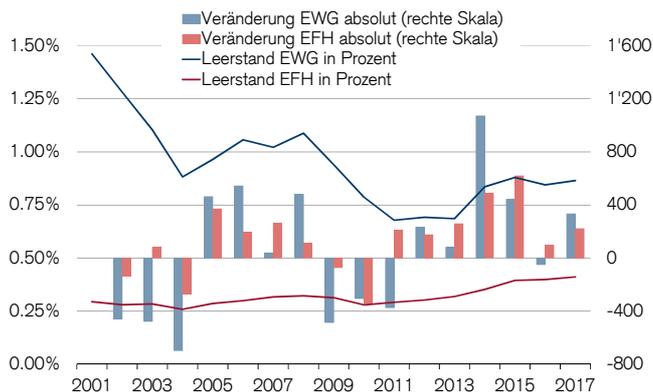
### Marktergebnis: Preise von Wohneigentum legen wieder zu

### Angebot und Nachfrage liegen nahe beieinander

Angebot und Nachfrage liegen auf dem Markt für selbstgenutztes Wohneigentum weiterhin nahe beieinander. Die vorsichtige Ausweitung von Wohneigentum seitens der Promotoren korrespondiert gut mit der von der Regulierungsseite bewusst gedrosselten Nachfrage, sodass sich mengenmässig keine merklichen Ungleichgewichte gebildet haben. Dementsprechend sind die Leerstände im vergangenen Jahr nur leicht gestiegen. Die Leerwohnungsziffer von Eigentumswohnungen erhöhte sich von 0.84% auf 0.87% (vgl. Abb. 12). Dies entspricht 332 zusätzlich leer stehenden Eigentumswohnungen. Bei den Einfamilienhäusern fiel das Plus mit 220 Häusern sogar noch geringer aus. Die Leerwohnungsziffer von Einfamilienhäusern erhöhte sich von 0.40% auf 0.41%. In beiden Segmenten bleiben die Leerstände damit auf einem tiefen, unproblematischen Niveau.

**Abb. 12: Leerstand von Wohneigentum**

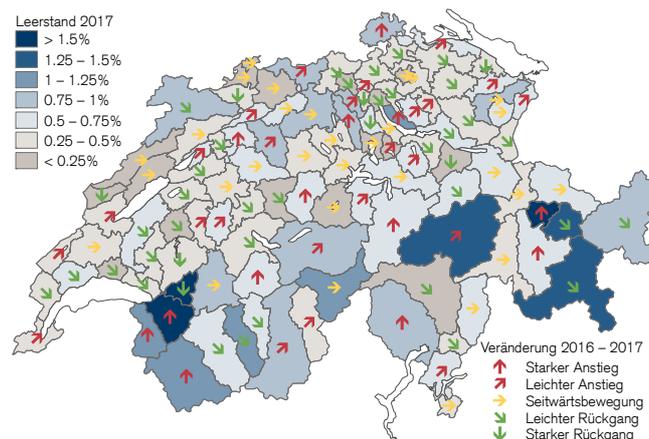
Linke Skala: in % des jeweiligen Bestands; rechte Skala: absolute Veränderung



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

**Abb. 13: Regionaler Leerstand Wohneigentum**

In % des Bestands an Wohneigentum



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, Geostat

**Leerstände nur im Alpenraum auf erhöhtem Niveau**

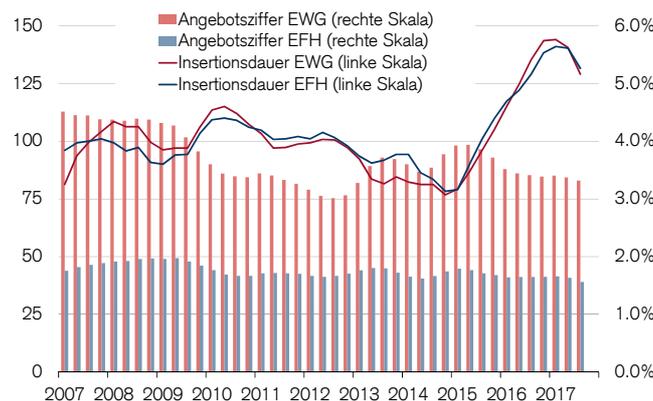
In nicht wenigen Regionen konnte sogar ein Rückgang der Leerstände verzeichnet werden (vgl. Abb. 13). Insbesondere rund um die grossen Bevölkerungsmagnete der Schweiz im Raum Genfersee sowie im Raum Zürich sanken die Leerstände. Die höchsten Leerstände bei Wohneigentum sind nach wie vor in den Bergregionen zu verzeichnen. Teilweise konnten diese etwas reduziert werden. Das von der Zweitwohnungsinitiative ausgelöste Überangebot sowie die Unsicherheit bei den Nachfragern sind offensichtlich aber noch nicht überall verdaut.

**Angebotsziffer ist sogar rückläufig**

Im Gegensatz zu den Leerständen ist die Zahl inserierter Bestandsobjekte derzeit sogar leicht rückläufig (vgl. Abb. 14). Gegenüber dem Vorjahr sank die Angebotsziffer bei Eigentumswohnungen nochmals leicht von 3.4% auf 3.3%. Bei Einfamilienhäusern ging sie von 1.7% auf 1.6% zurück. Am Rückgang auf Niveaus, wie sie in den Boomjahren 2010 bis 2012 verzeichnet wurden, zeigt sich, wie stark die Nachfrage eigentlich wäre, wenn sie nicht künstlich durch die hohen finanziellen Anforderungen bei der Hypothekarkreditvergabe ausgebremst würde.

**Abb. 14: Angebotsziffer und Insertionsdauer**

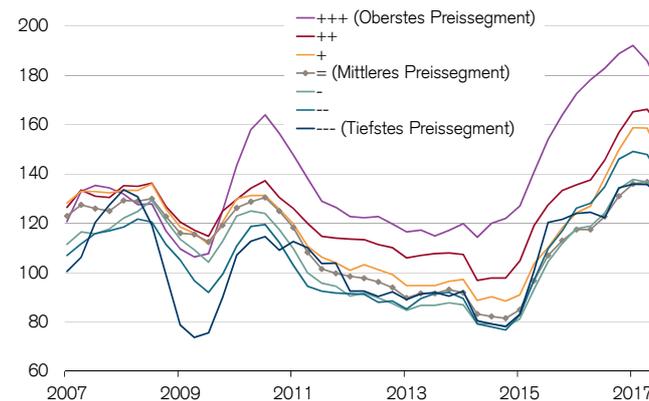
Bestandsobjekte, Angebotsziffer in % des jeweiligen Bestands, Insertionsdauer in Anzahl Tagen



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

**Abb. 15: Insertionsdauer nach Preissegment**

Insertionsdauer in Anzahl Tagen



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

**Vermarktungsdauer ist jüngst wieder gesunken**

Der Anstieg der Insertionsdauer nach Inkrafttreten des Niederstwertprinzips und höherer Amortisationsanforderungen infolge verschärfter Selbstregulierungsmassnahmen im Herbst 2014 belegt, dass die Regulierungsmassnahmen wirken (vgl. Abb. 14). Seither müssen potenzielle Käufer in allen Fällen, in denen der Kaufpreis den Belehnungswert übersteigt, mehr Eigenmittel aufbringen. Zudem verschlechterte sich die kalkulatorische Tragbarkeit infolge der höheren Amortisationszahlungen nochmals. Die Verschärfung der Tragbarkeit ist mittlerweile zum Halten

gekommen und die Insertionsdauer und damit der Vermarktungsaufwand sind in den letzten Quartalen wieder etwas zurückgegangen. Dies dürfte auf die Preiskorrektur Ende 2016, Anfang 2017 zurückzuführen sein, die der Attraktivität von Eigentumsobjekten zugutekam.

**Teures Wohneigentum verursacht den grössten Vermarktungsaufwand**

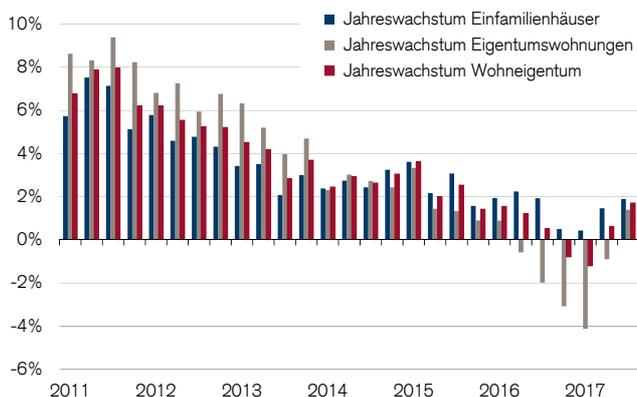
Der Vermarktungsaufwand steigt seit einigen Jahren mit zunehmendem Preisniveau umso mehr. Das gilt für die meisten Regionen und bezieht sich weniger auf das absolute als vielmehr auf das relative Preisniveau in einer Region. Aus diesem Grund haben wir das Preisniveau der inserierten Objekte relativ zum Median in der entsprechenden Region analysiert. Die Auswertung in **Abbildung 15** zeigt, dass Objekte, die 2017 zum Medianpreis verkauft wurden, im Mittel 129 Tage ausgeschrieben waren. Dagegen lag die mittlere Insertionsdauer in der teuersten Preisklasse, in der das Preisniveau mindestens 50% über dem Median liegt, um 45 Tage höher bei 174 Tagen. Zeitweise dauerte die Vermarktung der teuren Wohnungen mehr als 60 Tage länger als beim Medianobjekt. Seit Mitte 2016 beginnen die unterschiedlichen Vermarktungsdauern sich einander wieder anzunähern.

**2018 dürften die Leerstände tief bleiben und die Preise moderat steigen**

Wir rechnen aufgrund der nachfragestützenden Wirtschaftsentwicklung und der weiter sinkenden Bautätigkeit mit einer relativen Verknappung von Wohneigentum. Dies dürfte sich 2018 in anhaltend tiefen Leerständen niederschlagen. Sogar ein leichtes Sinken der Leerstände liegt im Bereich des Möglichen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir für 2018 eine wieder deutlich positive Preisentwicklung. Nachdem die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum Ende 2016, Anfang 2017 noch im Minus lagen, hat der Preistrend bereits im vergangenen Jahr gedreht (vgl. **Abb. 16**). Im Vergleich zum Vorjahresquartal belief sich das jüngste Plus bei Eigentumswohnungen auf 1.4% und bei Einfamilienhäusern auf 1.9% (Stand: 3. Quartal 2017). Sogar rund um den Genfersee, wo die jüngste Preiskorrektur am stärksten spürbar war, resultieren grösstenteils wieder Preisanstiege. Moderate Preiserückgänge sind derzeit insbesondere noch in den Kantonen Wallis, Schwyz, Glarus, den beiden Appenzell sowie Teilen der Kantone Tessin und Graubünden zu verzeichnen (vgl. **Abb. 17**). Insgesamt erwarten wir für 2018 ein moderates Preiswachstum von 2-2.5%, wobei die Preise im Raum Zürich/Zug am stärksten zulegen dürften. Auch im gehobenen Preissegment dürfte die Preiskorrektur zu Ende sein. Wir rechnen jedoch nicht mit einer Rückkehr zu einem überhitzten Eigentumsmarkt – dafür werden die Impulse zu stark vom hohen Preisniveau und den regulatorischen Fussfesseln neutralisiert.

**Abb. 16: Preiswachstum Wohneigentum**

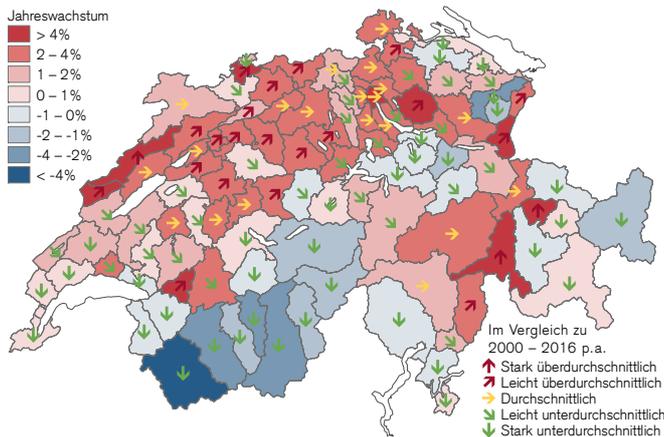
Jahreswachstumsraten im mittleren Preissegment



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

**Abb. 17: Preiswachstum Wohneigentum regional**

Jahreswachstumsraten Wohneigentum (mittleres Segment), 3. Quartal 2017



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse, Geostat

**Ungleichgewichte dürften wieder zunehmen**

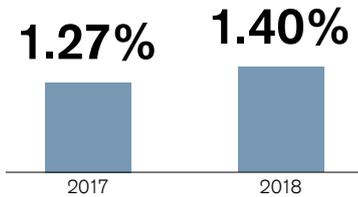
Im Zuge der wieder steigenden Immobilienpreise dürften die Diskussionen über die Nachhaltigkeit der Preisentwicklung wieder aufflammen. Wir erachten das derzeitige Preisniveau in einer Mehrheit der Regionen weiterhin als nicht nachhaltig. Vielerorts konnte die sich öffnende Schere zwischen Immobilienpreis- und Einkommensentwicklung dank der Preiserückgänge von Ende 2016, Anfang 2017 zwar etwas gemindert werden, die Diskrepanzen sind aber noch immer substantiell. Die Ungleichgewichte sind jedoch nicht das Resultat spekulativer Übertreibungen, sondern eines ebenfalls nicht nachhaltigen Zinsniveaus. Die künftigen Veränderungen des Zinsniveaus werden folglich den Pfad definieren, der die Immobilienpreise langfristig wieder besser in Einklang mit den Einkommen bringen wird.

# Ausblick Wohneigentum 2018

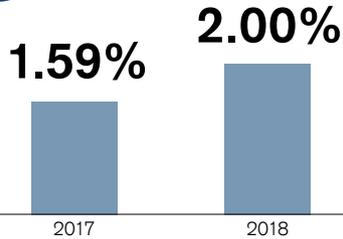
## Hypothekarzinsen



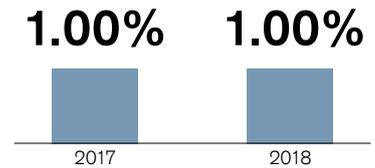
Fix-Hypothek 5 Jahre



Fix-Hypothek 10 Jahre



Libor-Hypothek (3-Mt.-Libor)



## Nachfrage



### Zurückgebundene Nachfrage:

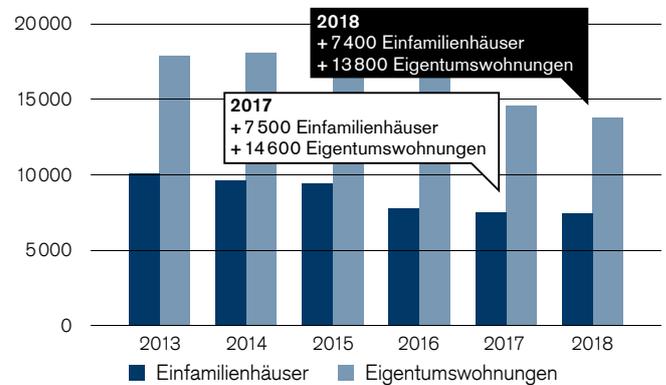
- Tiefe Hypothekarkosten und bessere Konjunktur wirken nachfragefördernd
- Hohe Preise und regulatorische Anforderungen binden die Nachfrage zurück

**2018: Nachfrageimpulse werden neutralisiert**



## Angebot

Reinzugang in Anzahl Wohnungen



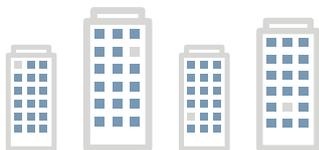
### Sinkende Neubautätigkeit verliert an Dynamik:

- Promotoren beginnen Zurückhaltung abzulegen
- Vermehrte Umnutzungen von Mietwohnungen zu Wohneigentum

**2018: Aufgrund verzögerter Wirkung sinkt das Angebot ein weiteres Mal**



## Leerstände



- Sogar ein leichter Rückgang der Leerstände ist aufgrund des sinkenden Angebots möglich
- Vermarktungsaufwand bleibt trotzdem erhöht

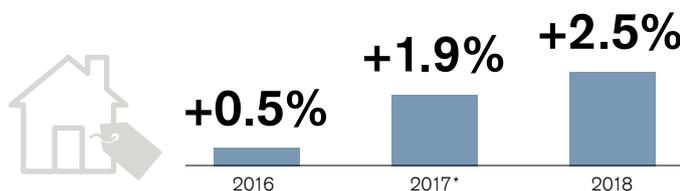
**2018: Leerstände von Wohneigentum bleiben auf tiefem Niveau**



## Preise

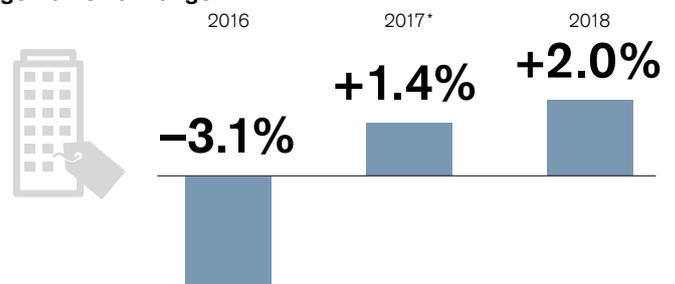
Wachstum Transaktionspreise in %

### Einfamilienhäuser



\* 3. Quartal 2017

### Eigentumswohnungen



## Exkurs Entscheidungsprozess beim Hauskauf

# Klare Rollenteilung

Der Erwerb von Wohneigentum gehört zu den wichtigsten Entscheiden eines Haushalts. Üblicherweise gehorcht der Entscheidungsprozess einer klaren Abfolge von Schritten: vom Erkennen des Bedürfnisses über die Objektsuche und die Evaluation von Alternativen bis zum finalen Kaufentscheid. Die Theorie vernachlässigt in der Regel, dass ein Haushalt aus individuellen Familienmitgliedern mit unterschiedlichen Rollen und Präferenzen besteht. Um mehr über diesen Entscheidungsprozess zu erfahren, haben wir sowohl bei Immobilienmaklern als auch bei unseren Finanzierungsspezialisten nachgefragt. Dabei betrachten wir den ganzen Prozess von der ersten Besichtigung bis hin zur Finanzierung.

### Zusammen kaufen, aber individuelle Bedürfnisse

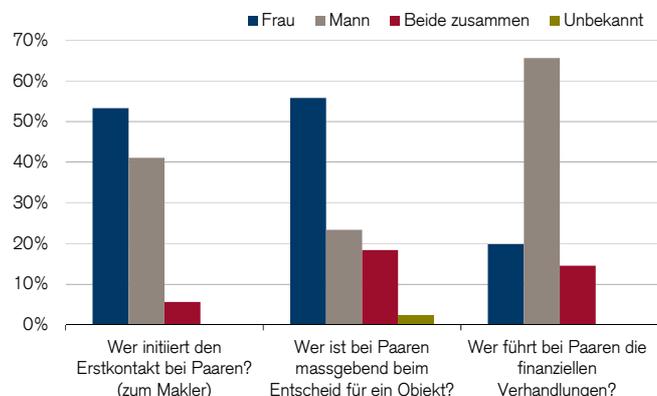
Unsere Umfrage bei Maklern wie Finanzierungsspezialisten hat ergeben, dass Wohneigentum zumeist gemeinsam gekauft und bewohnt wird. Beinahe drei Viertel aller Käufer sind Paarhaushalte mit oder ohne Kinder. Dies bestätigen auch Daten über Wohneigentümer des Bundesamts für Statistik. Interessant ist allerdings, dass alleinstehende Männer etwas häufiger Eigentum erwerben als Frauen. Aber auch bei Paaren zeigen sich Unterschiede zwischen den Geschlechtern. 97% (!) der von uns befragten Immobilienmakler bejahen geschlechterspezifische Unterschiede beim Erwerb von Wohneigentum. Auch die Finanzierungsspezialisten sehen klare Unterschiede. Mit einer Zustimmungsrate von 67% fällt diese aber tiefer aus. Ein gleiches Bild zeichnen internationale Studien.<sup>2</sup> So äussert bei jüngeren Familien mit Kindern häufig die Frau den Wunsch nach Eigentum. Die Gründe hierfür liegen in den grösseren Platzansprüchen, der innerfamiliären Rollenteilung sowie der finanziellen Sicherheit, die das eigene Heim bietet. Sind dagegen keine Kinder vorhanden, wird der Prozess von beiden gleichermassen angestossen. Männer sind dagegen vor allem in einer späteren Lebensphase Treiber für den Wunsch nach Eigentum.

### Frauen aktiver bei der Objektsuche

Bei der Suche nach dem Wunschobjekt nehmen gerne die Frauen das Zepter in die Hand. Unsere Umfrage zeigt, dass in 53% der Fälle die Frau den Erstkontakt mit dem Makler herstellt (vgl. Abb. 18). Der Mann ist dagegen nur für 41% der Erstkontakte verantwortlich. Die dominierende Rolle der Frau manifestiert sich auch bei der Erstbesichtigung. Bei dieser ist insbesondere von Interesse, was geschieht, wenn nur einer der beiden Partner an der Erstbesichtigung mit dabei gewesen ist. War dies der Mann, kommt es häufiger vor, dass es nicht zu einer Transaktion kommt. Selbst wenn ihm das Objekt gefallen hat. Die Präferenzen der Frau in Bezug auf das sich im Fokus befindliche Objekt haben also mehr Gewicht als diejenigen des Mannes. Das mag unter anderem daher rühren, dass funktionale Aspekte eine grössere Rolle für den Partner spielen, der hauptsächlich die Kinder betreut. Dies ist typischerweise noch immer die Frau.

**Abb. 18: Entscheidungsverhalten bei der Objektsuche**

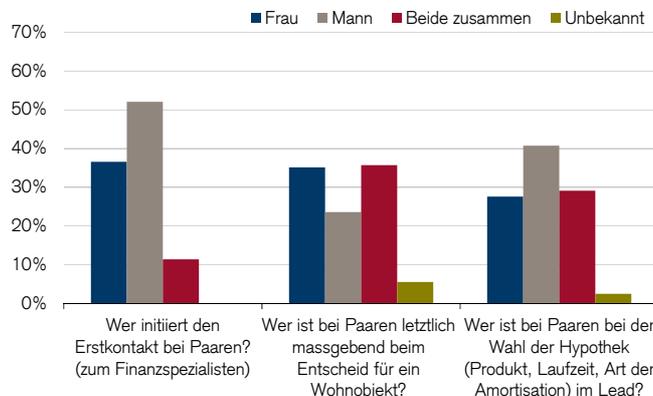
Anteile in %; befragte Makler: 31



Quelle: Credit Suisse

**Abb. 19: Entscheidungsverhalten bei der Finanzierung**

Anteile in %; befragte Finanzierungsspezialisten: 96



Quelle: Credit Suisse

<sup>2</sup> Vgl. z.B. Levy und Lee (2004). The influence of family members on housing purchase decisions

**Küche, Nachbarn und Kinderfreundlichkeit sind die wichtigsten Kriterien für sie**

Was ist für Frauen und Männer bei der Wahl eines Objektes überhaupt wichtig? Unsere Umfrage bestätigt die gängigen Klischees, wonach sich der Mann für die Technik und den Garagenplatz interessiert, die Frau dagegen für die Küche und das Bad. Interessant ist, wie deutlich diese Muster zutage treten (vgl. Abb. 20). Für sie stehen aber nicht nur eigentliche Objektkriterien im Vordergrund. Anhand der Themenbereiche Nachbarn/soziales Umfeld, Kinderfreundlichkeit des Objektes und Mikrolage, also insbesondere auch wie gut Kindergarten oder Schule erreichbar sind, zeigt sich, dass das Umfeld und die Lage der Wohnung bei Frauen eine wichtigere Rolle spielen. Bedeutsam ist ebenfalls, ob ein Objekt emotional anspricht. Gefällt Frauen ein Objekt anfänglich nicht, ist es zumeist gleich aus dem Rennen.

**Finanzielles, Parkplätze und Technik wichtig für ihn**

Ganz anders ist das Bild bei den Männern. Hier stehen zumeist finanzielle Aspekte in Bezug auf das Objekt im Vordergrund (vgl. Abb. 20). In erster Linie geht es um den Preis des Wohnobjektes und den möglichen Verhandlungsspielraum. Geht es um das eigentliche Objekt, ist vielen Männern neben dem Thema Parkplatz/Garage die Technik wichtig. Hierbei geht es von Heizungen bis hin zu Elektroanschlüssen und Internetanbindungen. Männer hinterfragen auch eher die Bauqualität/Bausubstanz und bei Bestandsliegenschaften den Sanierungsbedarf. Im Gegensatz zu Frauen haben Objekteigenschaften dagegen einen tieferen Stellenwert. Und die Themen Kinder/Nachbarschaft werden von Männern nur selten angeschnitten.

**Frauen entscheiden letztlich über die Wahl des Wohnobjekts**

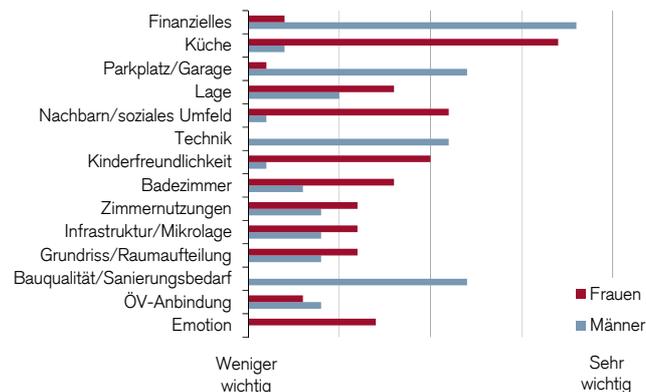
Die grossen Unterschiede in Bezug auf die Bedeutung der verschiedenen Themenbereiche führen dazu, dass sich Paare sehr gut gegenseitig ergänzen und gemeinsam die relevanten Aspekte abdecken. Aufgrund der klaren Rollenverteilung zwischen den Geschlechtern erstaunt es letztlich nicht, dass mehrheitlich die Frau massgebend ist beim Entscheid für oder gegen ein Wohnobjekt (vgl. Abb. 18). Unsere Befragung bei den Maklern hat ergeben, dass Frauen in 56% der Fälle für diesen Entscheid verantwortlich sind, Männer hingegen nur in 23% der Fälle.

**Männer übernehmen die Preisverhandlungen**

Vertauschte Rollen zeigen sich dann aber, wenn es um die Preisverhandlungen für das gewünschte Objekt geht. In beinahe zwei Dritteln der Fälle zeichnet hierfür der Mann verantwortlich. Frauen übernehmen nur in 20% der Fälle die Führung in den Preisverhandlungen. Damit lässt sich auch hier eine klassische Rollenverteilung zwischen den Geschlechtern erkennen.

**Abb. 20: Themen bei der Objektsuche**

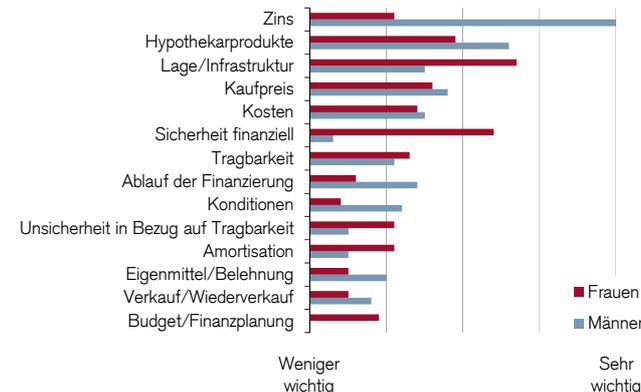
Auf welche Themen konzentrieren sich die Fragen von Interessenten; Befragte Makler: 31



Quelle: Credit Suisse

**Abb. 21: Themen bei der Finanzierung**

Auf welche Themen konzentrieren sich die Fragen von Interessenten; Befragte Finanzierungsspezialisten: 96



Quelle: Credit Suisse

**Männer treten mit der Bank in Kontakt**

Mit der Auswahl des Wunschobjektes ist der Prozess des Eigentumserwerbs aber noch nicht abgeschlossen. Zuletzt muss noch die Finanzierung sichergestellt werden. Dies stellt spezifisch in der Schweiz mit ihren hohen Immobilienpreisen und strikten Finanzierungsrichtlinien viele Haushalte vor grosse, teilweise sogar unüberwindbare Hürden. Bereits beim Erstkontakt mit der Bank tritt eine umgekehrte Rollenverteilung im Vergleich zur Objektsuche zu Tage. In 52% der Fälle erfolgt der Erstkontakt mit der Bank durch den Mann (vgl. Abb. 19). Frauen stellen nur in 37% der Fälle den ersten Kontakt her. Bei Finanzierungsfragen wie der Wahl des Hypothekarproduktes, gewünschten Laufzeiten oder Art der Amortisation, ist der Mann in 41% der Fälle in der Führungsrolle, die Frau nur in 28%. Damit bestätigt sich, was schon bei der Auswahl des Objektes zu beobachten war: Sobald es um finanzielle Aspekte geht, ist häufiger der Mann im Lead.

### Frauen geht es bei der Finanzierung um Sicherheit

Aspekte, die Frauen im Kontakt mit den Finanzierungsexperten wichtig sind, kreisen vor allem um das Thema der finanziellen Sicherheit (vgl. Abb. 21). Die Tragbarkeit und insbesondere Unsicherheiten in Bezug auf die Tragbarkeit sind für Frauen ebenfalls wichtige Gesprächsinhalte. Hierzu gehören beispielsweise Fragen, ob und in welcher Form Teilzeitarbeit nach der Geburt eines Kindes, mögliche Arbeitslosigkeit oder die Pensionierung Einfluss auf die Tragbarkeit der Liegenschaft haben werden. Die hohe Bedeutung des Sicherheitsgedanken widerspiegelt sich auch darin, dass das Thema Amortisationen häufiger von Frauen angeschnitten wird. Aufschlussreich ist, dass beim Finanzierungsexperten oft nochmals der Themenkreis Lage/Infrastruktur angesprochen wird. Frauen holen also auch eher die Expertise des Finanzierungsspezialisten in Bezug auf das eigentliche Objekt ein.

### Männer wollen Finanzierung optimieren

Für Männer ist dagegen beim Finanzierungsexperten in erster Linie wichtig, welchen Hypothekenzins sie erhalten und welche Kosten die Hypothek schlussendlich verursacht. Sie setzen sich eingehender mit dem Thema Hypothekarprodukte und deren Laufzeiten auseinander. Zudem spielt bei Männern der Objektpreis eine wichtige Rolle. Hier dürfte hineinspielen, dass Männer den Erwerb von Wohneigentum stärker als Investment ansehen und entsprechend von einem Finanzierungsexperten wissen wollen, ob der Preis für das gewählte Objekt gerechtfertigt ist. In diesem Zusammenhang kommt oft die Wiederverkäuflichkeit zur Sprache. In jüngster Zeit, in der Objekte teuer erstanden werden müssen, dürfte die Verifizierung des Preises sicherlich auch darauf abzielen, allfällig vorhandenen Spielraum für Preisverhandlungen mit dem Verkäufer auszuloten.

### Frauen entscheiden am Schluss

Beim Entscheid über die Finanzierung und damit letztlich über das Kaufobjekt wird in 36% der Fälle gemeinsam entschieden (vgl. Abb. 19). Wird die Entscheidung nicht paritätisch getroffen, ist gemäss Finanzierungsexperten häufiger die Frau für die finale Entscheidung verantwortlich (35% der Fälle), Männer nur in 24% der Fälle. Damit bestätigt sich das in Bezug auf die Wahl des Eigenheims gewonnene Bild, dass Frauen häufiger das entscheidende Wort haben. Sind keine Kinder vorhanden, relativieren sich gemäss Literatur die Unterschiede. Ein Teil der geschlechtsspezifischen Unterschiede ist somit durch die unterschiedliche Rollenteilung zu erklären.

### Gemeinsam stärker als alleine

Unsere Befragungen bestätigen die Resultate von internationalen Forschungsarbeiten, wonach sich im Entscheidungsprozess für den Erwerb von Wohneigentum klare Verantwortlichkeiten für die einzelnen Prozessschritte zwischen den Geschlechtern herausbilden. Ein Blick auf die unterschiedlichen Frageschwerpunkte bringt aber auch sehr schön zutage, wie gut sich die beiden Sichtweisen ergänzen und wie gemeinsam alle relevanten Aspekte in Bezug auf den Kauf von Wohneigentum abgedeckt werden. Paare unterstützen sich also gegenseitig optimal und stellen sicher, dass nichts vergessen geht.

### Geschlechterunterschiede bei Verhandlungen nutzen

Verkäufer und Makler können versuchen, die Unterschiede im Entscheidungsverhalten strategisch zu nutzen. Um ein Objekt zu verkaufen, müssen sie in erster Linie die Frau überzeugen. Hierzu ist es entscheidend, die für die Frau wichtigen Themenbereiche bewusst anzuschneiden und Informationen bereitzustellen. Dem sollten sich auch potenzielle Käufer bewusst sein. Dies ist insbesondere für allfällige Preisverhandlungen entscheidend. Hat die Frau bereits kundgetan, wie gerne sie ein Objekt haben möchte, dürfte der Mann kaum noch Spielraum bei den Preisverhandlungen haben. Daher gilt aus Sicht von potenziellen Käufern: die Karten nicht gleich auf den Tisch legen, sondern geschickt agieren, um bei allfälligen Preisverhandlungen die Handlungsfähigkeit zu bewahren.

## Mietwohnungen

# Der Aufschwung wird es nicht richten

Die Aussichten auf dem Mietwohnungsmarkt trüben sich weiter ein. Zeuge davon sind wachsende Leerstände, zunehmender Druck auf die Mietpreise sowie Mieter, die ausserhalb der Grosszentren vermehrt am längeren Hebel sitzen. Dank hoher Renditeprämien lassen sich die Investoren von den steigenden Risiken jedoch nicht abschrecken und investieren weiter in den Mietwohnungsmarkt. Daher verharrt die Mietwohnungsproduktion auf sehr hohem Niveau. Gleichzeitig ist der Markt mit einer sinkenden Nachfrage konfrontiert, da die Zuwanderung kontinuierlich an Schwung verliert. Doch genau zum richtigen Zeitpunkt erhält der Mietwohnungsmarkt Schützenhilfe: Der sich abzeichnende robuste wirtschaftliche Aufschwung dürfte die Nachfrageseite stabilisieren. Das Wachstum der Leerstände wird er zwar bremsen, jedoch nicht aufhalten können.

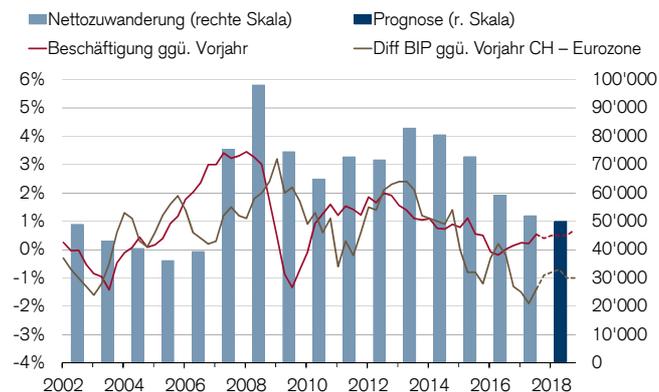
## Nachfrage: Zuwanderung stabilisiert sich

### Nettozuwanderung 2017 erneut rückläufig

2017 war das vierte Jahr in Folge mit rückläufiger Nettozuwanderung. Unter Berücksichtigung der ein- und auswandernden Schweizer Bürger erreichte der Wanderungssaldo im vergangenen Jahr schätzungsweise 52'000 Personen, ein Rückgang von 12% zum Vorjahr (vgl. Abb. 22). Eine tiefere Nettozuwanderung war zuletzt zehn Jahre zuvor registriert worden, im Jahr vor dem Inkrafttreten der vollen Personenfreizügigkeit mit den EU-15-Staaten. Der graduelle Rückgang der Zuwanderung nach 2013 geht denn auch fast vollständig auf das Konto des Wanderungssaldos mit den EU-Staaten (-50%). Diese Abschwächung war auf eine durch den Frankenschock bedingte Konjunkturflaute in der Schweiz in Verbindung mit einem wirtschaftlichen Aufschwung in den meisten EU-Staaten zurückzuführen. Die Nettozuwanderung aus Portugal beispielsweise, die sich 2013 per Saldo auf 14'600 Personen belief, kippte 2017 in eine Nettorückwanderung von 570 Personen. Stabilisierend wirkte hingegen seit 2013 die Zuwanderung aus aussereuropäischen Staaten, die ein Plus von 28% verzeichnete.

**Abb. 22: Nettozuwanderung und Konjunktur**

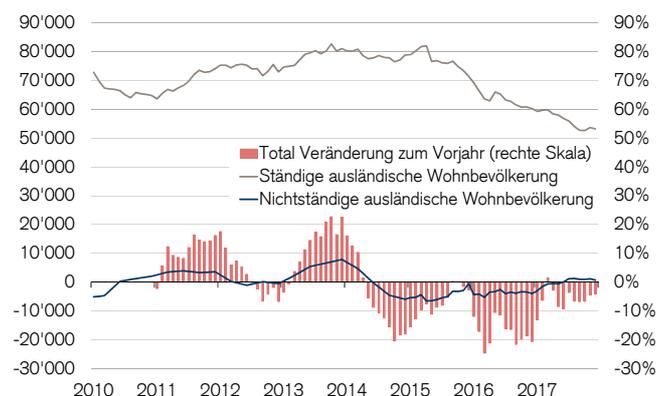
Nettozuwanderung der ständigen Wohnbevölkerung (ohne Registerkorrekturen, inklusive Nettoabwanderung der Schweizer); 2017: Hochrechnung; 2018: Prognose



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Staatssekretariat für Wirtschaft, Bundesamt für Statistik, Datastream, Credit Suisse

**Abb. 23: Ständige und nichtständige Wohnbevölkerung**

Nettozuwanderung, 12-Monats-Summen, mit Registerkorrekturen



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

### Überzeichneter Rückgang der Zuwanderung

Bei genauerer Betrachtung hat sich die Zuwanderung gegen Ende 2017 stabilisiert. Im 4. Quartal 2017 wies die Nettozuwanderung gar einen kleinen Anstieg gegenüber dem Vorjahresquartal auf (+1.1%). Dynamisch entwickelte sich ausserdem der Wanderungssaldo der Kurzaufenthalter (nichtständige ausländische Wohnbevölkerung), der 2017 mit gut 700 Personen erstmals seit 2013 wieder im positiven Bereich lag (vgl. Abb. 23). Hauptverantwortlich hierfür ist

die per 1. Juni 2017 vom Bundesrat in Kraft gesetzte Ventilklausel gegenüber Bulgarien und Rumänien (EU-2), welche die Zuwanderung aus diesen Staaten für die Dauer von maximal zwei Jahren begrenzt. Da sie bisher nur auf Aufenthaltsbewilligungen (Bewilligung B) angewendet wird, hat eine Verlagerung der Immigration auf die Kurzaufenthaltsbewilligungen (Bewilligung L) eingesetzt. Wird bei der Betrachtung der Zuwanderung auch die nichtständige Wohnbevölkerung (inkl. Kurzaufenthalter) miteinbezogen, liegt die Nettozuwanderung des vergangenen Jahres nur 4.2% unter jener des Vorjahrs.

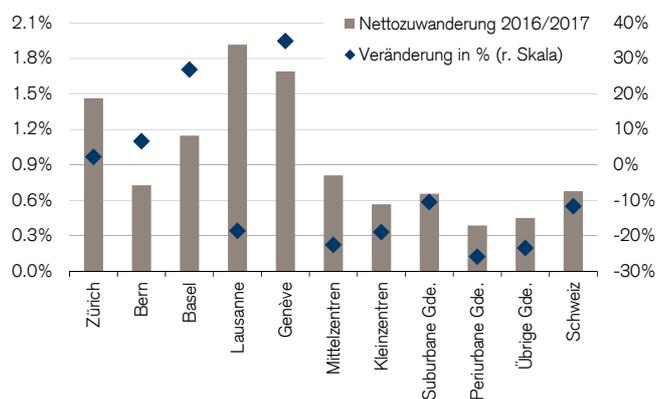
**2018 dürfte die Nettozuwanderung stagnieren**

Einiges spricht dafür, dass die Zuwanderung im laufenden Jahr die Talsohle durchschreiten wird. Der wichtigste Faktor dabei ist das Wiedererstarken der Konjunktur (vgl. Abb. 22). Wir rechnen für 2018 mit einem Wachstum des Bruttoinlandprodukts (BIP) von 1.7% (Vorjahr: 1.0%) und einem Beschäftigungswachstum von 0.5% (Vorjahr: 0.3%). Da der Bundesrat die Kontingente für die Zuwanderung aus Drittstaaten im Jahr 2018 um 500 erhöht hat, ist hier mit einer leichten Zunahme zu rechnen. Ebenfalls um 250 B-Bewilligungen und 1000 L-Bewilligungen erhöht wurden die Kontingente für Dienstleistungserbringer ohne Schweizer Arbeitsvertrag aus EU-/EFTA-Staaten. Negativ könnten sich eine allfällige Verlängerung und Ausweitung der Ventilklausel gegenüber Bulgarien und Rumänien auf die Kurzaufenthalter auswirken. Summa summarum rechnen wir für 2018 mit einer stagnierenden Nettozuwanderung von rund 50'000 Personen.

**Zuwanderung mehrheitlich in die Grosszentren**

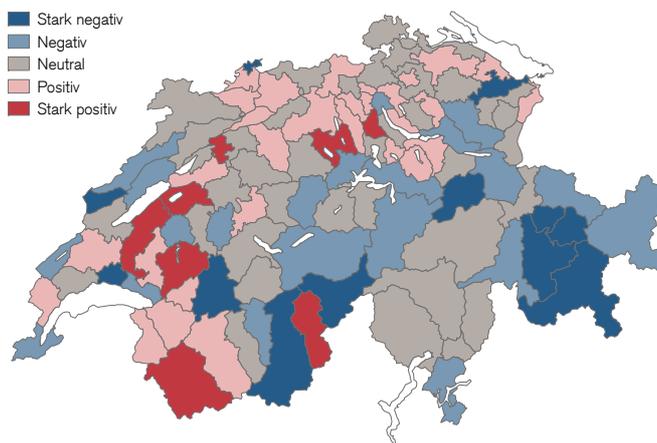
Der Rückgang der Zuwanderung ist vor allem ausserhalb der Grosszentren zu spüren. In den Jahren 2016 und 2017 zog es Zuwanderer aus dem Ausland primär in die fünf grossen Wirtschaftszentren des Landes. Deren Bevölkerung wuchs in diesen beiden Jahren durch die Nettozuwanderung durchschnittlich um 0.7% (Bern) bis 1.9% (Lausanne) – deutlich stärker also als die übrigen Zentren sowie die Gemeinden ausserhalb der Zentren (vgl. Abb. 24). Auffällig ist dabei auch, dass vier von fünf Grosszentren im Jahr 2017 entgegen dem rückläufigen nationalen Trend sogar eine steigende Nettozuwanderung im Vergleich zum Vorjahr aufwiesen. Sehr deutlich fiel dieser Anstieg in den Städten Basel (+26.9%) und Genf (+34.9%) aus. Die für das laufende Jahr erwartete allmähliche Stabilisierung der Zuwanderung hat in diesen Zentren folglich bereits eingesetzt. Von einer Nachfrageflaute auf dem Mietwohnungsmarkt ist in den Grosszentren daher wenig zu spüren.

**Abb. 24: Internationale Zuwanderung nach Gemeindetyp**  
 Nettozuwanderung 2016/2017 in % der Einwohnerzahl des Vorjahrs, Veränderung 2016 – 2017 in % (rechte Skala), mit Registerkorrekturen



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

**Abb. 25: Binnenwanderungen**  
 Saldo im Verhältnis zur Einwohnerzahl der Vorjahre, 2015/2016



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, Geostat

**Binnenwanderungen konzentrieren sich auf das Umland der Grosszentren**

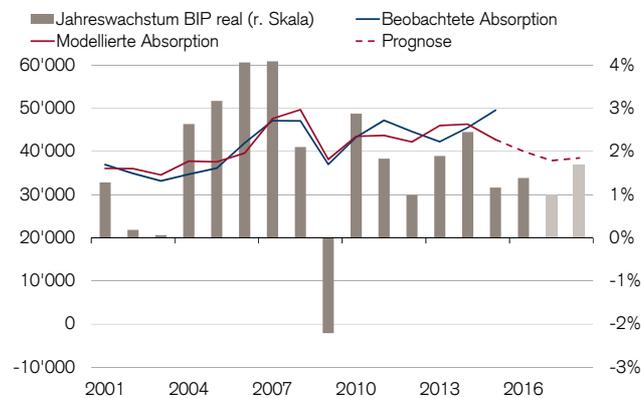
Während demnach Zuwanderer primär die Grosszentren ansteuern, verlassen umzugswillige Haushalte diese tendenziell zugunsten von Regionen ausserhalb der Grosszentren (vgl. Abb. 25). Im Fokus liegen dabei suburbane bis ländliche Gemeinden in Pendeldistanz zu den Grossagglomerationen. Nicht selten dürfte das Motiv für einen solchen Umzug im Erwerb von bezahlbarem Wohneigentum liegen, sodass diese Zusatznachfrage nur teilweise dem Mietwohnungsmarkt zugutekommt. Im Vergleich mit der zuwanderungsintensiven Periode von 2010 bis 2014 zeigt sich ausserdem, dass der Wegzug von Haushalten aus den Grosszentren und ihren direkten Nachbarregionen in den Jahren 2015 bis 2016 nachgelassen hat – dies insbesondere im Grossraum Zürich, wo die hohe Bautätigkeit für eine leichte Entspannung des Marktes gesorgt hat.

## Wirtschaftsaufschwung kurbelt die Mietwohnungsabsorption an ...

Die Zuwanderung ist unbestrittenermassen eine wichtige Nachfragedeterminante des Mietwohnungsmarktes. Nicht zu vernachlässigen ist jedoch der Faktor Konjunktur. Dieser wirkt sich über drei Kanäle auf die Mietwohnungsnachfrage aus. Der erste Kanal führt wiederum über die Zuwanderung: Bei steigender Wirtschaftsaktivität werden mehr Stellen geschaffen, was die Attraktivität für Zuwanderer erhöht. Entscheidend ist hierbei auch die konjunkturelle Lage in den Herkunftsländern der Zuwanderer (vgl. Abb. 22). Zweitens stützt ein wirtschaftlicher Aufschwung, wie wir ihn für das laufende Jahr erwarten, die Mietwohnungsnachfrage auch losgelöst von der Zuwanderung, denn auch die Inländer fragen mehr Wohnungen nach, wenn sich die wirtschaftlichen Aussichten verbessern. So wird z.B. ein Pied-à-terre am Arbeitsort zugemietet, oder die Kinder verlassen das Elternhaus früher. Mittels eines statistischen Modells haben wir die jährliche Wohnungsabsorption in Abhängigkeit der Zuwanderung und des BIP modelliert (vgl. Abb. 26). Basierend auf diesem Modell sowie unseren aktuellen Prognosen für die Nettozuwanderung und das BIP-Wachstum rechnen wir für 2018 mit einem leichten Anstieg der Wohnungsabsorption um rund 500 Wohneinheiten (Miete und Eigentum).

**Abb. 26: Wirtschaftswachstum und Wohnungsnachfrage**

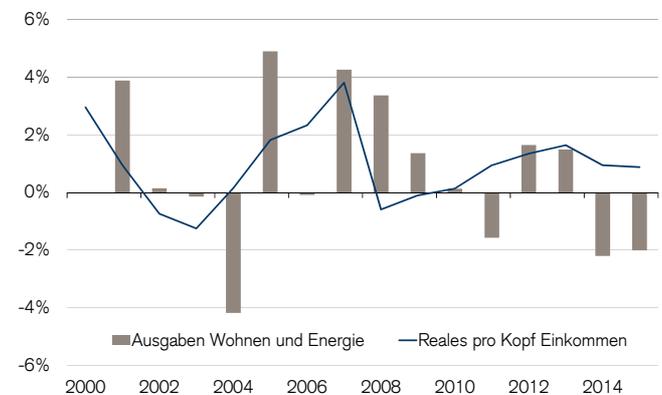
Absorption (tatsächlich und modelliert) in Anzahl Wohneinheiten



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

**Abb. 27: Einkommen und Wohnausgaben**

Entwicklung der Ausgaben für Wohnen und Energie und des realen Pro-Kopf-Einkommens, Jahreswachstumsraten in %



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

## ... und erhöht die Haushaltsbudgets fürs Wohnen

Ein dritter Effekt des wirtschaftlichen Aufschwungs bezieht sich nicht auf die Wohnungsabsorption, sondern auf die Struktur der Wohnungsnachfrage: Es werden tendenziell grössere Wohnungen an besserer Lage und mit besserem Ausbaustandard nachgefragt. Dies äussert sich auch darin, dass der Anteil der Ausgaben für Wohnen am Haushaltsbudget über die Jahre sehr stabil ist. Mit steigenden Einkommen steigen folglich tendenziell auch die getätigten Wohnausgaben (vgl. Abb. 27). Damit stehen die Chancen gut, dass sich im Zuge der wirtschaftlichen Erholung die Nachfragesituation auch ausserhalb des günstigsten Preissegments etwas stabilisiert. Auch wenn die dadurch generierte Zusatznachfrage nicht reichen wird, um den Abschwung des Mietwohnungsmarktes zu beenden, kommt der konjunkturelle Rückenwind doch zur richtigen Zeit.

## Keine Trendwende beim Mietwohnungsbau in Sicht

### Angebot: Bauboom in der Agglomeration

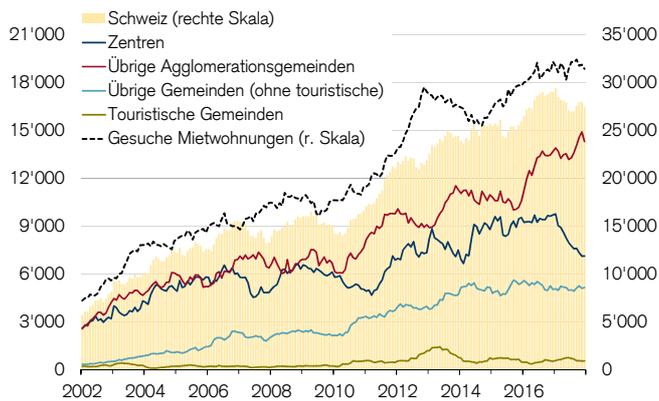
«Jedes Angebot schafft sich seine Nachfrage selbst». Sinn gemäss mit diesen Worten fasste der berühmte Ökonom John Maynard Keynes das sogenannte Say'sche Gesetz zusammen, und genau gemäss dieser Maxime scheinen die Immobilieninvestoren noch immer zu handeln. 2017 wurden insgesamt über 27'000 Mietwohnungen baubewilligt (vgl. Abb. 28). Dies sind zwar über 1500 Wohneinheiten weniger als im Vorjahr, der Verlauf der Baugesuche lässt aber nicht darauf schliessen, dass es sich hierbei um ein erstes Anzeichen einer Trendwende handelt. Mit gut 31'000 projektieren Wohneinheiten hat sich die Anzahl der Baugesuche innert Jahresfrist nämlich kaum verändert und liegt weiterhin im Bereich des Höchststandes der vergangenen 20 Jahre. Dies erstaunt wenig, hat doch mit den Negativzinsen der wichtigste Treiber dieser Entwicklung nach wie vor Bestand.

## Verlagerung der Bautätigkeit von den Zentren in die Agglomerationen

Deutlich verändert hat sich hingegen in den letzten ein bis zwei Jahren die räumliche Verteilung der Bauaktivitäten. In den Zentren wurden so wenige Mietwohnungen baubewilligt wie zuletzt 2011, wogegen die Bautätigkeit in den übrigen Gemeinden der Agglomerationen (sub- und periurbane Gemeinden) seit 2015 um rund 35% gestiegen ist (vgl. Abb. 28). Das beschränkte Absorptionspotenzial und die vielerorts bereits stark erhöhten Leerstände scheinen Entwickler und Investoren derweil von einer weiteren Ausdehnung der Projektaktivitäten im ländlichen Raum abzuschrecken. Gleichzeitig sind in den Grosszentren immer weniger für den Mietwohnungsbau geeignete Flächen verfügbar, und rigide Baugesetze führen oft dazu, dass Ersatzneubauten mit höherer Dichte nicht möglich oder aber nicht wirtschaftlich sind. Die logische Konsequenz ist das Ausweichen in die Agglomerationsgemeinden.

**Abb. 28: Bautätigkeit nach Gemeindetyp**

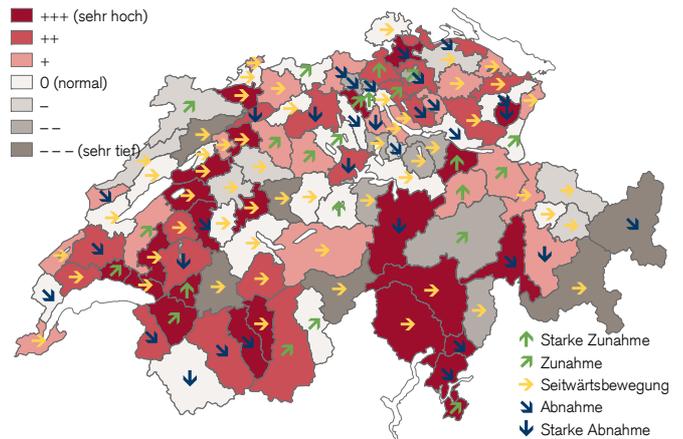
Baubewilligungen in Anzahl Wohneinheiten, 12-Monats-Summen, total (r. Skala) und nach Gemeindetyp



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

**Abb. 29: Erwartete Ausweitung Mietwohnungen 2018**

Erwartete Ausweitung im Verhältnis zur vergangenen Absorption (2011 – 2015); Pfeile: Trend im Vergleich zum Vorjahr



Quelle: Baublatt, Credit Suisse, Geostat

## Beruhigung vorab in Teilen des Aargaus und der Zentralschweiz

Dementsprechend rechnen wir für 2018 in einigen eher urbanen Regionen um die Grosszentren, wie z.B. im Nordosten von Zürich oder in den Regionen um Lausanne, mit einer steigenden Zahl fertiggestellter Mietwohnungen (vgl. Abb. 29). Aber auch in vielen weiteren Regionen, etwa in weiten Teilen der Kantone Waadt, Freiburg, Solothurn und Tessin, erwarten wir für das laufende Jahr einen Wohnungszugang, der über dem mittleren jährlichen Bedarf der jüngeren Vergangenheit liegt. In solchen Regionen (in der Karte rot hinterlegt) dürften die Leerstände tendenziell auch 2018 weiter steigen. Eine Beruhigung der Bautätigkeit zeichnet sich derzeit hingegen in Teilen der Zentralschweiz und des Kantons Aargau ab. Insbesondere in letzterer Region dürfte diese Entwicklung willkommen sein, wurde hier die Vermarktung von Mietwohnungen zuletzt doch zunehmend schwieriger.

## Baukosten stabil bei rund CHF 350'000 pro Wohnung

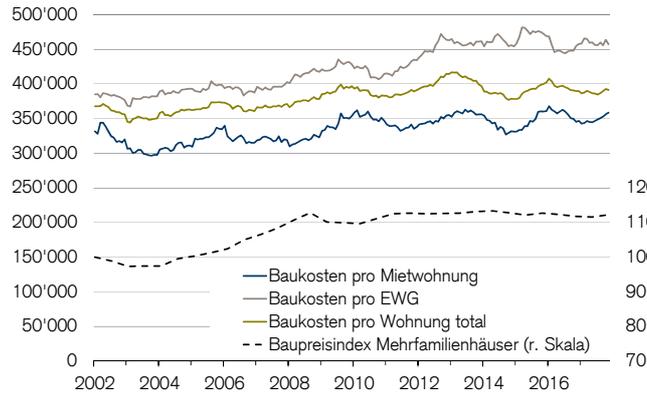
Die Baukosten für eine durchschnittliche Mietwohnung belaufen sich heute (gemeinschaftlich genutzte Flächen eingerechnet) auf rund CHF 350'000 (vgl. Abb. 30). Sie liegen damit um gut 20% unter dem Kostenniveau einer Eigentumswohnung und bewegen sich im Wesentlichen seit rund acht Jahren seitwärts. Die Baupreise waren in diesem Zeitraum sehr stabil, während sich der einst vorherrschende Trend zu wachsenden Wohnungsgrössen nicht mehr fortsetzte. Andererseits ist gesamtwirtschaftlich jedoch auch kein starker Trend hin zu erschwinglichen Mietwohnungen mit Abstrichen bei der Zimmergrösse und dem Ausbaustandard festzustellen.

## Trend zu günstigeren Wohnungen in den urbanen Regionen

Eine kantonale Betrachtung fördert indessen deutliche regionale Unterschiede zutage (vgl. Abb. 31). So lassen sich Bauherren im wirtschaftlich starken Kanton Zug eine Mietwohnung rund CHF 550'000 kosten, im Kanton Jura hingegen nur CHF 280'000. Nebst Unterschieden im Ausbaustandard reflektieren diese Kostendifferenzen regionale Unterschiede bei den mittleren Wohnungsgrössen sowie zu einem gewissen Teil auch bei den Baupreisen. Vergleicht man die mittleren Preise der Jahre 2015 bis 2017 mit jenen der Jahre 2010 bis 2014, fällt auf, dass die urban geprägten Kantone Zürich (-7.4%), Basel-Stadt (-4.6%) und Genf (-5.8%) entgegen dem nationalen Trend (+2.8%) sinkende Baukosten pro Wohnung aufwiesen. Das hohe Mietpreinsniveau und die kleinen Haushaltsgrössen führen dazu, dass preisgünstige, kleinere Wohnungen hier stärker nachgefragt werden und sich auch aus Investorensicht rechnen.

**Abb. 30: Baukosten nach Wohnungssegment**

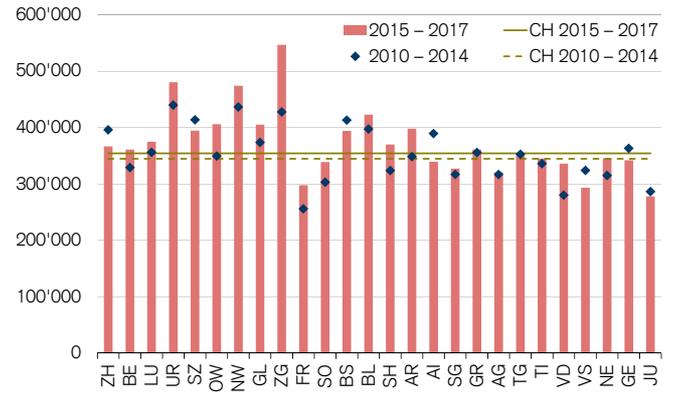
Mehrfamilienhäuser ohne Mischnutzung, inklusive Kosten für Parkplätze, Garagen und Grünflächen, in CHF pro Wohneinheit; Baupreisindex: 2002 = 100



Quelle: Baublatt, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

**Abb. 31: Baukosten von Mietwohnungen nach Kanton**

Mehrfamilienhäuser ohne Mischnutzung, inklusive Kosten für Parkplätze, Garagen und Grünflächen, in CHF pro Wohneinheit



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

## Marktergebnis: Druck auf Mieten dürfte anhalten

### Leerwohnungen nehmen weiter zu, ...

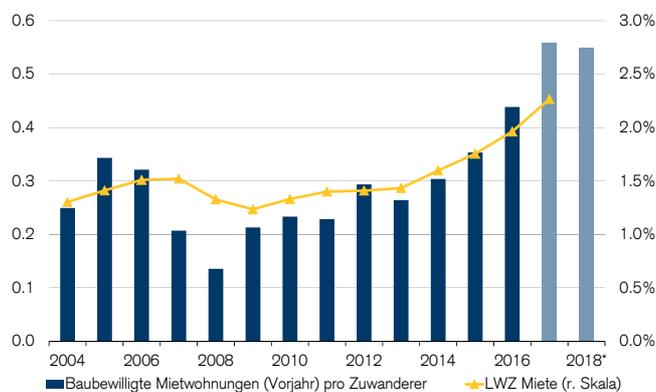
Das Auseinanderklaffen von Nachfrage und Angebot hinterlässt auf dem Mietwohnungsmarkt zunehmend Spuren. Dies lässt sich etwa illustrieren, indem die baubewilligten Mietwohnungen in Bezug zur Nettozuwanderung gesetzt werden (vgl. Abb. 32). In der jüngeren Vergangenheit war der Bau von rund 0.2 bis 0.3 Mietwohnungen pro Zuwanderer nötig, um eine vollständige Absorption der neu erstellten Wohnungen und damit eine stabile Entwicklung der Leerstände zu gewährleisten. 2017 lag diese Quote bei Schätzungsweise 0.56. Das Resultat war ein deutlicher Anstieg der Leerwohnungsziffer auf einen Stand von knapp 2.3%. Da wir für das laufende Jahr eine anhaltend hohe Bautätigkeit und einen nur leichten Anstieg der Nachfrage erwarten, dürften die Leerstände erneut deutlich zunehmen und im Bereich von 2.5% zu liegen kommen.

### ... und die Vermarktung bleibt ausserhalb der Zentren anspruchsvoll

Dass die Vermarktung von Mietwohnungen anspruchsvoller geworden ist, zeigt sich auch an den fortgesetzt hohen Insertionszeiten. 2017 war ein Mietwohnungsinserat im Mittel 40 Tage online. Dieser Wert liegt 9 Tage über dem 10-Jahres-Durchschnitt. Der Rückgang der Vermarktungszeiten im 2. Halbjahr 2017 (vgl. Abb. 33) darf nicht als Zeichen für eine Erholung des Marktes gewertet werden. Vielmehr scheint er dadurch bedingt, dass Vermieter rascher mit Preisnachlässen auf Vermarktungsschwierigkeiten reagieren (siehe unten).

**Abb. 32: Baubewilligte Mietwohnungen pro Zuwanderer**

Baubewilligte Wohneinheiten (Vorjahr) im Verhältnis zur Nettozuwanderung, Entwicklung der Leerwohnungsziffer (LWZ) in % des Mietwohnungsbestands

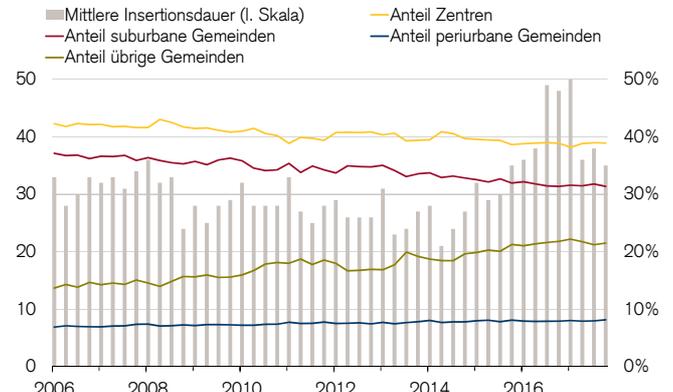


\* 2017: Schätzung, 2018: Prognose

Quelle: Baublatt, Staatssekretariat für Migration, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

**Abb. 33: Mietangebote und Insertionsdauer**

Mittlere Insertionsdauer Mietwohnungen in Anzahl Tagen (linke Skala) und Verteilung der inserierten Mietwohnungen auf Gemeindetypen



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

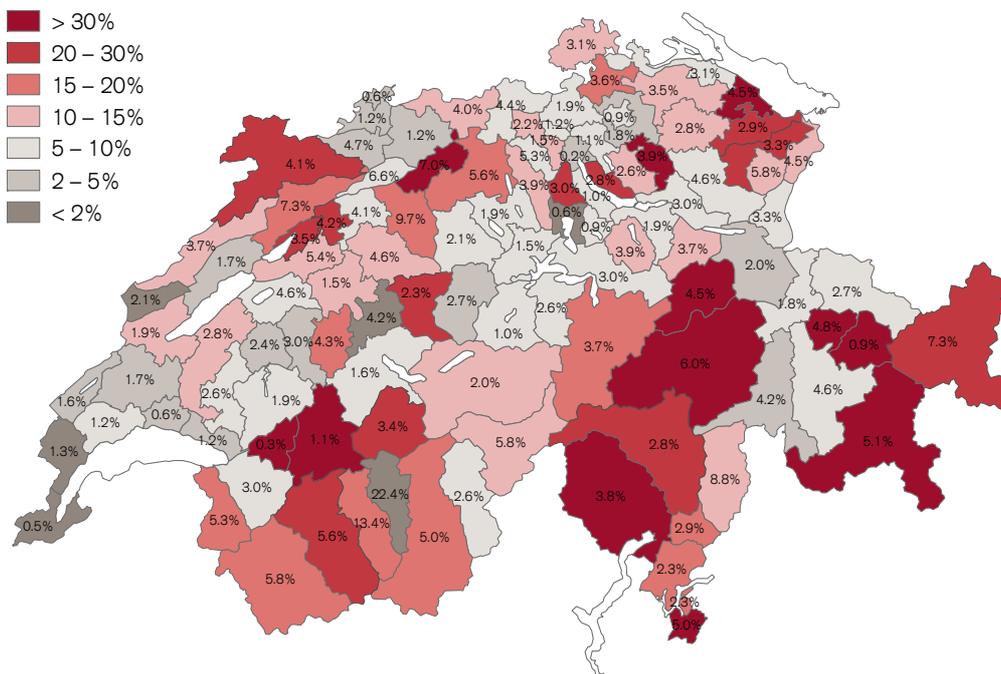
Das Angebot auf den Online-Marktplätzen ist dabei in den letzten zehn Jahren in den ländlichen Gemeinden am stärksten gewachsen, wo sich die Vermarktungssituation mittlerweile besonders schwierig präsentiert. Die Zentren sowie die sub- und periurbanen Agglomerationsgemeinden holen jedoch in dieser Hinsicht auf: In den Agglomerationsgemeinden dürfte die starke Bautätigkeit in den nächsten ein, zwei Jahren zu einem spürbaren Anstieg der Insertionszeiten und Leerstände führen. Die Überangebotsproblematik rückt damit näher an die Zentren, tangiert diese aber noch nicht. In den fünf Grosszentren lag die mittlere Insertionsdauer 2017 auf tiefen Niveaus zwischen 21 Tagen (Bern) und 35 Tagen (Basel). In Basel und Lausanne ging sie im Vorjahresvergleich gar leicht zurück.

**Vermeehrt Leerstände in neuen Wohnungen**

Leerstände sind längst nicht mehr nur im Bestand anzutreffen. Von den knapp 65'000 Wohnungen, die per 1. Juni 2017 als leer stehend gemeldet wurden, handelt es sich bei 10'000 um ab 2015 fertiggestellte Neubauwohnungen. Aufschlussreich ist der Anteil der Leerstände bei den neuen Wohnungen. Gemäss unserer Schätzung standen per 1. Juni 2017 rund 11% aller Neubauwohnungen (Eigentum und Miete) leer (vgl. Abb. 34). Zunehmend betroffen sind dabei vor allem 3-Zimmer-Wohnungen. Am häufigsten anzutreffen sind leere Neuwohnungen in weiten Teilen des Alpenraums, im Tessin sowie in Teilen der Ost- und Nordwestschweiz mit Quoten von teilweise mehr als 20% oder gar 30%. Einige dieser Regionen haben stark erhöhte Mietwohnungsleerstände, die offenbar auch den Markt für Neuwohnungen in Mitleidenschaft ziehen (z.B. Olten oder Sion). In anderen Regionen scheinen Neubauprojekte trotz erhöhter Mietwohnungsleerstände noch bessere Chancen zu haben (z.B. Aaretal, Laufental, Mutschellen). In peripheren Regionen dauert die Vermarktung neuer Wohnungen generell meist länger, obwohl keine strukturellen Überangebote vorliegen (z.B. Kandertal, Oberes Emmental).

**Abb. 34: Leerwohnungsziffer Neubauwohnungen und Mietwohnungen**

Einfärbung: Leere Neubauwohnungen (< 2 Jahre, Wohneigentum und Mietwohnungen) in % des Gesamtbestands an Neubauwohnungen (Schätzung); Beschriftung: Regionale Leerwohnungsziffer Mietwohnungen



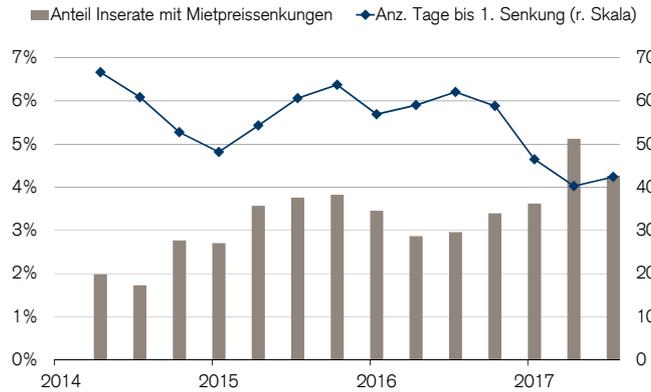
Quelle: Bundesamt für Statistik, Baublatt, Credit Suisse, Geostat

**Mietpreissenkungen bei inserierten Wohnungen**

Die ausserhalb der Zentren schwindende Marktmacht der Vermieter zwingt diese dazu, grössere Anstrengungen zu unternehmen, um Mietwohnungen erfolgreich zu vermitteln. Doch auch ein intensives Marketing oder der Einsatz von Zusatzanreizen wie Gratis-Monatsmieten oder Gutscheine reicht zunehmend nicht mehr aus. Immer öfter werden Wohnungen, die ohne Erfolg auf Online-Marktplätzen ausgeschrieben waren, zu tieferen Mieten neu inseriert. 2017 war dies bereits bei über 4% der inserierten Mietwohnungen der Fall, Tendenz steigend (vgl. Abb. 35). Gleichzeitig nimmt die Zeitspanne, innerhalb der eine Senkung vorgenommen wird, deutlich ab.

**Abb. 35: Preissenkungen auf Immobilienportalen**

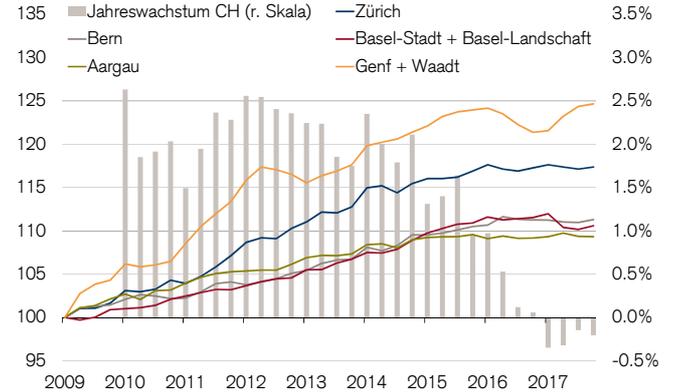
Anteil der inserierten Wohnungen, deren Preise im Zeitverlauf gesenkt wurden, und mittlere Anzahl Tage bis zur ersten Senkung



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

**Abb. 36: Entwicklung der Angebotsmieten**

Indizes für ausgewählte Kantone: 2009 = 100 (linke Skala)



Quelle: Homegate, Credit Suisse

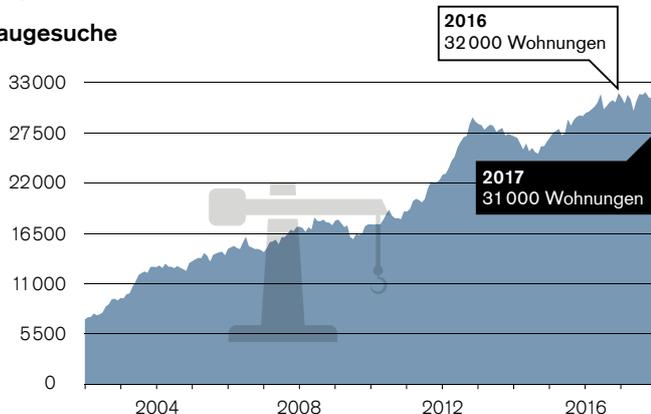
**Korrektur der Mietpreise dürfte 2018 anhalten**

Das Auseinanderklaffen von Angebot und Nachfrage hat im vergangenen Jahr insgesamt zu leicht rückläufigen Angebotsmieten geführt (vgl. Abb. 36). Eine Ausnahme bilden die Kantone Genf und Waadt, wo die Mieten nach einem Rückgang im Vorjahr 2017 wieder etwas zulegten. Tendenziell setzt sich jedoch die Abschwächung des Mietpreiswachstums über alle Regionen hinweg fort. Daran dürfte sich auch 2018 wenig ändern. Wir rechnen mit einem Rückgang der Angebotsmieten um rund 1%.

# Ausblick Mietwohnungen 2018

## ↗ Angebot

### Baugesuche



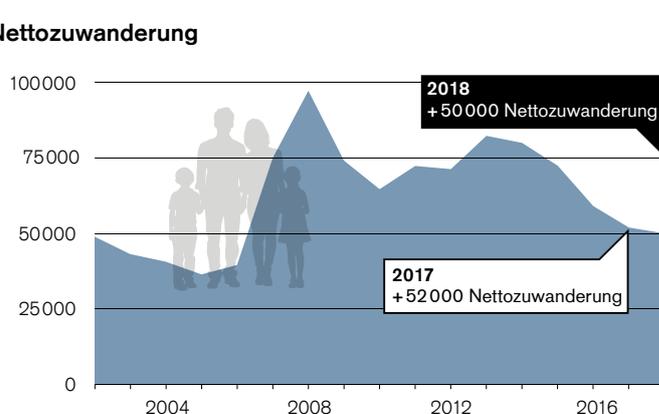
#### Negativzinsen treiben den Wohnungsbau:

- Pipeline an Mietwohnungen bleibt prall gefüllt
- Fokus der Bautätigkeit verschiebt sich auf Agglomerationsgemeinden
- Baubewilligungen Agglomerationsgemeinden: +35% (seit 2015)

**2018: Anzahl neuerstellter Mietwohnungen steigt nochmals leicht an**

## ➔ Nachfrage

### Nettozuwanderung



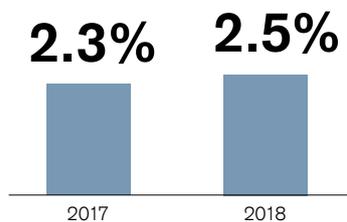
#### Wiedererstarben der Konjunktur:

- Stabilisiert die Nettozuwanderung
- Stützt die Mietwohnungsnachfrage der Inländer

**2018: Zunahme der Absorption: +500 Wohneinheiten**

## ↗ Leerstände

In %

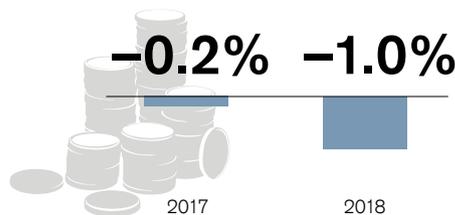


#### Fortgesetzter Anstieg der Leerstandsziffer:

- Bautätigkeit bleibt hoch
- Nur leichter Anstieg der Nachfrage

## ↘ Mietpreise

Wachstum Angebotsmieten in %



#### Fortgesetzter Rückgang der Angebotsmieten:

- In allen Regionen
- Vermehrt Neuinsrierung zu tieferen Mieten

## ↗ Insertionsdauer

In Tagen



#### Dauer der Inserierung von Mietwohnungen auf den Onlineportalen:

- 10-jähriger Mittelwert = 31 Tage
- 2017: 40 Tage

**2018: 40-45 Tage**

## ↘ Performance

Gesamtrendite von Mietwohnungsliegenschaften



#### Gesamtrendite von Mietwohnungsliegenschaften:

- Druck auf Mieterträge steigt aufgrund von sinkenden Mieten und wachsenden Leerständen
- Zinsbedingt hoher Anlagedruck bleibt 2018 bestehen und dürfte weitere Wertzuwächse bescheren

**2018: Gesamtrendite dürfte etwas geringer ausfallen als 2017 und im Bereich von 4-6% zu liegen kommen**

## Exkurs Hochhäuser

# Comeback der Wohnhochhäuser

Wohnhochhäuser erleben eine Renaissance. Sie scheinen an zentralen Lagen ein passendes Produkt für urbane Wohnwünsche zu sein. Wir untersuchen die Gründe für die Wiederentdeckung des Wohnhochhauses und zeigen basierend auf Erkenntnissen der jüngst realisierten Bauten, welche Faktoren aus Sicht des Investors zu einem erfolgreichen Projekt beitragen.

### Wohnhochhäuser erleben seit 2010 ein Revival

Das Bel-Air-Métropole in Lausanne (erbaut 1932) kann als das erste Hochhaus in der Schweiz bezeichnet werden. Kurze Zeit später entstand mit dem Tour de Rive in Genf (fertiggestellt 1938) das erste Wohnhochhaus. Einen wahren Boom erlebte das Wohnhochhaus aber erst in den 1960er- und 1970er-Jahren. In diesen zwanzig Jahren wurden über 340 Gebäude mit fünfzehn und mehr Stockwerken erstellt (vgl. Abb. 37). Berühmte Zeugen aus dieser Zeit sind etwa das Tscharnergut (1958 – 1967) in Bern-Bethlehem oder die Hardau-Hochhäuser (1976 – 1978) in Zürich. Danach wurde es lange still um das Wohnhochhaus. Erst seit etwa 2010 erlebt das Hochhaus ein Comeback – die Zahl der neuen Türme liegt jedoch noch deutlich unter derjenigen der ersten Boomperiode.

### Hintergründe für das Revival von Wohnhochhäusern

#### Wiederentdeckte Attraktivität der Städte

Ein Treiber des jüngsten Hochhausbooms ist wie schon in der ersten Boomphase der Trend zur Reurbanisierung. Städte sind die Brennpunkte des wirtschaftlichen, gesellschaftlichen und kulturellen Lebens und entfalten dadurch eine hohe Anziehungskraft. In den letzten Jahren sind die Kernstädte zudem wieder lebenswerter geworden. Die Verlagerung industrieller Tätigkeiten, gezielte Verkehrsberuhigungen sowie Investitionen in den öffentlichen Raum haben die Kernstädte aufgewertet. Gleichzeitig hat der Stellenwert der städtischen Infrastruktur in Bereichen wie Bildung, öffentlicher Verkehr oder Kinderbetreuung zugenommen. Insbesondere der öffentliche Verkehr wurde und wird in den Städten massiv ausgebaut.

#### Infrastrukturelle und soziale Dichte gewinnt an Bedeutung

Die Wiederentdeckung der Städte als beliebte Wohnstandorte ist auch die Folge verschiedener gesellschaftlicher Trends. Sinkende Haushaltsgrößen infolge der demografischen Alterung, hohe Scheidungsraten sowie der Trend zum Alleinleben lassen die infrastrukturelle und soziale Dichte sowie möglichst gut erschlossene Standorte an Bedeutung gewinnen. Moderne Lebensformen und die Anforderungen von Doppelverdienerhaushalten verlangen einerseits nach Mobilität und andererseits nach spezifischen Dienstleistungen, wie beispielsweise Reinigung, Wäscheservice, Ferienbetreuung oder Hauslieferdienst von Mahlzeiten und Lebensmitteln. Solche Dienstleistungen können nur dort kostengünstig erbracht werden, wo die Wohndichte genügend hoch ist. In diesem Zusammenhang können Wohnhochhäuser ihre Vorteile dank ihrer integrierten Servicedienstleistungen und ihrer zentralen Lage voll ausspielen.

#### Wohnhochhäuser prädestiniert für moderne Lebensformen

In ihrer Summe führen diese Trends in Verbindung mit einer dynamischen Zuwanderung zu einem hohen Siedlungsdruck in den Zentren. In Anbetracht der starken Einwohnerzuwächse und des notorischen Flächenmangels in den Städten sind Wohnhochhäuser eine mögliche Antwort, eignen sie sich doch zur baulichen Verdichtung. Belegungsdaten (wie Anzahl Bewohner oder Beschäftigte pro Hektare) bestätigen, dass Hochhäuser eine deutlich höhere Personendichte aufweisen als konventionelle Bauten. Dank ihrer vertikalen Schichtung mit einer grossen Anzahl von Wohnungen eignen sich Hochhäuser zudem gut für die Sharing Economy. Flexibel zumietbare Gästezimmer sowie gemeinschaftlich genutzte Büros, Dachterrassen oder Fitnessräumlichkeiten entsprechen dem Zeitgeist, der bis hin zu Co-Living-Gemeinschaften gehen kann. Die hohe Dichte ist zudem mit Blick auf die gewerblichen Nutzungen in den erdgeschossnahen Stockwerken nicht nur erwünscht, sondern vielfach Voraussetzung für nichtdefizitäre gewerbliche Betriebe. Die Wohnhochhäuser der heutigen Generation unterscheiden sich diesbezüglich von den Grossüberbauungen der 1960er- und 1970er-Jahre, die durch hohe Anonymität und fehlende nachbarschaftliche Strukturen gekennzeichnet waren.

#### Ökologische Wohnform

Wohnhochhäuser überzeugen auch aus ökologischer Perspektive. Je dichter besiedelt ein Quartier ist, desto weniger Energie pro Kopf verbraucht es. Dank eines geringen Grundflächenverbrauchs kann der Fussabdruck pro Einwohner bei Hochhäusern sehr klein gehalten werden, und

dank der zumeist zentralen Lage schneiden diese in Bezug auf das Mobilitätsverhalten ihrer Bewohner weitaus besser ab als andere Wohnformen.

## Hohe Akzeptanz von Wohnhochhäusern

Stadtbewohner sind gegenüber Hochhäusern sehr offen eingestellt. In Basel können sich laut einer 2014 von gfs.bern durchgeführten Studie<sup>3</sup> 54% der Befragten das Leben in einem Hochhaus sehr oder eher gut vorstellen; in Zürich waren es 2016 mit immer noch 48% etwas weniger.<sup>4</sup> Die Zustimmung ist besonders bei Bewohnern innerstädtischer und gut erschlossener Lagen hoch. In der Stadt Zürich Geborene können dem Hochhaus jedoch weniger (39%) abgewinnen als Zuzüger aus anderen Städten, aus der Agglomeration oder vom Land (rund 55%).

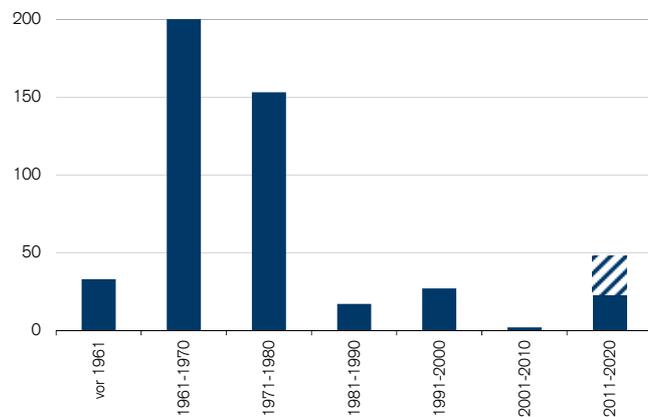
## Hochhäuser entstehen vor allem an gut erschlossenen Zentrumslagen, ...

### Erfahrungen aus jüngst realisierten Wohnhochhäusern

Mit zunehmender Gebäudehöhe steigen die Kosten der Wohnflächenproduktion überdurchschnittlich. Die Realisierung von Hochhäusern ist daher mit Mehrkosten von 10% bis 25% verbunden.<sup>5</sup> Die Gründe dafür sind technischer und regulatorischer Natur (z.B. besondere Brandschutzvorschriften). Erschwerend kommt hinzu, dass in der Schweiz eine höhere Verdichtung (gegenüber normalen Überbauungen) vielfach nur über Gestaltungspläne möglich ist, die wiederum einen langwierigen politischen Prozess durchlaufen müssen. Das Hochhaus muss damit die Kostennachteile primär durch höhere Quadratmeterpreise wettmachen. Den Aufpreis für die besondere Sicht und die bessere Besonnung in höheren Stockwerken ist der Bewohner aber nur zu bezahlen bereit, wenn das Hochhaus auch an vorteilhafter Lage steht. Die oben erwähnten Nachfragetrends erfordern eine gute Erschliessung mit dem öffentlichen Verkehr sowie eine hohe Dichte an Infrastrukturangeboten. Derartige Qualitäten sind zumeist nur an Zentrumslagen gegeben. Hochhäuser sind jedoch nicht überall willkommen. Um die Integration von Hochhäusern in das Stadtbild sicherzustellen, haben inzwischen viele Städte Hochhausleitbilder verabschiedet, welche die Lage von Hochhäusern verbindlich regeln.

**Abb. 37: Wohnhochhäuser nach Bauperioden**

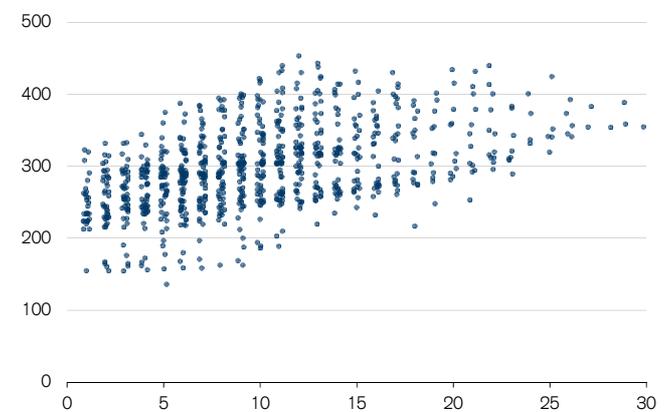
Gebäude mit 15 oder mehr Stockwerken; ab 2016: Schätzung



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

**Abb. 38: Wohnungsmieten nach Stockwerk**

Nettomieten in CHF/m<sup>2</sup> und Jahr, Gebäude ab 10 Stockwerken, Baujahr ab 1995



Quelle: Real Estate Investment Data Association (REIDA), Credit Suisse

## ... aber auch die Agglomeration wächst in die Höhe

Der wachsende Siedlungsdruck hat auch in den Vororten der Grosszentren den Bau von Hochhäusern angekurbelt. Obwohl an Orten wie Pratteln, Köniz, Ostermündigen, Dietikon oder Dübendorf weder die Lagequalität noch die Zahlungsbereitschaft der Käufer und Mieter das Niveau der Kernstädte erreichen, verlief die Vermarktung in den meisten Fällen reibungslos. Dazu mag auch beigetragen haben, dass die betreffenden Hochhäuser mit wenigen Ausnahmen in Gehdistanz zu S-Bahn-Haltestellen erstellt wurden. Aus Investorensicht erzielt ein ansprechend gestaltetes Hochhaus als Teil einer Überbauung eine hohe Aufmerksamkeit. Damit kann der Investor auch potenzielle Bewohner ausserhalb des üblichen Einzugskreises einer Überbauung erreichen. Ausserhalb der Kernstädte muss aber umso mehr Wert auf die Gestaltung gelegt werden, da das Hochhaus oftmals als Solitär das Ortsbild prägt.

<sup>3</sup> gfs.bern (2014). *Nein als Folge aufsummierter Einzelkritik – Nachanalyse zur kantonalen Abstimmung zur Stadtrandentwicklung Ost*.

<sup>4</sup> Zimmerli, J. (2016). *Akzeptanz städtischer Dichte – Erwartungen und Prioritäten zum Wohnen in der Stadt Zürich*. Zürich: Raum + Gesellschaft.

<sup>5</sup> Siehe dazu auch Credit Suisse Bulletin Nr. 5/2015: «Häuser für Milliarden».

## Optimierungspotenzial bei der Preisstaffelung nach Stockwerk

Die Staffelung der Preise ist das zentrale Element, mit dem der Investor die Mehrkosten des Baus kompensieren kann. Anhand der Datenbank der Real Estate Investment Data Association (REIDA) haben wir eine kleine Stichprobe von 15 neueren Wohnhochhäusern mit 900 Mietverträgen analysiert. Die Medianmiete beträgt CHF 290/m<sup>2</sup> und Jahr, die Medianfläche umfasst 82 m<sup>2</sup> (vgl. Abb. 38). Für die mittlere Wohnung resultiert damit eine Miete von 1980 CHF pro Monat. Die durchschnittliche Vertragsdauer beträgt zwei Jahre, womit es sich praktisch um Marktmieten handelt. Aus den vorliegenden Mietpreisen pro Quadratmeter schätzen wir den Preisaufschlag in den höheren Stockwerken verglichen mit dem ersten Stockwerk (vgl. Abb. 39).<sup>6</sup> An den Resultaten fällt auf, dass der Aufschlag nicht linear ist, sondern relativ genau einem Polynom folgt. Die Aufschläge sind folglich in den unteren Stockwerken tief und nehmen dann abflachend zu.

## Kleine Wohnungen finden guten Absatz

Gestützt auf die Vermarktungsdauer von kürzlich realisierten Wohnhochhäusern lässt sich die Preisgestaltung weiter optimieren. Dabei beschränkt sich unsere Untersuchung auf diverse Einzelprojekte und erhebt nicht den Anspruch der Repräsentativität. Wir konzentrieren uns zudem stärker auf Mietwohnungen, da diese die überwiegende Mehrheit der Hochhausprojekte darstellen. Es lässt sich vielfach beobachten, dass die Vermarktung der (teuren) Wohnungen auf den oberen Stockwerken lange dauert. Einen sehr guten Absatz erfahren dagegen die kleinen Wohnungen mit zumeist 2.5-Zimmern, und zwar unabhängig vom Stockwerk. Hierin widerspiegelt sich der Trend zum Alleinwohnen bzw. die vorhandene Nachfrage nach Zweitwohnungen in den Grosszentren. Dagegen dominieren im Wohnungsmix häufig die 3.5-Zimmer-Wohnungen. Eine differenziertere Preisgestaltung müsste daher die unteren und kleinen Wohnungen preislich etwas anheben, die oberen dagegen eher etwas entlasten. Wenig Spielraum besteht in den untersten Stockwerken ohne besondere Aussicht. Dort richten sich die Preise in der Regel nach denjenigen benachbarter Liegenschaften. Beim untersten Stock mit Aussicht (etwa dem sechsten, je nach Lage) könnten etwas höhere Preise am Markt realisiert werden. Darüber wächst die Zahlungsbereitschaft für mehr Höhe meist nur geringfügig, da auch die Aussicht und die Besonnung nicht deutlich besser werden. Entsprechend sollte der Preisanstieg moderater ausfallen. Für die Wohnungen im obersten Stock darf aus Prestige Gründen dagegen ein deutlicher Zuschlag verlangt werden, wie das heute schon vielfach der Fall ist. Es bleibt anzufügen, dass sich der Vermarktungserfolg von Projekt zu Projekt generell stark unterscheidet. Folglich darf die Ausgestaltung der Preisstruktur nicht losgelöst von einer eingehenden Analyse des Standorts erfolgen.

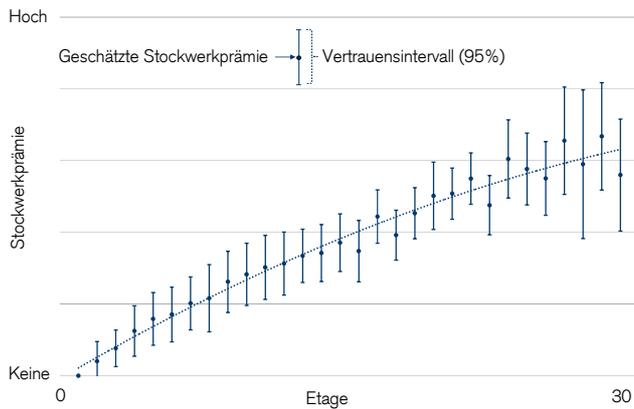
## Homogene Bevölkerungsstruktur in Hochhäusern

Neben der Preisgestaltung ist die Zielgruppe das wichtigste Element bei der Vermarktung eines Hochhauses. In diesem Kontext haben wir die Struktur der Hochhausbewohner aus verschiedenen Perspektiven unter die Lupe genommen. Analyseobjekt sind Hochhäuser ab Bauperiode 1995, als Vergleichsgrösse dient jeweils die Standortgemeinde (vgl. Abb. 40). Allgemein zeigt sich eine Spaltung zwischen den grossen Hochhäusern in den urbanen Räumen Zürich/Luzern (rote Kreise) und der restlichen Schweiz, die beispielsweise Gebäude in Lancy, Biel oder Emmen umfasst (blaue Kreise). Das Medianalter der ersten Bewohnergruppe liegt etwas unter 35 Jahren, während es bei der zweiten Gruppe etwa 45 Jahre beträgt. Interessant ist auch ein Blick auf die Streuung: Das 20%-Quantil liegt bei allen Hochhäusern höher als in der jeweiligen Standortgemeinde. Anders gesagt: Der Anteil Kinder liegt in fast allen Hochhäusern unter dem Vergleichswert der Gemeinde (rund 15%). Noch ausgeprägter ist dies in den urbanen Lagen, wo der Kinderanteil nur etwa 5% beträgt. Dort ist auch der Anteil von Singles deutlich höher als im Gemeindedurchschnitt. Männer sind zudem insbesondere in den urbanen Gebieten teils deutlich in der Überzahl. Es könnte sich dabei teilweise um Zweitwohnungen handeln. Der Verdacht, dass in Hochhäusern nur gut verdienende Expats leben, lässt sich indes nicht erhärten. Der Anteil der Schweizer Bürger liegt meist etwa im Gemeindedurchschnitt. Auch die Aufenthaltsdauer in der Schweiz liegt nur leicht unter dem jeweiligen Vergleichswert. Die meisten Bewohner sind aus einer anderen Schweizer Gemeinde zugezogen. Diese Erkenntnis deckt sich mit der vorstehend erwähnten Umfrage. Als Zielgruppe zeichnet sich damit das Bild eines alleinstehenden – aber nicht zwangsweise allein lebenden – jungen, berufstätigen Erwachsenen. Doch auch andere Bevölkerungsgruppen kommen infrage: Zahlungskräftige Rentner schätzen beispielsweise ebenfalls zentrale Lagen, und sie wären in Kombination mit betreutem Wohnen auch im höheren Alter eine attraktive Zielgruppe.

<sup>6</sup> Wir schätzen den Zusammenhang zwischen der Nettomiete und dem Stockwerk mittels einer Fixed-Effects-Regression auf Gebäudeebene. Darüber hinaus kontrollieren wir für die Mietdauer.

**Abb. 39: Schätzung der Stockwerkprämie**

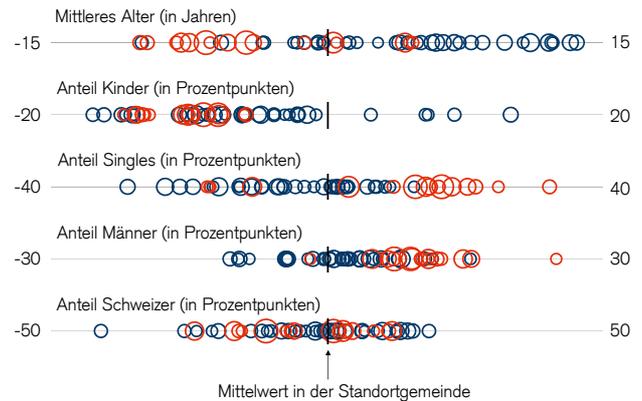
Aufschlag in % der Miete pro Quadratmeter gegenüber dem ersten Stockwerk



Quelle: Real Estate Investment Data Association (REIDA), Credit Suisse

**Abb. 40: Bevölkerungsstruktur in Hochhäusern**

Abweichung gegenüber der Standortgemeinde; die Grösse der Kreise entspricht der Anzahl Bewohner im Hochhaus; rote Kreise = urbane Orte, blaue Kreise = Rest



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

**Architektonische Gestaltung als langfristige Investition in die Vermietbarkeit**

Zweifelsohne trägt die äussere Erscheinung eines Hochhauses massgeblich zum Stadtbild bei. Aus Sicht des Investors stellt sich jedoch die Frage, inwiefern sich Investitionen in die architektonische Gestaltung auszahlen. Aus den Daten lässt sich ein solcher Zusammenhang mangels Vergleichsobjekten nicht begründen. Neubauten finden bei Mietern generell einen guten Absatz. Der Wert der gestalterischen Qualität zeigt sich folglich zumeist erst in der langfristigen Vermietbarkeit. Dies lehrt uns die Geschichte: Nach dem ersten Hochhausboom um 1970 setzte ein deutlicher Gegentrend zur Urbanisierung ein. Im Falle vieler Hochhäuser, bei denen wenig Wert auf Gestaltung gelegt wurde, liess die Nachfrage deutlich nach. Sie werden heute oftmals von wenig zahlungskräftigen Mietern bewohnt. Eine interessante Gestaltung sowie eine gelungene Einfügung in die Umgebung können also viel zur Akzeptanz bei der Bevölkerung beitragen. Mit der Planung von Hochhäusern werden daher überdurchschnittlich oft renommierte Architekturbüros beauftragt – was aber für sich allein noch keine Garantie für das Gelingen ist. Eine Knacknuss ist vielfach die Einbettung in die Umgebung. Sockelgebäuden, aus denen sich das Hochhaus erhebt, wird gerne die Funktion übertragen, das Hochhaus in die Struktur der benachbarten Gebäude einzugliedern. Hilfreich ist in jedem Fall die Integration öffentlicher Flächen, etwa eines Cafés, im Erdgeschoss. Mangels Betreiber sind solche Lösungen aber nicht immer einfach zu realisieren. Ohne Integration der lokalen Bevölkerung wird das Gebäude jedoch schnell zum Fremdkörper im Quartier, und die Vermietbarkeit nimmt ab.

**Fazit: Hohe Nachfrage, aber auch hohe Komplexität**

Mit dem Paradigmenwechsel in der Raumplanung, dem die Schweizer Bevölkerung mit dem Ja zum revidierten Raumplanungsgesetz 2013 zugestimmt hat, erhielten die Behörden den Auftrag, die Innenentwicklung gegenüber der Aussenentwicklung zu priorisieren. Weil sich Hochhäuser durch einen sehr sparsamen Grundflächenverbrauch auszeichnen, sind sie eine mögliche Lösung zur Verdichtung. Wir erwarten deshalb, dass die Renaissance dieses Bautyps noch eine Weile anhalten wird. Allein die Verbreitung moderner Lebensformen sowie die Bedürfnisse von älteren Haushalten schaffen eine ausreichende Nachfrage nach Appartements in Wohntürmen. Hochhäuser stellen jedoch höhere Anforderungen an die architektonische Gestaltung und die Einbettung in die gewachsenen Stadtstrukturen. Insofern ist die Realisierung von Wohnhochhäusern praktisch in jedem Fall komplexer als diejenige konventioneller Überbauungen.

## Büroflächen

# Fragile Nachfragebelebung

Während die Vermarktungssituation höchst anspruchsvoll bleibt, mehren sich die Zeichen, die auf eine leichte Verbesserung der Marktlage hindeuten. Wie nachhaltig diese Signale sind, muss sich erst noch weisen. Die leicht besser als erwarteten Mietpreisdaten und Angebotsquoten haben Hoffnungen aufkeimen lassen, reflektieren aber nicht die ganze Wahrheit. Wir beobachten beispielsweise, dass gewisse Flächen im Zuge des wachsenden Überangebots nicht mehr oder nur noch partiell ausgeschrieben werden. Berücksichtigt man alle im Angebot stehenden Flächen, stimmt das Bild spezifisch in den grössten Märkten nicht mehr gleichermassen hoffnungsvoll. Wegen tiefer Finanzierungskosten, attraktiver Renditespreads und mangelnder Anlagealternativen bleiben Investitionen in Büroimmobilienprojekte indessen sehr attraktiv. Nach zwei Jahren relativer Ruhe lässt sich deshalb bereits wieder eine Beschleunigung bei der Projektierung neuer Büroflächen feststellen. Angesichts des unverändert hohen Angebotsniveaus und der nur verhaltenen Nachfrageimpulse gefährden die neuen Kapitalzuflüsse die Stabilisierung des Schweizer Büroimmobilienmarktes. Die Hoffnungen ruhen daher ganz auf der graduellen Erholung der Schweizer Wirtschaft im Jahr 2018 und darauf, dass diese die Flächennachfrage ausreichend zu stimulieren vermag. Längerfristig sprechen die Alterung der Schweizer Bevölkerung, die ab 2025 mehr oder weniger in einer Stagnation der Erwerbsbevölkerung resultieren wird, sowie der sinkende Flächenverbrauch pro Mitarbeiter für eine spürbare Abnahme der Nachfragedynamik. Nachfragegestützte Trends, wie beispielsweise eine stärkere Zuwanderung, die Erhöhung der Erwerbsquote der Frauen und der Senioren sowie eine Fortsetzung der Tertiarisierung der Schweizer Wirtschaft, könnten die erwartete Wachstumsschwäche zwar mildern, werden die Situation aber kaum ins Gegenteil verkehren. Das Szenario einer langfristigen Wachstumsverlangsamung bei der Büroflächennachfrage scheint folglich unbestritten.

## Nachfrage: Kurzfristig spürbare Belebung

**Beschäftigung  
wächst langsamer  
als die Wirtschaft**

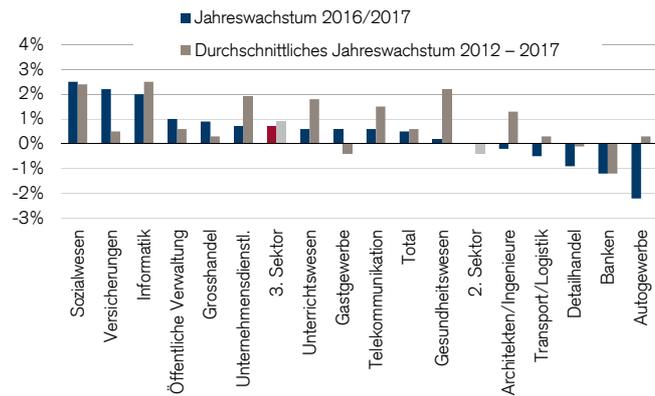
Die Schweizer Wirtschaft kämpft sich zurück auf den alten Wachstumspfad. Nach einer hartnäckigen Baisse dürfte die wirtschaftliche Expansion im laufenden Jahr endlich wieder das Potenzialwachstum erreichen. Die Stimmung der Konsumenten ist überdurchschnittlich gut, die Auslastung in der Industrie nimmt seit Monaten zu, die Tourismuszahlen steigen, und sogar die Detailhändler zeigen sich für einmal zufrieden. Vorlaufindikatoren wie der Purchasing Managers' Index (PMI) notieren auf den höchsten Werten seit Langem. Dieser Entwicklung hinkt das Beschäftigungswachstum etwas hinterher: Nachdem 2016 netto keine Stellen geschaffen wurden, stieg die Anzahl der Beschäftigten im letzten Jahr noch eher verhalten (vgl. Abb. 41). Die Unternehmen agieren bei der Rekrutierung – trotz guter Kapazitätsauslastung und dicker Auftragsbücher – offensichtlich vorsichtig. Sie sind in erster Linie bestrebt, ihre Gewinnsituation wieder zu verbessern, die unter der Frankenstärke kräftig gelitten hat. Nichtsdestotrotz stimmt die Zahl der offenen Stellen, die im 3. Quartal 2017 zum sechsten Mal in Folge zugenommen hat (+7.5% ggü. Vorjahresquartal), zuversichtlich. Wir rechnen für 2018 mit einer Beschleunigung des Beschäftigungswachstums auf 0.5%.

**Strukturwandel in der  
Finanzwirtschaft ist noch  
nicht abgeschlossen**

In den klassischen Bürobranchen ist die Beschäftigung bereits per 3. Quartal 2017 gegenüber dem Vorjahr um 0.5% gestiegen. Das höchste Wachstum verzeichneten die Versicherungsindustrie und die dynamische Informatikbranche (vgl. Abb. 41). Einen grösseren Einfluss auf die Beschäftigung hat der Strukturwandel in der Finanzwirtschaft. Die Banken reduzierten die Beschäftigung innert Jahresfrist um 1.2%. Als Haupttreiber des Wandels gelten die Digitalisierung, sinkende Margen und steigende Regulierungskosten. Im Jahr 2016 nahm überdies die Zahl der Banken erneut von 267 auf 262 Institute ab. Vor der Finanzkrise waren es noch über 330. Aufgrund der hohen Büroarbeitsplatzdichte in der Finanzindustrie hat eine Beschäftigungsreduktion in dieser Branche gewichtigere Konsequenzen für den Büroflächenmarkt als ein Abbau in jeder anderen Branche. Mit Blick auf den Büroflächenmarkt hat sich folglich die Nachfrage der Finanzindustrie nach Büroarbeitsplätzen reduziert. Gleichzeitig gelangen wegen Filialschliessungen zusätzliche Flächen an besten Lagen auf den Markt, die vorher für Beratungstätigkeiten verwendet wurden. Der Filialabbau erfolgt dabei immer rascher. Im Jahr 2016 wurden insgesamt 97 Bankfilialen geschlossen. Die Schliessungsrate hat sich damit in den letzten Jahren auf 3.4% pro Jahr beschleunigt, nach Werten unter 1% direkt nach Ausbruch der Finanzkrise.

**Abb. 41: Beschäftigungswachstum nach Branchen**

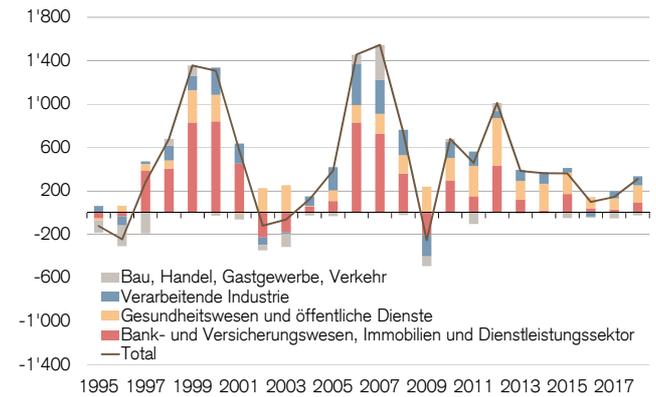
Jahreswachstum ausgewählter Dienstleister auf Vollzeitbasis



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

**Abb. 42: Zusatznachfrage nach Büroflächen**

Geschätzte Zusatznachfrage in 1000 m<sup>2</sup>; 2017 und 2018: Prognosen



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

**Nachfrage nach Büroflächen dürfte 2018 wieder anziehen**

Dagegen scheinen sich die Aussichten bei den Neuansiedlungen von Unternehmen aufzuhellen. Erstmals seit 2007 ist die Anzahl der jährlich registrierten Neuansiedlungen im Jahr 2016 nicht mehr gesunken, sondern sogar leicht gestiegen. Dank einer Verbesserung der Gewinnsituation der einheimischen Unternehmen werden diese voraussichtlich wieder mehr investieren, was sich positiv auf die Schaffung von Arbeitsplätzen auswirken sollte. Nach einer nur sehr schwachen Dynamik in den Jahren 2016 und 2017 dürfte die Zusatznachfrage nach Büroflächen 2018 daher den namhaften Wert von 300'000 m<sup>2</sup> erreichen (vgl. Abb. 42). Es wird erwartet, dass der Gesundheitssektor und die öffentlichen Dienste wie schon in der jüngeren Vergangenheit einen bedeutenden Beitrag (50%) zu dieser positiven Dynamik leisten werden. Die graduelle Erholung der verarbeitenden Industrie, die nicht zuletzt durch die Abwertung des Schweizer Frankens unterstützt wird, sowie die zunehmende Tertiärisierung dieses Wirtschaftssektors (vgl. Seite 34) dürften ebenfalls zu einer positiven Zusatznachfrage beitragen. Impulse aus wachsenden Branchen wie Unternehmensdienstleistungen und Informatik sowie aus dem mehrheitlich stabilen Versicherungssektor sollten die Schwäche des Bankengeschäfts, das weiterhin durch die negativen Auswirkungen des Strukturwandels belastet wird, mehr als kompensieren.

**Langfristig bestimmen drei Trends die Büroflächen-nachfrage**

**Verlangsamung der Nachfragedynamik auf lange Sicht**

Während sich die kurzfristigen Aussichten für die Nachfrage nach Büroflächen in den letzten Monaten aufgehellt haben, bestehen hinsichtlich der langfristigen Aussichten grössere Unsicherheiten. In diesem Kontext lassen sich nach unserer Auffassung drei sehr unterschiedliche Trends erkennen: erstens der Abschied der Babyboomer ins Rentenalter, der möglicherweise eine geringere Anzahl Beschäftigter nach sich ziehen wird; zweitens die Tertiärisierung, also die schleichende Umwandlung von einer Industrie- in eine Dienstleistungsgesellschaft, die unter dem Strich die Nachfrage nach Büroflächen erhöht; und drittens der sinkende Platzbedarf pro Beschäftigten aufgrund von Kosteneinsparungsmassnahmen der Unternehmen sowie neuen Arbeitsformen, die von der Digitalisierung begünstigt werden und letztlich die Flächennachfrage vermindern.

**Büroflächenverbrauch pro Mitarbeiter sinkt ...**

Moderne Arbeitsformen setzen auf Kooperation und ungehinderten Informationsfluss unter den Beschäftigten. Je nach Arbeitstätigkeiten und Grad der Interaktion unter den Beschäftigten haben sich verschiedene Grossraum-Bürolandschaften herausgebildet. Der Einsatz moderner Informationstechnologie erlaubt zudem flexible Arbeitszeiten und flexible Arbeitsorte, sodass innerhalb einer Organisationseinheit weniger Arbeitsplätze als Mitarbeiter zur Verfügung gestellt werden können. Die Veränderungen, welche die Bürolandschaften in den letzten Jahren erfahren haben, unterscheiden sich von Unternehmen zu Unternehmen. Ihnen allen ist jedoch gemein, dass sie den Flächenverbrauch pro Mitarbeiter senken. Bei der Erstellung neuer Büroflächen geht man heute von einem Bedarf von nur noch 14 m<sup>2</sup> bis 16 m<sup>2</sup> pro Mitarbeiter aus. Gemäss Property Market Analysis, einem britischen Immobilienberater, hat sich die durchschnittliche Bürofläche pro Mitarbeiter an den elf grössten Bürostandorten Europas wegen der stetigen Erneuerung der Büroliegenschaften in den letzten zehn Jahren um 0.6% pro Jahr bzw. um insgesamt 1.2 m<sup>2</sup> reduziert.

**... und wirkt als Nachfragebremse**

In Zeiten, in denen Kostenoptimierungen in Unternehmensstrategien eine immer wichtigere Rolle spielen, gewinnen effizientere Flächennutzungen und dadurch Einsparungen bei den Büromieten an Attraktivität. Vor diesem Hintergrund dürfte sich der Trend zu einer sinkenden Arbeitsfläche pro Kopf in den kommenden Jahren fortsetzen. Angenommen, das Tempo der bisher beobachteten Reduktion des Flächenkonsums bliebe konstant (-1.2 m<sup>2</sup> pro zehn Jahre), würde sich die gesamte Flächennachfrage in der Schweiz zwischen 2020 und 2040 um knapp 6.7 Mio. m<sup>2</sup> reduzieren. Dies entspricht beinahe dem ganzen Büroflächenbestand der Stadt Zürich und macht deutlich, welch stark bremsende Wirkung dieser Entwicklung innewohnt. Falls sich die Abnahmerate auf -0.8 m<sup>2</sup> pro zehn Jahre verringern würde, wäre ein Minderbedarf von knapp 4.5 Mio. m<sup>2</sup> zu erwarten, was immer noch mehr als dem Bürobestand von Genf entspräche.

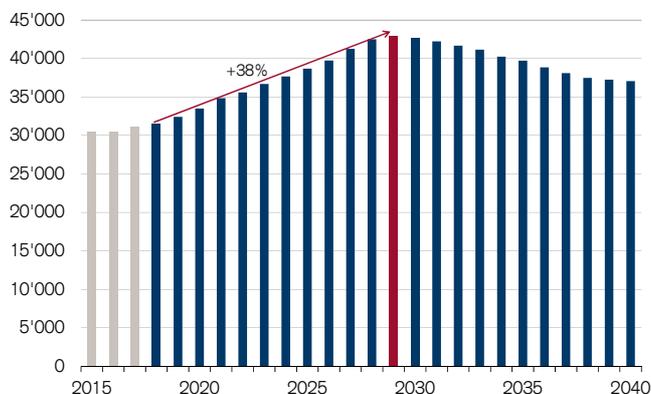
**Babyboomer verabschieden sich ins Rentenalter ...**

Neben dem abnehmenden Flächenverbrauch pro Mitarbeiter spricht auch der demografische Faktor für eine verhaltene Dynamik der langfristigen Büroflächennachfrage in der Schweiz. Die schleichende Alterung der Bevölkerung tangiert nicht nur den Wohnungsmarkt (vgl. Kapitel Wohneigentum, Seite 8 f.), sondern betrifft auch den Büroflächenmarkt. Die ältesten Babyboomer haben sich bereits aus dem Erwerbsleben verabschiedet und das Rentenalter angetreten. Die jüngeren werden es ihnen in den nächsten Jahren gleichtun. Weil es sich bei den Babyboomern um sehr bevölkerungsreiche Jahrgänge handelt, dürfte diese Entwicklung auch auf dem Schweizer Arbeitsmarkt Spuren hinterlassen. Es stellt sich somit die Frage, wer die von den Babyboomern zurückgelassenen Büroflächen nutzen wird. Gemäss gesetzlichem Rentenalter und unseren Szenarien zur Bevölkerungsentwicklung sollte die Zahl der Erwerbspersonen, die das Pensionsalter erreichen, stetig zunehmen und 2029 den Rekordwert von 42'500 Personen erreichen, bevor sie wieder sinkt (vgl. Abb. 43). Der Rekordstand an Neurentnern entspricht einem Wachstum von 38% im Vergleich zum Niveau von 2017. Die Folgen dieses demografischen Übergangs werden auch nach dem beschriebenen Höhepunkt noch lange spürbar sein: 2040 dürften mit 37'000 Berufsfähigen immer noch weit mehr in den Ruhestand treten als heute.

**... und bringen Beschäftigungswachstum zum Erliegen**

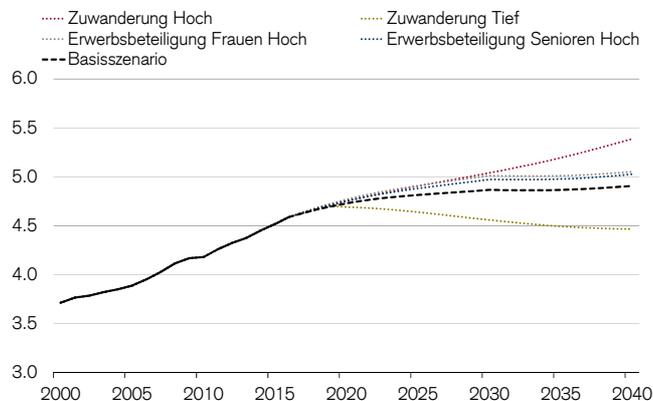
Die angelaufene Pensionierungswelle bewirkt, dass das derzeitige Wachstum der Erwerbsbevölkerung allmählich zum Erliegen kommt. In den Jahren ab 2030 ist sogar mit einem Rückgang zu rechnen, bevor sich wieder ein ganz leichtes Wachstum einstellt. Insgesamt verringert sich das durchschnittliche Wachstum der Erwerbsbevölkerung, das zwischen 2001 und 2016 jährlich 1.33% betrug, über die Zeitperiode 2020 bis 2040 auf 0.21% (vgl. Abb. 44, Basisszenario). Ceteris paribus bedeutet dies für den Schweizer Büroflächenmarkt, dass die jährliche organische Zusatznachfrage im Basisszenario ab 2024 anhaltend unter den Schwellenwert von 200'000 m<sup>2</sup> rutschen wird. In den Jahren 2031 bis 2035 dürfte die durch Veränderungen in der Bürobeschäftigung ausgelöste Zusatznachfrage sogar vorübergehend unter null sinken. Über den gesamten Zeitraum von 2020 bis 2040 würde der Bedarf an Büroflächen um 2.9 Mio. m<sup>2</sup> steigen. Weitere Szenarien sind in Abbildung 44 dargestellt und werden nachstehend diskutiert.

**Abb. 43: Demografische Alterung bis 2040**  
Erwerbspersonen, die das ordentliche Rentenalter erreichen; ab 2016: Prognosen



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

**Abb. 44: Schweizer Erwerbsbevölkerung bis 2040**  
In Mio. Personen; ab 2017: Prognosen gemäss verschiedenen Szenarien



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

## Tertiarisierung stützt Büroflächennachfrage ...

Die kontinuierliche Umwandlung der Industrie in Richtung Dienstleistungsanbieter ist neben der demografischen Alterung und dem sinkenden Flächenbedarf pro Mitarbeiter der dritte Treiber. Er übt im Gegensatz zu den anderen beiden eine nachfragesteigernde Wirkung aus. Immer häufiger verkaufen Industriebetriebe nicht nur einfach ihre Maschinen und Anlagen, sondern auch deren flexible Nutzung als Dienstleistung. Im Zuge der Industrie 4.0 begleiten zudem vermehrt Dienstleistungen, beispielsweise in Form von Apps, Online-Services für Produkte, digitalen Analysen der Produktionsprozesse und intensivem Informationsaustausch, die Auslieferung der physischen Güter an die Kunden. Je mehr Tätigkeiten mit Dienstleistungscharakter bei Industriefirmen Einzug halten und je grösser deren Wertschöpfungsanteil wird, desto mehr Büroarbeitsplätze benötigt die Industrie. Dieser Trend, der unter dem Namen Tertiarisierung zusammengefasst wird, hat in den letzten Jahren die Nachfrage nach Büroflächen gestützt. Gemäss unseren Berechnungen ist der Bürobeschäftigungsanteil im 2. Sektor zwischen 2010 und 2015 kontinuierlich von 32% auf 34% gestiegen. Trotz Beschäftigungsrückgangs dürfte die Industrie folglich heute mehr Büroarbeitsplätze aufweisen als noch im Jahr 2010. Konkret sind über die fünfjährige Beobachtungsperiode im Industriesektor rund 9000 Arbeitsplätze verschwunden. Dennoch zählt die Industrie heute über 13'000 Büroarbeitsplätze mehr. Die Nachfrage nach Büroflächen seitens der Industrie hat damit trotz des Beschäftigungsabbaus insgesamt zugenommen.

## ... und beschränkt sich nicht nur auf die Industrie

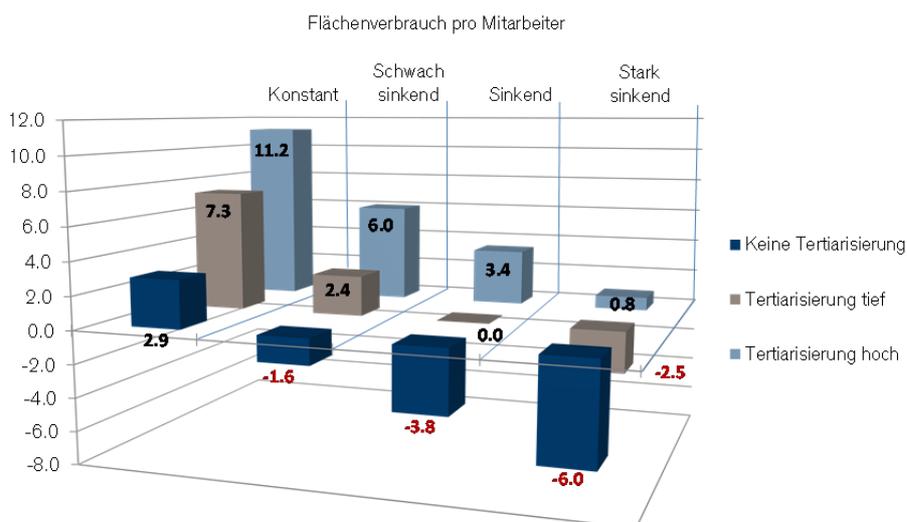
Je nach Wirtschaftszweig verläuft die Tertiarisierung rascher oder langsamer. In den klassischen Industriebranchen beispielsweise hat der Anteil der Büroarbeitsplätze, der mit 38.4% schon zuvor relativ hoch war, bis 2015 weiter auf 41.4% zugenommen. Im Wirtschaftszweig Gross- und Detailhandel ist der Anteil sogar markant von 39.3% auf 45.9% gestiegen. Dagegen ist die Zunahme im Baugewerbe relativ bescheiden geblieben (von 14.3% auf 15.8%). Die bevorstehende Digitalisierung der Baubranche wird diesen Anteil mit Sicherheit erhöhen. Innerhalb des Dienstleistungssektors sind ebenfalls Verschiebungen der Büroarbeitsplatzdichte zu verzeichnen. In der Finanzindustrie, die mit 95.5% den höchsten Anteil an Büroarbeitsplätzen am Total der Beschäftigten aufweist und kaum noch über Steigerungspotenzial verfügt, hat sich die Quote im Zeitraum 2010 bis 2015 nur geringfügig um einen halben Prozentpunkt erhöht. Dafür hat der Anteil der Beschäftigten mit Büroarbeitsplatz im Erziehungs- und Unterrichtswesen von 32.8% auf 37.0% zugelegt.

## Tertiarisierung als Treiber der künftigen Büroflächen- nachfrage

Die Fortsetzung des Tertiarisierungstrends in den kommenden Jahrzehnten wird in Zeiten, in denen das Wachstum der Erwerbsbevölkerung mehr oder weniger zu einer Stagnation übergeht, eine willkommene Stütze der Büroflächennachfrage sein. Gemäss unseren Prognosen erhöht eine moderat fortschreitende Tertiarisierung zwischen 2020 und 2040 die Büroflächennachfrage gemäss Basisszenario der Erwerbsbevölkerung von 2.9 Mio. m<sup>2</sup> auf 7.3 Mio. m<sup>2</sup> (+4.4 Mio. m<sup>2</sup>). Bei höherer Intensität der Tertiarisierung kann die Flächennachfrage bis auf 11.2 Mio. m<sup>2</sup> (+8.3 Mio. m<sup>2</sup>) steigen.

## Fazit: Paradigmawechsel bei der Büroflächen- nachfrage

Je nach Überlagerung der drei treibenden Kräfte (Ausscheiden der Babyboomer, Tertiarisierung und sinkender Pro-Kopf-Flächenverbrauch) resultieren im Zeithorizont 2020 bis 2040 unterschiedliche Flächenbedürfnisse (vgl. Abb. 45). Falls der Pro-Kopf-Verbrauch nicht mehr weiter sinken würde – was wenig wahrscheinlich ist – würde die Flächennachfrage in allen Fällen zunehmen (vgl. Abb. 45: Säulenreihe ganz links). Sofern der Flächenverbrauch aber seinen Sinkflug fortsetzt, resultiert in der Hälfte der möglichen Fälle ein Rückgang der Flächennachfrage. Der geringere Flächenbedarf pro Mitarbeiter könnte in diesen Fällen durch das – vom Abschied der Babyboomer – geschwächte Wachstum der Erwerbsbevölkerung nicht mehr aufgefangen werden. Auch im besten Fall eines weiterhin kräftigen Trends zur Tertiarisierung dürfte die künftige Nachfrage mit Werten zwischen 0.8 Mio. m<sup>2</sup> und 6.0 Mio. m<sup>2</sup> weit unter dem Flächenwachstum der letzten 20 Jahre von über 10 Mio. m<sup>2</sup> bleiben. Im Vergleich zur Entwicklung in der Vergangenheit, in der die Büroflächennachfrage kräftig gewachsen ist, zeichnet sich damit ein Paradigmawechsel ab. In Zukunft ist ein Wachstum des Bedarfs an Büroflächen nicht mehr selbstverständlich. Nur wenn die Tertiarisierung eine Fortsetzung erfährt und sich gleichzeitig die Senkung des Flächenverbrauchs nicht verschärft, resultiert noch ein positives Wachstum. Abgesehen davon ruhen die Chancen der Büroflächennachfrage auf einer höheren Zuwanderung oder auf einer stärkeren Partizipation der Frauen und Senioren am Arbeitsmarkt, was die Lücke, welche die Babyboomer hinterlassen, schmälern könnte. In unserer Analyse gehen wir von unveränderten Arbeitslosenquoten aus, wobei wir annehmen, dass die technologische Entwicklung nicht nur Arbeitsplätze ausradiert, sondern auch eine Vielzahl neuer Tätigkeiten schafft – so, wie dies in der Geschichte immer wieder der Fall war. Für die Beantwortung der Frage, welche Effekte eine starke Automatisierung von Routinetätigkeiten auf die Büroflächennachfrage mit sich bringen würde, verweisen wir auf unsere Immobilienstudie 2017.

**Abb. 45: Langfristiges Wachstum der Büroflächennachfrage 2020 – 2040**In Mio. m<sup>2</sup>, nach Ausmass der Tertiarisierung sowie der Reduktion des Pro-Kopf Büroflächenverbrauchs

Quelle: Credit Suisse

**Zuwanderung als weiterer Einflussfaktor ...**

Neben dem Flächenverbrauch pro Kopf und der Tertiarisierung sind auch beim Verlauf der Erwerbsbevölkerung unterschiedliche Szenarien denkbar. Die Entwicklung der Bevölkerung ist – wie das die letzten Jahre vor Augen geführt haben – stark von der Zuwanderung abhängig. Eine höhere Zuwanderung könnte die nachfrageschwächenden Effekte der demografischen Alterung auf die Erwerbsbevölkerung und damit auf den Büroflächenbedarf mildern. Unser Basisszenario der Erwerbsbevölkerung geht von einem langjährigen Migrationsaldo von 40'000 Personen pro Jahr aus, was in etwa dem Durchschnitt der letzten Jahrzehnte entspricht und um rund 10'000 Personen unter dem Migrationsaldo des letzten Jahres liegt. Ein höheres Einwanderungsszenario mit netto 60'000 Personen jährlich würde die durchschnittliche Wachstumsrate der Erwerbsbevölkerung im Zeitraum 2020 bis 2040 auf 0.64% pro Jahr (ggü. 0.21% im Basisszenario) erhöhen (vgl. Abb. 44, Szenario Zuwanderung Hoch).

**... mit relativ grosser Wirkung**

Eine derart erhöhte Migrationsdynamik würde zu einer zusätzlichen Büroflächennachfrage von 6.6 Mio. m<sup>2</sup> über 20 Jahre führen. Im Gegensatz dazu würde eine Abschwächung der künftigen Einwanderungsintensität die negativen Effekte der demografischen Alterung verstärken. Die durchschnittliche Wachstumsrate der Erwerbsbevölkerung (-0.24% pro Jahr) würde nämlich beim Szenario eines langjährigen Migrationsaldos von nur 20'000 Personen zwischen 2020 und 2040 in den negativen Bereich sinken (vgl. Abb. 44, Szenario Zuwanderung Tief). Damit würde die Büroflächennachfrage zwischen 2020 und 2040 im Vergleich zum Basisszenario um etwa 6.2 Mio. m<sup>2</sup> tiefer ausfallen.

**Höhere Erwerbsbeteiligung der Frauen ...**

Neben ausländischen Migrationsströmen können auch gesellschaftliche Entwicklungen im Inland den Rückgang des Wachstums der Erwerbsbevölkerung aufhalten oder mildern. Eine höhere Beteiligung weiblicher Arbeitskräfte könnte zum Beispiel dazu beitragen. Während die durchschnittliche Erwerbsquote der Frauen im Alter von 20 bis 69 Jahren im Jahr 2000 noch 69.2% betrug, erreichte sie 2016 bereits 76.5%. Trotzdem bleibt zurzeit die weibliche Partizipationsrate klar unter derjenigen der männlichen Kohorten (86.3%). Im Fall einer graduellen Reduktion dieses Unterschieds um 50% bis 2030 würde die durchschnittliche Wachstumsrate der Schweizer Erwerbsbevölkerung zwischen 2020 und 2040 0.31% betragen (vgl. Abb. 44, Szenario Erwerbsbeteiligung Frauen Hoch). Diese erhöhte Beteiligung weiblicher Arbeitskräfte am Arbeitsmarkt würde eine zusätzliche Büroflächennachfrage von 1.6 Mio. m<sup>2</sup> auslösen.

**... und der Senioren als weitere Hoffnungsträger**

Einen weiteren Beitrag könnte die längere Partizipation der älteren Arbeitskräfte am Berufsleben leisten. Dank höherer Lebenserwartung und besseren Gesundheitszustands der älteren Bevölkerungsschichten entscheiden sich immer mehr Senioren für eine Fortführung ihrer Erwerbstätigkeit nach Erreichung des gesetzlichen Pensionierungsalters – oft im Teilzeitmodell. Dieses Phänomen wird durch Statistiken untermauert: Zwischen 2000 und 2016 stieg die Erwerbsquote der Schweizer Bevölkerung im Alter von 65 bis 74 Jahren von 14.5% auf 18.6%. Angenommen, die Erwerbsquote der älteren Arbeitskräfte würde bis 2030 um 25% zunehmen, würde die durchschnittliche Wachstumsrate der Schweizer Erwerbsbevölkerung von 2020 bis 2040 mit

jährlich 0.30% einen ähnlichen Wert annehmen wie bei verstärkter Partizipation der Frauen. In diesem Fall würde eine ähnliche Zusatznachfrage nach Büroflächen von 1.4 Mio. m<sup>2</sup> resultieren (vgl. Abb. 44, Szenario Erwerbsbeteiligung Senioren Hoch).

### **Doch die Ausschöpfung der Inlandressourcen kann es alleine nicht richten**

Doch selbst wenn es gelänge, die Humanressourcen im Inland dank einer höheren Partizipation der Frauen und Senioren besser auszuschöpfen, liessen sich damit die Folgen der demografischen Alterung gemäss unseren Berechnungen nur begrenzt kompensieren. Die simulierte Wachstumsquote der Erwerbsbevölkerung von 2020 bis 2040 bliebe nämlich mit durchschnittlich 0.37% weit unter der in jüngerer Vergangenheit beobachteten Dynamik (2001 – 2016: 1.33%). **Abbildung 44** macht deutlich, dass nur die Zuwanderung langfristig eine Stagnation verhindern kann.

### **Fazit: Langfristige Verlangsamung der Nachfrage unbestritten**

Sogar die zusätzliche Einbeziehung eines sehr optimistischen langfristigen Zuwanderungsszenarios mit netto 60'000 Personen p.a. würde letztlich immer noch in eine Abschwächung der beobachteten Wachstumsrate münden (2020 – 2040: 0.80%). Daraus lässt sich schlussfolgern, dass es sich bei der demografischen Alterung sowie beim abnehmenden Flächenverbrauch pro Mitarbeiter um starke Trends handelt, die auf lange Sicht auch unter Berücksichtigung von Gegenkräften wie der Tertiarisierung oder der besseren Ausschöpfung der Inlandressourcen zu einer spürbaren Verlangsamung der Büroflächennachfrage führen dürften. Nur eine sehr dynamische Zuwanderung, die derzeit nicht realistisch scheint, in Verbindung mit einer rasch fortschreitenden Tertiarisierung könnte das Wachstumstempo im gewohnten Mass aufrechterhalten.

## **Angebot: Investitionsvolumen nimmt zu**

### **Die Suche nach Rendite treibt die Projektierungstätigkeit**

Trotz der schwierigen Vermarktungssituation werden auf dem Schweizer Büroimmobilienmarkt weiterhin substantielle Kapitalzuflüsse beobachtet. Wegen des anhaltenden Tiefzinsumfelds, der geringen Finanzierungskosten und der beschränkten Investitionsalternativen bleibt die Entwicklung von Büroflächen attraktiv – und zwar sowohl aus Investitions- als auch Eigennutzungsperspektive. Die 12-Monats-Summe aller in der Schweiz baubewilligten Neubauvorhaben lag im letzten Dezember um 19% oder CHF 360 Mio. über dem langjährigen Mittel von CHF 1.95 Mrd. (vgl. Abb. 46). Der jüngste Anstieg der Projektierungstätigkeit ist überwiegend auf das CHF 550 Mio. schwere Vorhaben des Roche Turms (Bau 2) zurückzuführen, der letzten Sommer in Basel baubewilligt wurde. Damit endet eine fast vierjährige Phase, in der das bewilligte Bauvolumen nicht mehr die hohen Niveaus der Jahre 2011 bis 2013 erreichte, sondern eng um das langjährige Mittel oszillierte. Weil die flauere Nachfrage die Realisierung etlicher früherer Projekte verzögert hat, kommt die leichte Drosselung der Flächenausweitung 2014–2017 in den Grosszentren erst ansatzweise an. Sie hat jedoch dazu beigetragen, dass sich das Volumen des ausgeschriebenen Angebots stabilisieren konnte.

### **Fokus der Planungstätigkeit lag zuletzt auf den grossen Mittelzentren**

In den sechs grossen Mittelzentren (Winterthur, Luzern, Zug, Aarau, St. Gallen, Lugano) hat sich die Projektierungstätigkeit dagegen fast spiegelbildlich verhalten. Diese Gruppe absorbiert ein durchschnittliches Investitionsvolumen, das rund einem Drittel der Kapitalzuflüsse in die Grosszentren entspricht. In den letzten gut sieben Jahren lag das bewilligte Neubauvolumen in diesen grossen Mittelzentren aber zumeist höher. Erst in jüngster Zeit notiert es wieder deutlich unter seinem langfristigen Mittelwert. Die restlichen Klein- und Mittelzentren verzeichneten seit 2010 ebenfalls eine überdurchschnittliche Projektierungstätigkeit. Diese flaute jedoch bereits vor gut zwei Jahren wieder ab. Zieht man die Entwicklung der Baugesuche zu Rate, die den Verlauf der Projektierungstätigkeit noch früher als die Baubewilligungen vorwegnehmen, so dürfte die Büroflächenproduktion gesamtschweizerisch auf relativ hohem Niveau verharren. Nicht nur bei den Neubauten, sondern auch bei den Umbauten liegt das Volumen der Baugesuche gegenwärtig auf überdurchschnittlichem Niveau (vgl. Abb. 46). Die Notwendigkeit, in einem von Verdrängungswettkampf geprägten Markt konkurrenzfähig zu bleiben, zwingt viele Eigentümer vermehrt dazu, ihre Bestandsbauten zu sanieren.

### **Angebotsniveau wird generell zu tief ausgewiesen**

Das Volumen der online angebotenen Büroflächen bleibt über der Schwelle von 2 Mio. m<sup>2</sup>. Innerhalb Jahresfrist kann angesichts eines Minus von 2.4% nur von einem geringen Rückgang gesprochen werden (vgl. Abb. 47). Interessanterweise verschwinden grosse und schon länger ausgeschriebene Flächen tendenziell von den Online-Marktplätzen. Dafür dürften weniger die Kosten für die Ausschreibung verantwortlich sein als vielmehr das geringe Interesse an diesen Flächen sowie die Gefahr, zum Ladenhüter gestempelt zu werden. Derartige Flächen werden vermehrt über individuelle Projektseiten im Internet oder auf den Seiten der Immobilienmakler beworben. Weil die Vermarktung von grossen Flächen ab 2000 m<sup>2</sup> oftmals harzig verläuft, wird

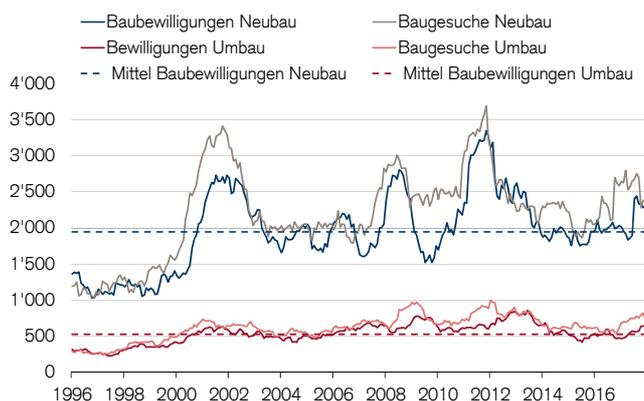
vielfach nur ein Bruchteil dieser Flächen auf den Marktplätzen ausgeschrieben. Je grösser das Überangebot auf einem lokalen Markt ist, desto eher tritt dieses Phänomen zutage. Die tatsächlich im Angebot stehenden Flächen werden dadurch systematisch unterschätzt. Am stärksten lässt sich dies gegenwärtig auf dem Büromarkt Zürich beobachten. Rund um den Glattpark in Zürich Nord waren im 3. Quartal 2017 von den angebotenen Flächen von 144'000 m<sup>2</sup> beispielsweise nur 51% auf den Online-Marktplätzen ausgeschrieben.

### Zögerlicher Rückgang des Flächenangebots

Unter Berücksichtigung von abseits der Online-Portale ausgeschriebenem Objekten hat das Flächenangebot im Jahresverlauf, wie oben erwähnt, nur ganz leicht abgenommen. Zurzeit sind schweizweit rund 2.3 Mio. m<sup>2</sup> im Angebot, was einer Angebotsquote von 4.3% entspricht. Die leichte Reduktion des Flächenangebots innert Jahresfrist lässt sich prinzipiell auf das vorübergehend tiefe Projektvolumen zurückführen, das zwischen Mitte 2013 und Mitte 2015 baubewilligt wurde. Vor allem in Lausanne, Genf und Bern sowie in der Stadt Basel sinken die Volumina der ausgeschriebenem Flächen. In Zürich ist dies nicht der Fall. Es zeigt sich, dass das Flächenangebot hauptsächlich in den erweiterten Geschäftsgebieten, die um die teuren Lagen im Central Business District (CBD) angesiedelt sind, substanziiell abgenommen hat (vgl. Abb. 47). Teilweise gilt dies auch für einige zentrale Geschäftsgebiete (CBD Bern und CBD Lausanne). Das Gegenteil ist in den teilweise ausgedehnten äusseren Geschäftsgebieten zu beobachten. Dort verharrt das Flächenangebot auf hohem Niveau und ist auf dem Büroflächenmarkt Zürich sogar erneut gestiegen.

**Abb. 46: Geplante Ausweitung von Büroflächen**

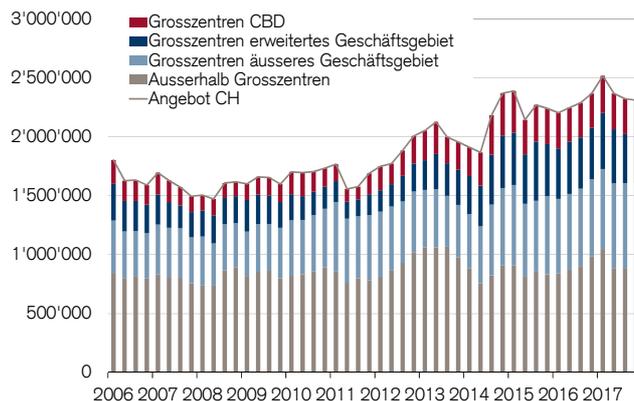
Baubewilligungen und -gesuche, gleitende 12-Monats-Summe, in CHF Mio.



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

**Abb. 47: Angebotene Büroflächen**

Summe der quartalsweise ausgeschriebenem Flächen\* (Bestand und Neubau), in m<sup>2</sup>



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

\*auf dem Internet ausgeschriebenem Flächen

### Überangebote in äusseren Geschäftsgebieten der Büroflächenmärkte

Während sich an den Rändern der grossen Büroflächenmärkte die Folgen der zu hohen Projektierungstätigkeit immer deutlicher in Form von wachsenden Flächenangeboten sowie steigenden Leerständen manifestieren (vgl. Abb. 48) ist ausserhalb der Büromärkte der Grosszentren eine leichte Entspannung der Angebotssituation festzustellen. Die ausgeschriebenem Flächen haben um 8.5% abgenommen. Insgesamt hat das Flächenangebot ausserhalb der Grosszentren einen Anteil von weniger als 40%, was im langfristigen Vergleich wenig ist. Für den gesamten Büroflächenmarkt rechnen wir kurzfristig mit einem weiteren Rückgang des ausgeschriebenem Flächenangebots, da sich die Nachfrage beleben sollte und die wieder höhere Projektierungstätigkeit zuerst noch realisiert werden muss. Mittelfristig dürfte das Flächenangebot aber auf einem überdurchschnittlich hohen Niveau von rund 2 Mio. m<sup>2</sup> verharran. Die Vermarktungssituation auf dem Büroflächenmarkt wird daher auch in den nächsten Jahren schwierig bleiben.

### Marktergebnis: Zeichen einer leichten Entspannung

#### Leerstände: Erste Abnahme seit 2011

Es mehren sich die Zeichen für eine leichte Verbesserung der Lage auf dem Büroflächenmarkt Schweiz. Parallel zur Stabilisierung des ausgeschriebenem Angebots ist die durchschnittliche Vermarktungsdauer von Büroflächen leicht gesunken. Die offiziellen Leerstandsdaten von 2017, die rund 43% des schweizweiten Büroflächenmarktes abdecken, zeigen zudem nach fünfmaligem Anstieg in Folge erstmals einen leichten Rückgang der Leerflächen (vgl. Abb. 48). Weil

sich allerdings die von den statistischen Ämtern gemessenen Leerstände stark auf die grossen Märkte und teilweise nur auf die inneren Geschäftsgebiete konzentrieren, vermögen sie die Situation an den Rändern der Büroflächenmärkte nicht ausreichend abzubilden. Gerade dort nehmen aber die Leerstände zu. Nichtsdestotrotz vermögen die Leerstandsdaten die leichte Aufhellung der Situation in den inneren Geschäftsgebieten, die auch beim Flächenangebot zutage tritt, zu bestätigen.

### Vor allem in den Kernstädten nehmen die Leerflächen etwas ab

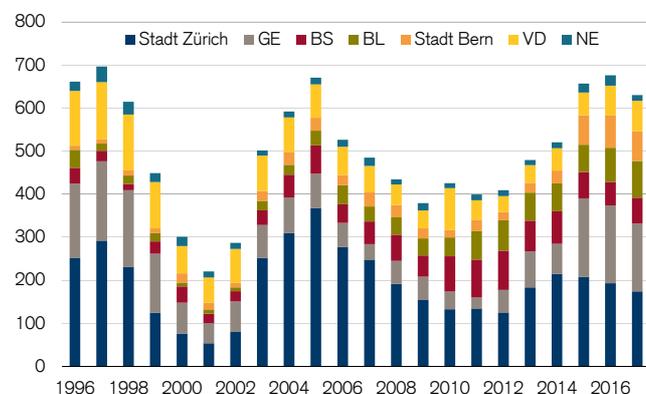
Vor allem in den Kernstädten der Grosszentren konnten Leerstände abgebaut werden – in den Städten Genf, Zürich und Bern um rund 7% bis 9%, in der Stadt Lausanne sogar um rund 30%. Einzig in der Stadt Basel fand der zweimalige Rückgang der Leerstände aus den Vorjahren im Jahr 2017 keine Fortsetzung. Ausserhalb der Städte ist das Bild nicht einheitlich. Diese eher positive Entwicklung kann allerdings die anhaltenden Herausforderungen in den einzelnen Büromärkten nicht verbergen. So ist aus Genf bekannt, dass die durchschnittliche Leerstandsdauer von 13 auf über 15 Monate gestiegen ist, was weiterhin auf eine schwierige Vermarktungssituation hindeutet. Die Fortschritte mussten zudem mit Preisnachlässen erkaufte werden. In Genf, Bern und Zürich, wo Informationen zu den Mietpreisen leer stehender Flächen erhoben werden, sind diese durchweg gesunken. Der Preisrückgang in diesen Städten lag über die letzten drei Jahre im hohen einstelligen Prozentbereich.

### Mietpreisrückgänge mehrheitlich gestoppt

Rückläufig waren in den letzten Jahren auch die auf Basis der Vertragsabschlüsse beobachteten Mietpreise (vgl. Abb. 49). Seit Ende 2012 bzw. Ende 2013 sind die Mieten in den beiden teuersten Märkten Genf und Zürich um knapp 10%, in den übrigen Grosszentren um 2% bis 6% gefallen. In jüngerer Zeit haben sich die Büromieten in Zürich und Genf per Ende des 2. Quartals 2017 stabilisiert. Seitwärts bewegen sich die Mietpreise ebenfalls in den Märkten Basel und Bern, die sich seit Längerem in einem weitgehenden Gleichgewichtszustand befinden. Im Gegensatz dazu hat die Korrektur der Mieten in der Stadt Lausanne noch kein Ende gefunden (–4% im Vorjahresvergleich), was aber vor allem damit zu tun hat, dass sie erst viel später einsetzte. Sowohl in Lausanne als auch in Genf erfolgt die jüngste Korrektur vor dem Hintergrund eines exzessiven Mietpreiswachstums in den Jahren 2008 bis 2012, das durch die hervorragende wirtschaftliche Entwicklung der Genferseeregion und eine schwache Bautätigkeit bedingt war. Ausserhalb der Grosszentren haben sich die Mietpreise bereits 2015 aufgefangen und steigen seither kontinuierlich. Eine Trendwende der Mietpreise scheint auch in Basel stattgefunden zu haben. Dies dürfte mit dem vergleichsweise tiefen Preisniveau in der Stadt am Rheinknie zusammenhängen, das eine weniger grosse Fallhöhe impliziert. Aufgrund der Aufhellungstendenzen in den grossen Städten rechnen wir kurzfristig mit einer Fortsetzung des positiven Mietpreistrends. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die immer häufiger notwendigen Anreize zur Vermietung von Büroflächen (z.B. Gratismonate) in den Daten der Vertragsabschlüsse nicht auftauchen. Die hier verwendeten Preisdaten neigen also dazu, die tatsächliche Vermarktungssituation zu beschönigen.

**Abb. 48: Leerstände von Büroflächen**

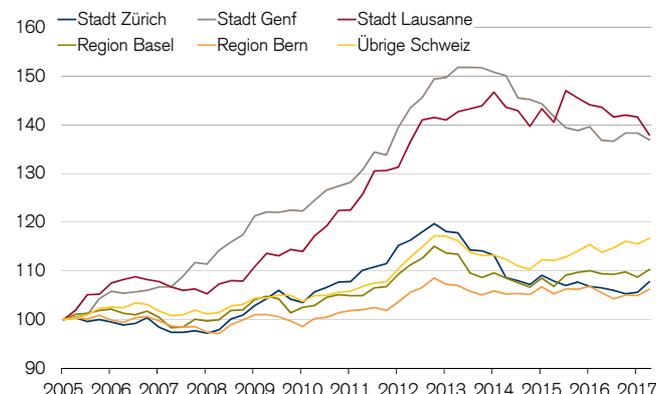
In 1000 m<sup>2</sup>; Teilerhebung über rund 43% des Schweizer Büroflächenmarktes



Quelle: Kantonale statistische Ämter, Credit Suisse

**Abb. 49: Regionale Mietpreise**

Hedonischer Mietpreisindex auf Basis von Vertragsabschlüssen, Index: 2005 = 100

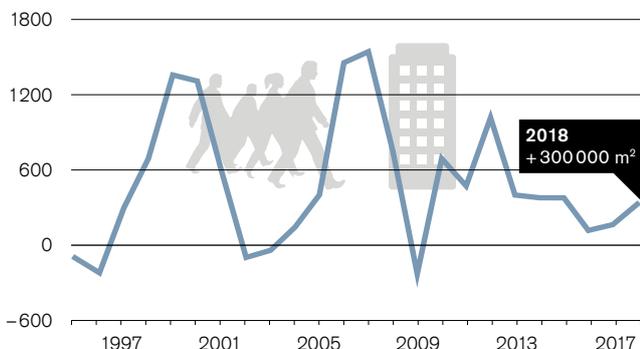


Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

# Ausblick Büroflächen 2018

## Nachfrage

Büroflächen in 1000 m<sup>2</sup>

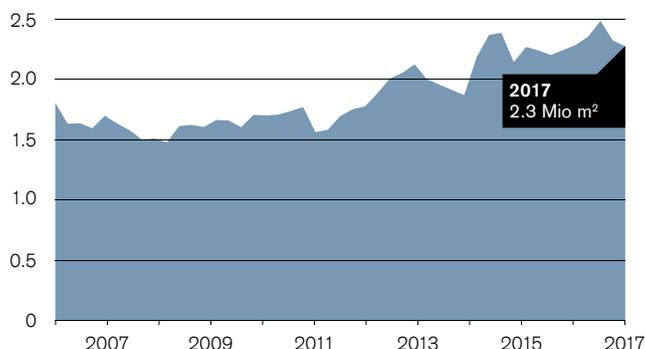


- Verbesserung der Arbeitsmarktsituation wirkt positiv auf die Büroflächennachfrage

2018: Wir erwarten eine Zusatznachfrage von 300 000 m<sup>2</sup>

## Angebot

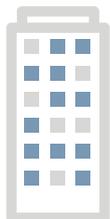
Ausgeschriebenes Flächenangebot in Mio. m<sup>2</sup>



- **Kurzfristig:** Moderate Projektierungstätigkeit 2013–2015 = leichter Rückgang des Flächenangebots
- **Langfristig:** Aktuelle Projektierungstätigkeit +19% über lfr. Mittelwert = Flächenangebot verharrt auf überdurchschnittlichem Niveau von 2 Mio. m<sup>2</sup>

## Leerstände

- 2017: Erste Reduktion nach 5x Anstieg
- 2018: Weitere sanfte Reduktion



## Mietpreise

- Marktsituation: Hohes Angebotsniveau und nur graduelle Erholung der Nachfrage
- 2018: Seitwärtsbewegung der Abschlussmieten

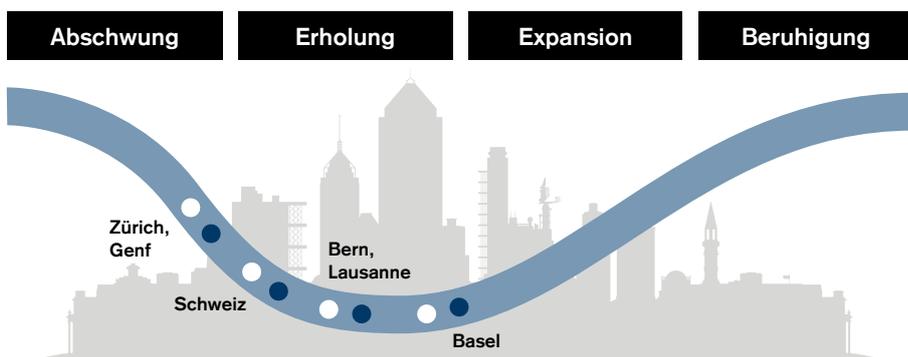


## Total Return

- Aufwertungspotenzial ausgeschöpft (Ausnahme: exklusive Top-Lagen)
- Wenig Potenzial für steigende Mieterträge (hohe Incentives kosten Ertrag)

## Stand im Immobilienzyklus

Grösste fünf Büroflächenmärkte



## Langfristige Perspektive

Geringere Flächennachfrage 2020–2040, aber kein Einbruch



**Treiber 1**  
Stagnation der Erwerbsbevölkerung (Bye-bye Babyboomer)



**Treiber 2**  
Tertiarisierung der Industrie



**Treiber 3**  
Rückgang des Flächenverbrauchs pro Kopf

Je nach Szenario dürfte die Flächennachfrage über 20 Jahre von heute +10 Mio. m<sup>2</sup> auf eine Bandbreite von +6 Mio. m<sup>2</sup> bis –6 Mio. m<sup>2</sup> sinken

## Exkurs Citylogistik

# Die Logistik erobert die Stadt

Die Reurbanisierung und der Siegeszug des Onlinehandels bewirken, dass Logistikstandorte innerhalb der Zentren und in ihrer unmittelbaren Nähe an Bedeutung gewinnen. Aufgrund der vorherrschenden Flächenknappheit sind Lösungsansätze gefragt, die auf der Umnutzung von Bestandsimmobilien sowie Flexibilität und Kooperation aufbauen. Immer mehr Immobilieninvestoren werden auf diesen wachstumsstarken Sektor aufmerksam.

### Reurbanisierung als erster zentraler Treiber der Logistik im urbanen Raum ...

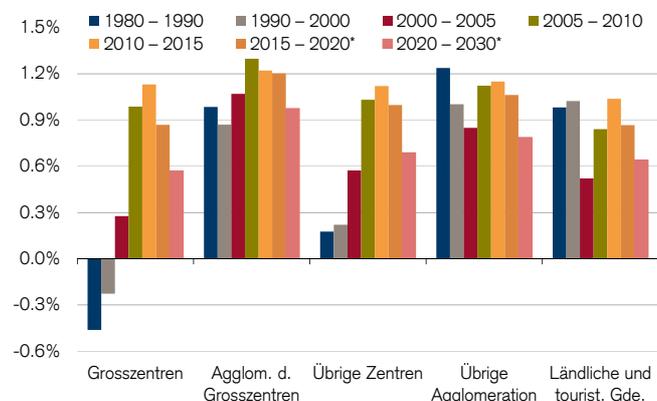
Nach Jahrzehnten der Stadtflicht wachsen die Schweizer Grosszentren seit der Jahrtausendwende wieder, und ihr Wachstum hat sich in den letzten Jahren deutlich beschleunigt (vgl. Abb. 50). Wegen der Bodenknappheit und regulatorischer Hemmnisse weicht ein Teil der steigenden Nachfrage nach städtischen Wohnangeboten auf die Agglomerationsgemeinden aus. Heute wohnen rund 3.6 Mio. und damit 43% der insgesamt 8.4 Mio. Einwohner der Schweiz in einer der fünf Grossagglomerationen des Landes – Tendenz steigend. Vor allem die Agglomerationsgemeinden der Grosszentren dürften bis 2030 überdurchschnittlich stark expandieren. Dieses Wachstum spricht für die Attraktivität der grossen Städte als Arbeits- und Wohnstandorte, geht jedoch auch mit diversen Herausforderungen einher – mitunter in der Logistik.

### ... und Onlinehandel als zweiter zentraler Treiber

Der zweite Treiber logistischer Prozesse im urbanen Raum ist der Onlinehandel. 2017 wurden in der Schweiz rund 8.3% des inländischen Detailhandelsvolumens (Lieferung erfolgt in der Schweiz) über den Onlinekanal abgewickelt. Das Wachstumspotenzial bleibt dabei gross (vgl. Kapitel Verkaufsflächen, S. 43 ff). Der Online- und Omni-Channel-Handel hat einen hohen Einfluss auf das Dienstleistungsspektrum und das Geschäftsmodell vieler Logistikdienstleister und Händler. Die Anzahl kleinteiliger Lieferungen nimmt stark zu, und der Business-to-Consumer-Kanal gewinnt an Bedeutung. Online- und Omni-Channel-Händler versuchen sich nicht nur über das Angebot und die Preise von ihren Mitbewerbern abzuheben, sondern auch über die Lieferkonditionen und Zusatzdienstleistungen, wie z.B. kostenlose Warenretouren. Kunden schätzen die Vielfalt an Zustellungsmöglichkeiten und verlangen nach immer höherer Liefergeschwindigkeit (d.h. Same-Day oder sogar Same-Hour Delivery). Der Anteil der Pakete der Schweizerischen Post, die zum prioritären Tarif befördert werden, ist von 27% im Jahr 2005 auf 52% im Jahr 2016 gestiegen. Gleichzeitig hat die jährliche Gesamtzahl im Schweizer Markt beförderter Pakete seit 2013 um rund 12 Mio. auf den Rekordstand von 156 Mio. zugenommen (vgl. Abb. 51). Dieser Trend dürfte weiter anhalten. Eine Studie für den deutschen Paketmarkt geht von einer Verdoppelung bis 2025 aus – mit einem Anteil der Lieferungen noch am selben Tag von rund 20%.<sup>7</sup>

**Abb. 50: Bevölkerungswachstum nach Gemeindetyp**

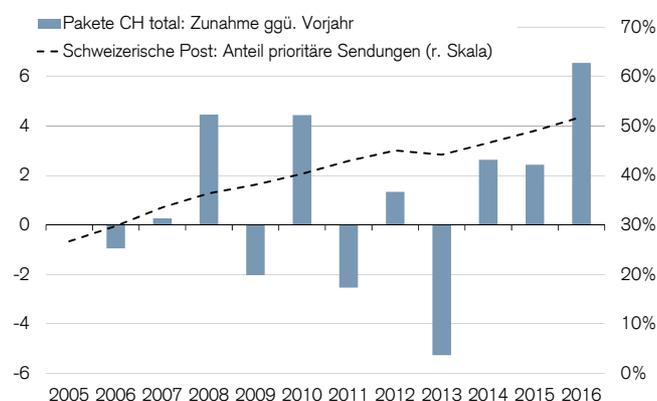
In % pro Zeitperiode, annualisiert; \* Prognose



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

**Abb. 51: Beförderte Pakete**

Veränderung der Anzahl Pakete in Mio. gegenüber dem Vorjahr (Schätzung)



Quelle: Schweizerische Post, Credit Suisse

<sup>7</sup> Vgl. McKinsey & Company (2016). Parcel Delivery: The Future of Last Mile, <https://www.mckinsey.de/the-future-of-last-mile>

## Viele Herausforderungen für die Logistik

Kleinere und damit zahlreichere Haushalte, steigende Ansprüche der Konsumenten, die Erweiterung des Aufgabenspektrums im Onlinehandel, zunehmende Engpässe in der Verkehrsinfrastruktur und eine hohe Regulierungsdichte (z.B. Nachtfahrverbot für Lastwagen [LKW]) stellen die Logistik in den Ballungsräumen vor grosse Herausforderungen. Die zunehmende Bedeutung der urbanen Logistik zeigt sich etwa in steigenden Inverkehrsetzungen von Lieferwagen von durchschnittlich 16'000 in den 1990er-Jahren auf heute über 30'000 p.a. (vgl. Abb. 52). Laut Gütertransportstatistik 2013 des Bundesamts für Statistik bewältigt dabei die Hälfte des durch leichte Transportfahrzeuge bewegten Warenvolumens kurze Strecken von weniger als zehn Kilometern.

## Vier Ansatzpunkte für eine wirtschaftlichere Citylogistik

Konzepte zur Verbesserung der Wirtschaftlichkeit im städtischen Güterverkehr und zur Bewältigung der letzten Meile werden seit einigen Jahren in Fachkreisen rege diskutiert und unter dem Begriff «Citylogistik» (oder «Urban Logistics») zusammengefasst. Im Wesentlichen setzen diese Konzepte an vier Punkten an: Erstens werden Alternativen zur klassischen Auslieferung per LKW/Kleintransporter vorgeschlagen (E-Fahrzeuge, autonome Fahrzeuge, Drohnen usw.). Zweitens werden neue Lieferungsmodelle eingeführt oder getestet (z.B. Abholpunkte und Paketboxen an zentralen Standorten). Ein dritter Ansatz für eine effizientere Stadtlogistik setzt auf Kooperation: Logistiker, Paketdienstleister und Händler sollen ihre Transport- und Lagerkapazitäten, aber auch ihre Daten teilen und so die Ressourceneffizienz steigern.

## Immobilienkonzepte für die urbane Logistik von morgen ...

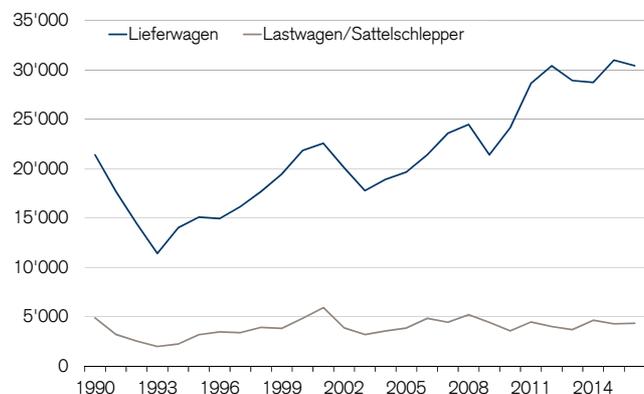
Ein vierter Konzeptstrang setzt bei den Immobilien an. Als Idealtypus eines urbanen Logistikimmobilienkonzepts gilt dabei ein kaskadenförmiges System, das aus Nachschubstellen (Regionaldepots und E-Fulfillment-Center) in der Agglomeration sowie einem Netz aus kleineren Distributionszentren und kleinsten Mikrodepots innerhalb der Stadt besteht. Ein solches Konzept soll die letzte Meile deutlich beschleunigen und die Same-Hour Delivery auf breiterer Basis ermöglichen. Für die innenstädtische Logistik lassen sich ausserdem Büro- und Detailhandelsflächen umnutzen, da bei urbanen Logistikflächen die Erreichbarkeit der Endkunden im Vordergrund steht und keine klassischen Anforderungen, wie sie an konventionelle Logistikgebäude gestellt werden (z.B. Deckenhöhe, Traglasten), erfüllt werden müssen.<sup>8</sup>

## ... gibt es erst auf dem Papier

Solche kaskadenförmige Systeme der Citylogistik sind in der Schweiz – aber auch in Deutschland – noch weitgehend Zukunftsmusik. Die Bauinvestitionen für Logistikflächen haben 2015 die Schwelle von CHF 1 Mrd. überschritten (vgl. Abb. 53). Die geografischen Schwerpunkte bleiben jedoch die klassischen Standorte an den Autobahnkreuzen ausserhalb der Agglomerationen. Dafür gibt es mehrere Gründe: Erstens sind Same-Day und Same-Hour Delivery heute noch Randerscheinungen, da sich die Next-Day Delivery erst in den letzten Jahren auf breiter Basis durchgesetzt hat. Zweitens herrscht in den Grosszentren Flächenknappheit, sodass Logistikflächen in Konkurrenz zu anderen Nutzungen wie Wohnen und Büroarbeit stehen. Drittens sind die Schweizer Zentren im internationalen Vergleich kleinräumig, weshalb Standorte ausserhalb der Stadtgrenze oft ausreichen, um die letzte Meile schnell genug zu bewältigen.

**Abb. 52: Inverkehrsetzungen von Liefer- und Lastwagen**

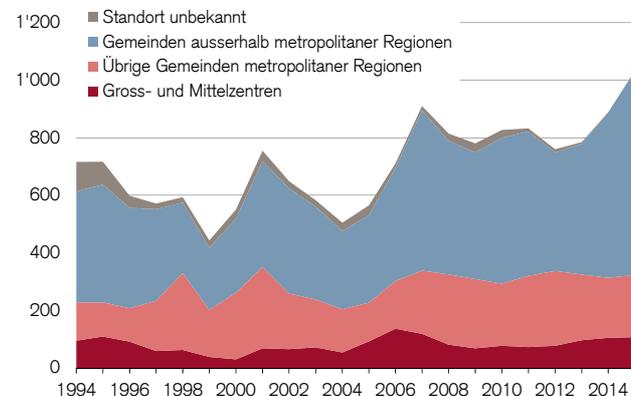
Jährliche Neuzugänge, in Anzahl Fahrzeugen



Quelle: Bundesamt für Statistik

**Abb. 53: Bauinvestitionen Lager- und Logistikimmobilien**

Neu- und Umbau, in CHF Mio.



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

<sup>8</sup> Vgl. Bulwiengesa (2017). Logistik und Immobilien 2017: Citylogistik – mit neuen Ideen in die Stadt, S. 58 – 63.

## Limmat- und Glattal versorgen die Stadt Zürich

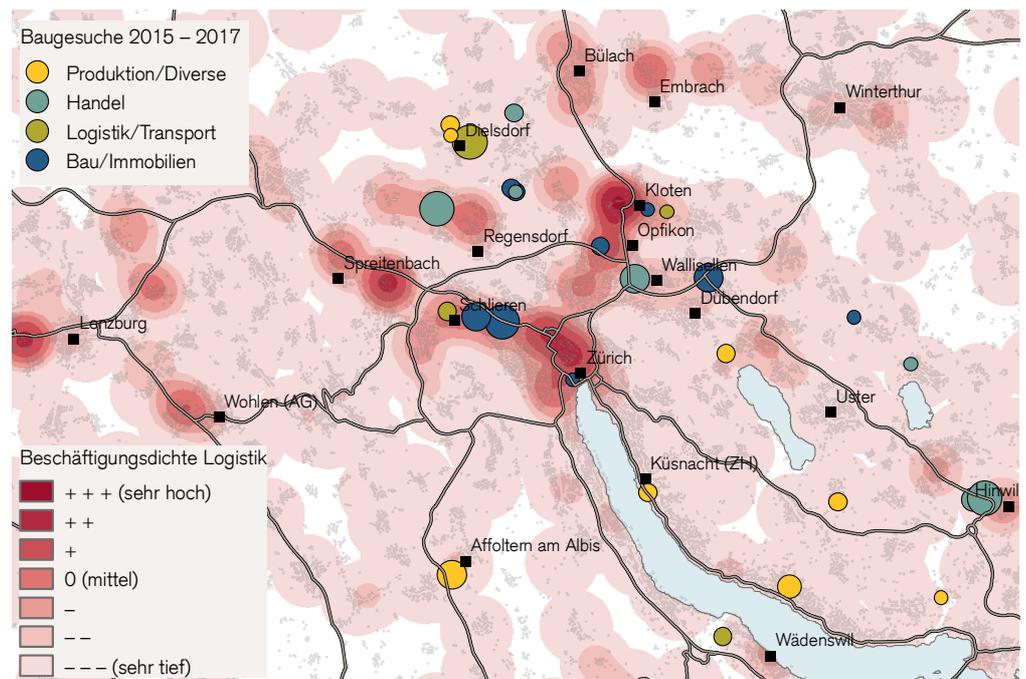
### Bedarf an spezialisierten Flächen für die Logistik der letzten Meile wird steigen

Als Beispiel für das Logistiknetzwerk einer Schweizer Stadt haben wir den Raum Zürich näher beleuchtet (vgl. Abb. 54). Anhand der Beschäftigungsdichten in logistiknahen Branchen werden hier die wichtigsten Standorte für Logistikflächen in und um Zürich sichtbar. In der Stadt selbst sind dabei insbesondere Post- und Kurierdienste häufig vertreten. Die grösseren Lager- und Logistikflächen konzentrieren sich derweil auf einige verkehrstechnisch ideal gelegene Standorte in der Agglomeration, wie z.B. die Flughafenregion und das Limmattal. Ebenfalls aus der Karte ersichtlich sind die projektierten Logistikflächen im Kanton Zürich ab einem geplanten Baukostenvolumen von CHF 1 Mio. (farbige Kreise). Die Schwerpunkte bilden dabei die Regionen Regensdorf/Dielsdorf, Altstetten/Schlieren und das Glattal. Etwas breiter gestreut sind die Projekte von Bauherren aus Industriebranchen. Hier zählt nicht nur die Nähe zum Absatzmarkt, sondern vor allem auch die direkte Nähe zum Produktionsstandort. Umnutzungsprojekte, bei denen z.B. Detailhandelsflächen zu Logistikflächen umfunktioniert werden, lassen sich bisher kaum finden. Wenn neue Logistikflächen aus dem Bestand entstehen, dann zumeist aus ehemaligen Produktionsflächen. Demgegenüber existieren einige Projekte, bei denen ehemalige Lagerflächen zu Geschäfts- oder Wohnflächen umgenutzt werden sollen.

Bereits heute eignen sich Logistikflächen gut für eine Diversifikation breiter Immobilienportfolios. Die Urbanisierung und der Siegeszug des Online- und Omni-Channel-Handels werden sich in den nächsten Jahren auch in der Schweiz fortsetzen. Damit steigt die Dringlichkeit nachhaltiger und wirtschaftlicher Lösungen für den städtischen Güterverkehr. Da schnelle und flexible Lösungen für das Problem der letzten Meile aus Konsumentensicht an Bedeutung gewinnen, dürfte sich auch die öffentliche Meinung zur Logistikbranche verändern und die politische Akzeptanz neuer Logistikprojekte im urbanen Raum steigen. Urbane Logistikflächen werden an Wert gewinnen. Umnutzungen von Flächentypen mit tendenziell sinkender Nachfrage – insbesondere von Flächen des stationären Detailhandels – dürften dadurch für Investoren attraktiver werden. Ausserdem wird auch bei Neuentwicklungen von Geschäfts- und Gewerbeflächen im urbanen Raum die Anbindung an die Logistiknetzwerke wichtiger. Ein aktuelles Projekt, das diesbezüglich einen interessanten Ansatz verfolgt, ist das Espace Tourbillon in Genf – eine grosse Arealentwicklung, in deren Rahmen hauptsächlich flexibel nutzbare Gewerbe- und Industrieflächen entstehen. Geplant ist dabei ein unterirdisches, auch schweren Lastwagen zugängliches Logistikterminal, das mit allen Gebäuden verbunden ist.

**Abb. 54: Logistikstandort Zürich: Beschäftigungsdichte/Bauprojekte im Logistikbereich**

Beschäftigungsdichte in logistiknahen Branchen (2015), Baugesuche nach Branche des Bauherrn (Kreisgrösse = Baukosten)



## Verkaufsflächen

# Das Ausscheidungsrennen hat begonnen

Der Umsatzrückgang im Detailhandel ist zum Halten gekommen. Sinkende Flächenproduktivitäten, grosse Wachstumsdisparitäten zwischen Onlinehandel und stationärem Handel sowie steigende Konkursraten deuten jedoch darauf hin, dass der Strukturwandel in der Branche noch in vollem Gange ist. Die Entwicklung in den USA zeigt, dass die Leidtragenden letzten Endes die Verkaufsflächenanbieter sind, weil ihnen die Mieter abhandenkommen. Wohin sich der Detailhandel entwickelt, verrät der Blick nach China. Wir unterziehen die einzelnen Einkaufsformate einem digitalen Stresstest und beurteilen die (verbleibenden) Chancen. Denn der Strukturwandel hat erst begonnen, wie steigende Leerstände trotz reduzierter Flächenausweitung offenbaren.

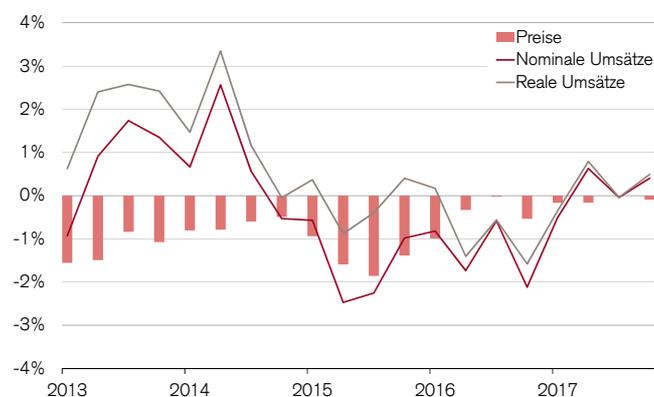
## Nachfrage: Ausland- und Onlineeinkäufe kosten Umsatz

### Umsatzschwund im Detailhandel gestoppt

Trotz besserer Wirtschaftslage vermochte der Detailhandel gemäss unseren Schätzungen auch 2017 kaum zu wachsen. Stagnierende Preise (-0.1% ggü. 2016) und eine geringfügig höhere reale Nachfrage (+0.2%) resultierten in einem knappen nominalen Umsatzwachstum von 0.1% (vgl. Abb. 55). Dabei schwächte sich die auseinanderlaufende Umsatzentwicklung in den zwei Hauptsegmenten Food/Near-Food und Non-Food ab. Während die Händler von Food/Near-Food-Produkten ein leichtes nominales Umsatzplus von 0.3% gegenüber dem Vorjahr verbuchten, kam der Umsatzrückgang im Non-Food-Markt mit -0.1% praktisch zum Halt. Innerhalb des Non-Food-Segments blieben die Unterschiede zwischen den einzelnen Produktgruppen allerdings weiterhin gross: Do-it-yourself/Garten (+2.3%) und Freizeit (+3.3%) verzeichneten erstmals seit Jahren wieder ein deutliches Wachstum, profitierten jedoch von witterungsbedingten Sondereffekten. Die Umsätze bei Personal Care (-2.0%) sowie Bekleidung und Schuhe (-1.5%) waren erneut rückläufig, bei Bekleidung allerdings deutlich weniger stark als in den Vorjahren. Dennoch verloren in diesen Bereichen die Händler weiter Marktanteile an ausländische Onlineanbieter. Das gilt generell für den stationären Detailhandel. Der Onlinehandel dürfte 2017 wiederum mit einer Rate von rund 8% gewachsen sein, während der stationäre Detailhandel um ein knappes Prozent geschrumpft ist.

**Abb. 55: Detailhandelsumsatz**

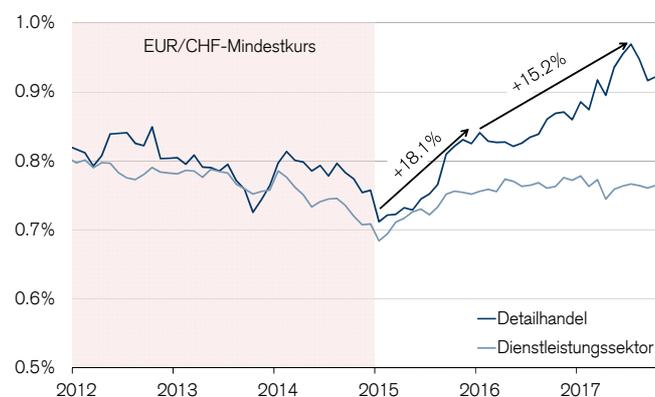
Nominale und reale Umsätze, Preise, Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: GfK, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, 4. Q. 2017 von Credit Suisse geschätzt

**Abb. 56: Konkursrate im Detailhandel**

Konkursrate in %, 12-Monats-Durchschnitt



Quelle: CRIF AG, Credit Suisse

### Wachsende Konkursrate im Detailhandel

Trotz punktueller Erholungstendenzen kann man festhalten, dass nicht wenige Detailhändler auch 2017 noch unter Spätfolgen der Frankenaufwertung, der daraus resultierenden gedämpften Konsumentenstimmung, dem Einkaufstourismus und dem strukturellen Wandel durch den Onlinehandel litten. Dies hat nicht nur zu teils erheblichen Umsatzeinbußen geführt, sondern

auch einen strukturellen Wandel der Branche in Bewegung gesetzt bzw. beschleunigt. So stieg die Konkursrate im Detailhandel ab Anfang 2015 stark an und lag ein Jahr später 18.1% höher. Bis zum Höhepunkt der Konkursfälle im Juli 2017 legte sie nochmals um 15.2% zu (vgl. Abb. 56). Seither zeichnet sich eine leichte Beruhigung ab. Im restlichen Schweizer Dienstleistungssektor nahmen die Konkurse 2015 und 2016 zwar ebenfalls zu, allerdings wesentlich weniger stark.

### Kleine Händler waren lange pessimistischer

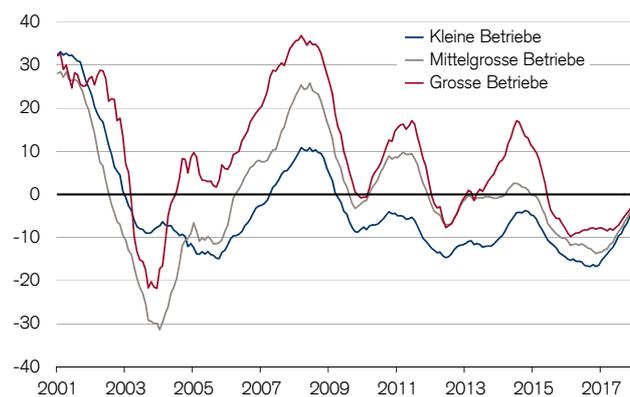
Einige Konkursanmeldungen und Ankündigungen von Filialschliessungen grosser Unternehmen, insbesondere im Bekleidungssegment, fanden in den letzten Jahren ihren Weg auch in die Medien. Die grosse Mehrheit der rund 380 bzw. 400 Konkurse von 2015 bzw. 2016 dürfte jedoch in erster Linie auf kleine Händler zurückzuführen sein, welche unter dem Radar der Öffentlichkeit geblieben sind. Ein Blick auf die KOF-Umfrageresultate zur Geschäftslage der Schweizer Detailhändler bekräftigt den Verdacht, dass die Stimmung der mittelgrossen und vor allem der kleinen Detailhandelsbetriebe in den letzten Jahren trüber war als diejenige der grösseren Unternehmen. Etwas optimistischer stimmt jedoch die Tatsache, dass sich die Einschätzung der Detailhändler – unabhängig von der Betriebsgrösse – allmählich wieder verbessert (vgl. Abb. 57).

### Ausblick Detailhandel 2018: Schwaches Umsatzplus

Für den Detailhandel dürften 2018 das erwartete, gegenüber dem Vorjahr leicht schwächere, Bevölkerungswachstum und die positive Konsumentenstimmung die wichtigsten Wachstumstreiber sein (vgl. Abb. 58). Wegen des anhaltenden strukturellen Wandels wird die Branche aber nur begrenzt von den Konjunkturimpulsen profitieren. Unter der Voraussetzung, dass sich der Franken gegenüber dem Euro weiter leicht abwertet, erwarten wir im Detailhandel einen etwas tieferen Preisdruck im Vergleich zu den Vorjahren (2018: +0.2% ggü. 2017). Im Food/Near-Food-Segment gehen wir von einem leichten Wachstum der Konsumentenpreise aus (+0.3%), während sich diese in der Non-Food-Sparte voraussichtlich auf dem Vorjahresniveau bewegen dürften (+0.1%). Der wirtschaftliche Aufschwung dürfte die Erholung der Nachfrage im konjunktursensitiveren Non-Food-Bereich stützen. Da dort aber einige Segmente im vergangenen Jahr von witterungsbedingten Sondereffekten profitierten und insbesondere der Bekleidungsdetailhandel weiter Marktanteile an ausländische Onlineanbieter verlieren dürfte, gehen wir davon aus, dass die nominalen Umsätze mit +0.1% stagnieren werden. Im stark vom Bevölkerungswachstum getriebenen Food-Detailhandel erwarten wir dagegen ein Umsatzplus von 0.5%. Für den gesamten Detailhandel resultiert ein schwaches Umsatzwachstum von 0.3%.

#### Abb. 57: Stimmung verbessert sich allmählich

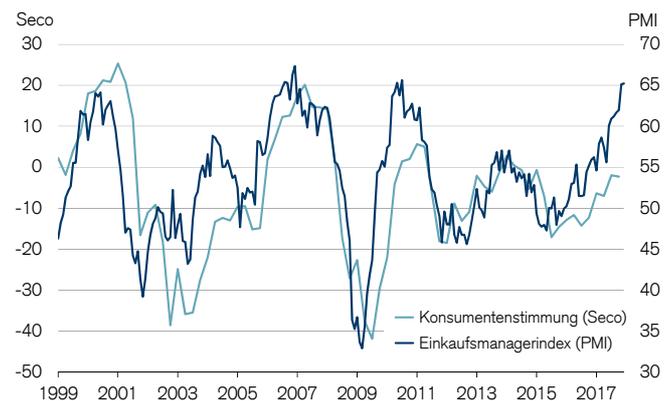
Beurteilung der Geschäftslage im Detailhandel nach Betriebsgrösse, 12-Monats-Durchschnitt des Saldos in %



Quelle: KOF ETH, Credit Suisse

#### Abb. 58: Konsumentenstimmung und PMI

Einkaufsmanagerindex (PMI) als Vorlaufindikator der Konsumentenstimmung (Index)



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft, procure.ch, Credit Suisse

### Die Zukunft des Einkaufens

#### Vorgespurte Entwicklung

Das Einkaufsverhalten der Konsumenten verändert sich aufgrund neuer Einkaufskanäle. Der Umsatz stagniert in etwa, fällt aber an anderer Stelle an. Immer mehr Detailhandelsparten geraten in den Sog des Onlinehandels. Lediglich die Trägheit, mit der viele Menschen ihr Verhalten anpassen, bremst das Wachstum der Onlinemarktanteile. Diese Trägheit verschafft dem stationären Handel allerdings nur eine Gnadenfrist, aber keinen Schutz vor den Folgen des Strukturwandels. Die Erfindung des Onlinehandels lässt sich nicht rückgängig machen. Die Entwicklung

ist langsam, aber unaufhaltsam, oder besser gesagt vorgespurt. Ein Blick in Länder, die bereits höhere Onlinehandelsanteile kennen, vermag aufschlussreiche Anhaltspunkte zu geben, wie die Entwicklung hierzulande weitergehen könnte. Zu den Ländern mit den höchsten Anteilen des Onlinehandels am Detailhandel zählen die USA und Grossbritannien sowie Südkorea (vgl. Abb. 59). Einen grossen Sprung nach vorne hat jüngst China getan. Trotz einer sehr viel geringeren Verbreitung der Internetnutzung als in den angelsächsischen Ländern oder in Südkorea hat China bezüglich Onlineanteils bereits die Führung übernommen und das Zepter an sich gerissen.

### Welle von Ladenschliessungen in den USA

Der stationäre Detailhandel in den USA befindet sich mitten in einer tiefgreifenden Umwälzung. In keinem Land gibt es so viel Ladenfläche pro Einwohner wie in den USA. Doch im technologieaffinen Land wenden sich die Konsumenten vermehrt dem Onlinehandel zu und lassen die Kaufhausketten links liegen (vgl. Abb. 60). Darunter leiden vor allem auch die vielen Einkaufszentren, für welche die Kaufhäuser die Ankermieter sind. Zwar gibt es weiterhin viele Einkaufsmalls, die prosperieren und Detailhandelsketten, die auf Wachstumskurs sind. Zum Beispiel im Discountbereich. Ein Gesundschumpfen des Sektors scheint jedoch unausweichlich. Denn trotz ansprechendem Wirtschaftswachstum wurden im letzten Jahr schätzungsweise 9000 Läden dichtgemacht. Darunter zahlreiche Filialen von bekannten Kaufhausbetreibern wie Macy's und J. C. Penney oder der Handelskette Sears. 50 Detailhandelsketten haben Bankrott angemeldet. Gemäss Cushman & Wakefield könnten es dieses Jahr bis 12'000 Schliessungen geben. Zu Beginn des Jahres waren bereits Pläne von 3600 Ladenschliessungen bekannt, darunter solche von Walgreens, Gap and Gymboree. Eine weitere Welle von Schliessungen könnte Hunderten der landesweit 1300 Einkaufszentren das Genick brechen. Green Street Advisors hat 950 amerikanische Einkaufsmalls näher analysiert. Rund 70% der Malls waren 2017 von einem Filialabbau von landesweit operierenden Detailhändlern betroffen. Malls von höherer Qualität waren davon weniger betroffen, doch auch sie hatten unter dem Strich mehr Schliessungen als Neueröffnungen zu beklagen, da gewisse Detailhändler gleich alle Filialen dichtmachten, unabhängig von der Qualität der Einkaufsmall. Dabei machten die öffentlich bekanntgegebenen Ladenschliessungen nur etwa die Hälfte aller Schliessungen aus. Die andere Hälfte verabschiedete sich im Stillen, indem diese auslaufende Mietverträge einfach nicht mehr erneuerten.

### China führend im Onlinehandel

Der stationäre Detailhandel war in China nie derart weit entwickelt wie in der westlichen Welt. Die digitale Revolution hat daher in Kombination mit dem raschen Wachstum der verfügbaren Einkommen den Onlinehandel im Riesenreich zum neuen Standard werden lassen. Gemäss neuesten Schätzungen soll der Marktanteil des Onlinehandels bereits bei 23% liegen. Er wächst etwa doppelt so schnell wie in den USA oder in Grossbritannien. China ist auch ein Vorreiter in Mobile-Commerce, weil die meisten Konsumenten die PC-Ära übersprungen haben und direkt mit Smartphones in die digitale Welt einstiegen. Bis 2020 sollen in China schätzungsweise 74% der Onlineeinkäufe mittels Smartphone getätigt werden, gegenüber 46% in den USA zum selben Zeitpunkt. Als Folge davon ist in China der führende digitale Marktplatz der Welt entstanden mit Alibaba als Schlüsselakteur.

### Zwei verschiedene Onlinewelten in West und Ost

Interessanterweise sind die beiden Welten ziemlich verschieden. In der westlichen Welt ist der Onlinehandel erfolgreich, weil er eine effizientere Form des Einkaufens ist. Amazon und andere Schlüsselspieler optimieren laufend ihre Plattformen und widmen der Logistik grosses Augenmerk. Im Gegensatz dazu führt Alibaba keine Lager und ist auch kein Detailhändler. Er operiert vielmehr wie eine virtuelle Mall und stellt den Detailhändlern Plattformen zur Verfügung. Beim Onlinehandel chinesischer Prägung geht es in erster Linie um eine reichhaltigere Alternative zum stationären Einkauf. Die Konsumenten verbringen gerne Zeit online. Entertainment und Einkauf verschwimmen. Mittels hochgradig personalisierten Inhalten, die dank Big Data Analysen, künstlicher Intelligenz und umfangreichen Datensammlungen laufend Verbesserungen erfahren, werden die umgarnten Konsumenten auf eine Entdeckungsreise mitgenommen. Chinesische Konsumenten verbringen dann auch fast dreimal mehr Zeit auf den digitalen Marktplätzen als amerikanische Onlinekonsumenten. Die Plattformen von Alibaba sind mit allerlei Werkzeugen bestückt, um ein nahtloses Einkaufserlebnis zu schaffen und Einkaufen so einfach wie möglich zu machen. Mit Alipay wird zum Beispiel ein reibungsloser Zahlungsverkehr sichergestellt. Diverse Chat-Möglichkeiten erlauben zudem den Austausch mit der eigenen Community sowie direkt mit den Herstellern der Produkte. In China ist ein hoch integriertes, digitales Ökosystem rund um den Einkauf entstanden, das in einigen Fällen aus nur einer einzigen App, quasi einer Super-App, angesteuert werden kann.

### Einkaufsformate im digitalen Stresstest

Vorher genannte Entwicklungen in den Ländern mit führenden Onlinehandel-Marktanteilen dürfen sicherlich nicht eins zu eins auf den Schweizer Markt übertragen werden. Aufgrund der Grösse ihrer Märkte werden die Erfahrungen, welche die grossen Akteure auf diesen Märkten sammeln, aber auch hierzulande auf den Detailhandel abfärben. Es lohnt sich deshalb herzuleiten, wie sich die einzelnen Einkaufsformate, angefangen bei den Convenience Shops, über Warenhäuser und Einkaufszentren bis zu den Einkaufsstrassen, in einer digitalen Welt zu behaupten vermögen.

#### Convenience-Läden: Voll im Trend

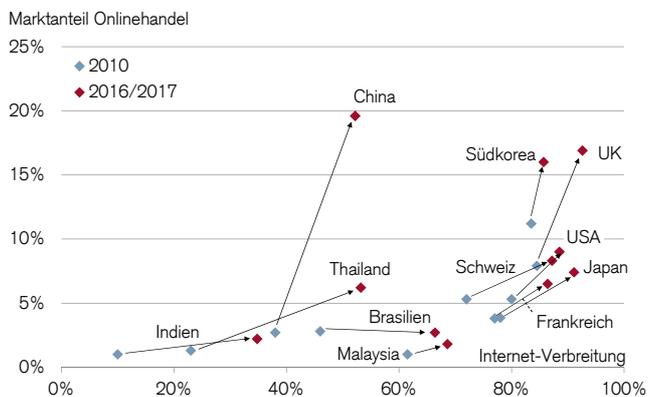
Der Trend zu kleineren Haushalten, die wachsende Erwerbsquote in der Bevölkerung und die höhere Mobilität fördern die Verpflegung ausser Haus. Die Lebensmittelproduzenten haben auf diesen Trend reagiert und das Angebot an verzehrfertigen Lebensmitteln ausgedehnt. Um die Jahrtausendwende sind parallel dazu Convenience-Läden aufgetaucht und haben in den letzten Jahren markant zugelegt. Heute gibt es rund 1800 Tankstellen- und Convenience-Shops in der Schweiz. Deren Umsatz stieg zwischen 2010 und 2016 jährlich um 1.5%, während er im Food-Segment stagnierte. Convenience Shops haben in einer digitalen Welt gute Karten, da ihr Angebot erstens einen Bereich umfasst, der am wenigsten vom Onlinehandel bedroht ist, und zweitens ein Angebot bietet, das sich eher komplementär zum Onlinehandel definiert und immer mehr Frischprodukte einbaut. Die Herausforderungen dieses Einkaufskanals liegen dann eher in der Bewältigung der anspruchsvollen Kleinmengenlogistik, der langen Öffnungszeiten und eines flexiblen Sortiments.

#### Warenhäuser: Dem Untergang geweiht

Den Warenhäusern, den einstigen Kathedralen des Konsums, ist in der digitalen Welt die Daseinsberechtigung abhandengekommen. Früher steuerten die Konsumenten automatisch ein Warenhaus an, wenn es ihnen an etwas fehlte. Ihre Rolle als One-Stop-Shop, der mit seiner Sortimentsbreite und -tiefe fast jedes Konsumbedürfnis befriedigte und wo sich der Konsument informierte, hat heute das Internet übernommen. Die heutige Generation von Konsumenten informiert sich online und kauft auch online. Das Internet ist das neue Warenhaus und bezüglich Sortimentsbreite und -tiefe nicht zu übertreffen. Zum Verlust der eigentlichen Raison d'Être der Warenhäuser gesellt sich ein weiterer Nachteil. Warenhäuser sind grundsätzlich vertikal organisiert. Der Konsument bewegt sich aber viel eher horizontal denn vertikal. Die Preisunterschiede für Flächen im Untergeschoss oder im ersten Obergeschoss verdeutlichen diesen Zusammenhang. Zudem beschränken sich über 90% der Einkaufszentren auf nicht mehr als drei Stockwerke. Im Wissen darum haben viele Warenhäuser ihre Gastronomie in den obersten Geschossen angesiedelt, um Passanten in die höheren Stockwerke zu locken. Doch mit der wachsenden Bedeutung des Einkaufserlebnisses müsste die Gastronomie viel stärker in dieses Erlebnis eingebunden werden – auch in den belebten unteren Geschossen. Zusätzlich unter Druck kommen die Warenhäuser, weil die Markenartikelhersteller zunehmend eigene Vertriebskanäle aufbauen und zum Teil auch mit stationären Läden zur direkten Konkurrenz werden. Sie tun dies nicht zuletzt deswegen, um an die wertvollen Kundendaten zu gelangen. Nur wer in Besitz der Daten seiner Kunden ist, kann die Vorteile der Digitalisierung nutzen.

**Abb. 59: Vorreiter im Onlinehandel-Trend**

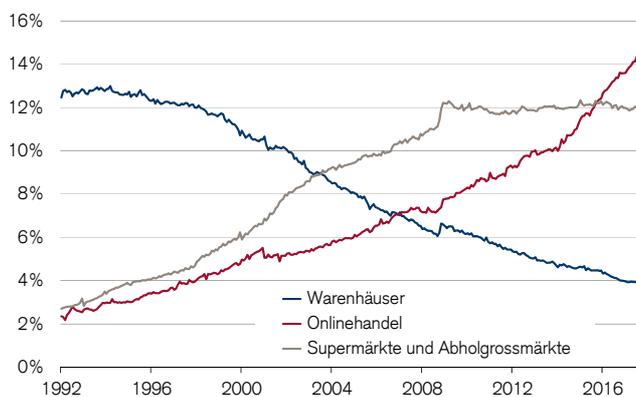
Anteil des Onlinehandels am Detailhandel in %; Verbreitung der Internetnutzung in %



Quelle: GfK, BAK Economics, diverse länderspezifische Quellen, Credit Suisse

**Abb. 60: Niedergang der Warenhäuser in den USA**

Anteil verschiedener Einkaufskanäle in % am Total der Detailhandelsumsätze



Quelle: U.S. Department of Commerce, Credit Suisse

## Shoppingcenter: Handlungsbedarf

Seit dem starken Wachstum von Shoppingcentern nach der Jahrtausendwende gilt die Schweiz diesbezüglich als «overstored». Trotz mehr oder weniger gehaltenen Frequenzen hat der wachsende Marktanteil des Onlinehandels auch die Umsatzentwicklung der Shoppingcenter in Mitteldenshaft gezogen. Mehr als die Hälfte der Shoppingcenter hat seit 2010 – dem Umsatzhöhepunkt des heimischen Detailhandels – einen zweistelligen Umsatzrückgang hinnehmen müssen. Der starke Food-Anker vieler Shoppingcenter hat insgesamt Schlimmeres verhindert, doch die Unterschiede unter den Shoppingcentern sind gross und gewisse Einbrüche existenzbedrohend. Bei rund 17% der Shoppingcenter beträgt das Minus mehr als 25%. Das reine Handelskonzept ist überholt und Einkaufszentren müssen den Konsumenten mehr Erlebnisse und Unterhaltung bieten. Aufgrund ihrer Grösse sowie ihrer einheitlichen Entscheidungskompetenz über Mietermix sowie der Bespielung des Standortes verfügen die Shoppingcenter jedoch auch über komparative Vorteile. Die Betreiber siedeln vermehrt Dienstleister aus den Bereichen Gesundheit, Fitness, Schönheit und verwandten Bereichen an. Dienstleistungen haben den Vorteil, dass sie weniger durch den Onlinehandel konkurriert werden. Sie sorgen zudem für Frequenzen und längere Aufenthaltsdauern. Die Shoppingcenter dürften sich daher vermehrt in Richtung Urban Entertainment Center entwickeln und den diesbezüglichen Leuchttürmen Westside, Sihlcity und neuerdings der Mall of Switzerland nacheifern.

## Einkaufsstrassen: Chancen an den Toplagen ...

Passantenfrequenzen waren die Währung in der analogen Welt, und sie sind es auch in der digitalen. Die physische Präsenz bleibt wichtig – auch für Onlinehändler. Fast alle grossen Onlinehändler haben mittlerweile auch physische Standorte eröffnet. Und nicht nur sie, auch erstklassige Marken suchen den direkten Kontakt mit den Konsumenten. Sie suchen die Interaktion mit ihren Kunden, sie wollen ihre Produkte erlebbar machen und ihr Markenimage pflegen. Es handelt sich dabei aber immer mehr um sogenannte Touchpoints und weniger um Verkaufspunkte. Solche Berührungspunkte sind für die grossen Marken zentral und dienen dem Aufbau einer emotionalen Kundenbindung. Die stationären Läden an den Top-Standorten werden in Zukunft nur noch untergeordnete Verkaufsfunktion haben. Es sind Flaggschiffäden an den besten Einkaufsstrassen, die hauptsächlich der Werbung dienen. Als Folge wird der Flächenbedarf deutlich geringer ausfallen. Allenfalls kann er an den Toplagen durch ein Mehr an Marken aufgewogen werden. Vor allem internationale Detailhändler werden verstärkt von der hohen Kaufkraft hierzulande zu profitieren versuchen. Dank digitaler Kanäle ist der Aufbau einer Länderspräsenz heute einiges günstiger als in der rein stationären Welt.

## ... aber handicapiert an B- und C-Lagen

Für B- und C-Lagen, die nicht für Flaggschiffäden geeignet sind, ist die Situation schwieriger. Sie haben bereits durch das Verschwinden der nicht filialisierten Fachdetailhändler gelitten. Deren Marktanteil lag in den Sechzigerjahren noch bei 70%, macht heute aber nur noch 20% aus. Die Einkaufsstrassen können zwar ihre Stärken wie die Authentizität der Standorte oder die Vielfalt des Mietermixes in die Waagschale werfen, doch dürften hier etliche Detailhändler Flächen aufgeben – besonders in Kleinzentren. Lokale und regionale Detailhändler, die gut in Nischensegmenten verankert sind, dürften sich halten können. Verstärkt werden Dienstleister aus den Bereichen Optik, Gesundheit, Schönheit, Bildung, Beratung etc. das Strassenbild dominieren. Wie gut sich die verschiedenen Standorte halten können, wird dadurch entschieden werden, wie sie mit den typischen Handicaps der Einkaufsstrassen umgehen. Es fehlt an einer einheitlichen Führung, die den Mietermix definiert, die Flächen bespielt und für einen optimalen Einbezug der Gastronomie sorgt. Dadurch erwachsen den Einkaufsstrassen Nachteile vor allem im Vergleich mit den Einkaufszentren, wo alles zentral gesteuert wird und wo man rasch auf wechselnde Trends reagieren kann.

## Fazit für die Flächen- nachfrage

Mit dem Wachstum des Onlinehandels verändern sich das Umfeld und die Rolle des stationären Handels. Modetrends wechseln zum Beispiel durch das Internet viel schneller. Das musste jüngst sogar die sehr erfolgreiche schwedische Kleiderkette H&M nach einem unerwarteten Rückgang der Umsätze im vierten Quartal des Vorjahres zur Kenntnis nehmen. Weil der künftige Geschäftsgang viel unsicherer geworden ist, streben die Detailhändler nach mehr Flexibilität. Sie reduzieren daher die Zahl ihrer Standorte und wollen ihr Onlinegeschäft in Richtung einer Omni-Channel-Strategie ausbauen. Viele dürften zudem ihre Ladenfläche verkleinern, weil sie in einer digitalen Welt ihr Sortiment über Touchpanels und Heimlieferungen zugänglich machen können und dadurch der Produktdruck sinkt. Die Verkaufsfunktion der Ladenfläche verliert an Bedeutung zugunsten der Marketingfunktion. Gewisse Flächen dürften sich sogar zu Distributionshubs verwandeln (vgl. [Exkurs Citylogistik](#)).

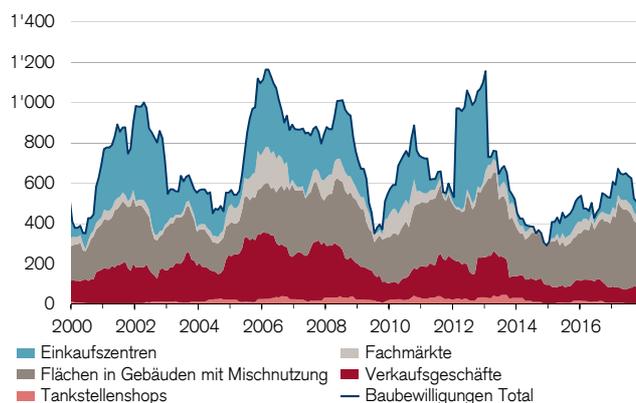
## Angebot: Mischnutzungen als Treiber der Ausweitung

**Nur noch vereinzelt werden Fachmärkte und Einkaufszentren erstellt**

Weil die Umsätze im Detailhandel den Flächenausweitungen schon seit Jahren nicht mehr folgen können, hat die Flächenausweitung abgenommen. 2016 hat mit dem Lipopark in Schaffhausen nur ein einziges neues Einkaufszentrum die Tore geöffnet, wobei es sich eigentlich um einen Fachmarkt handelt. Im letzten Jahr ist mit der Mall of Switzerland in Ebikon eines der letzten grossen Bauvorhaben, die noch in der Boomphase nach der Jahrtausendwende geplant wurden, nach mehreren Anläufen doch noch eröffnet worden. Im laufenden Jahr ist mit Ausnahme eines Fachmarktes in Affoltern am Albis mit keinem Neuzugang bei den Einkaufszentren zu rechnen. Abgesehen vom Nachzügler in Ebikon hat sich die Flächenausweitung bei den Einkaufszentren stark abgekühlt und konzentriert sich dabei zuletzt verstärkt auf die Möbelsparte, ein Bereich, der sich für den Paketversand weniger gut eignet.

**Abb. 61: Ausweitung von Verkaufsflächen**

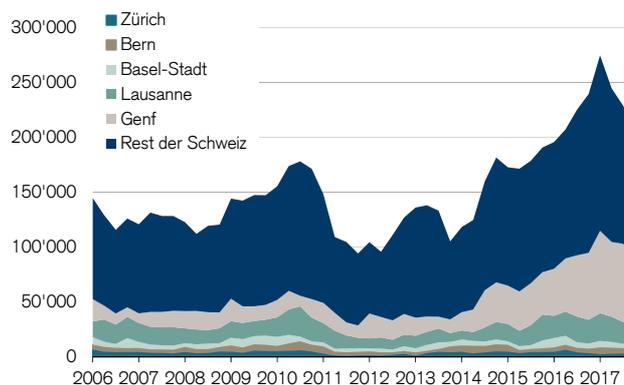
Baubewilligungen, gleitende 12-Monats-Summe in CHF Mio., Neu-/Anbau



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

**Abb. 62: Inseriertes Verkaufsflächenangebot**

Flächenangebot in m<sup>2</sup>



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

**Wachstum der Ladenlokale in neuen Überbauungen ...**

Die im Jahr 2017 erteilten Baubewilligungen für Fachmärkte und Einkaufszentren liegen mit 56% bzw. 64% dann auch deutlich unter dem langfristigen Mittel seit 1995 (vgl. Abb. 61). Vor allem die beiden dominierenden Grossverteiler in der Schweiz sind noch aktiv und optimieren ihre Standorte mit in der Regel eher kleinen Einheiten. Die gesamten baubewilligten Flächen lagen letztes Jahr um 25% unter dem langfristigen Mittel von CHF 650 Millionen. Nach wie vor sind es die Verkaufs- und Gewerbeflächen in Mischnutzungsgebäuden, die verhindern, dass die Flächenausweitung unter die Hälfte des langfristig üblichen Niveaus sinken würde. Der Mietwohnungsbau hat in den letzten drei Jahren mächtigen Auftrieb erfahren, was auch den Bau von Verkaufs- und Gewerbelokalen angetrieben hat.

**... mit beschränktem Erfolg**

Die neu erstellten Ladenlokale bekunden Mühe, Mieter zu finden. Neben Bestandsflächen, die mit Mieterkündigungen zu kämpfen haben, war insbesondere das neue Angebot in Gebäuden mit Mischnutzungen dafür verantwortlich, dass sich das ausgeschriebene Verkaufsflächenangebot lange Zeit stark erhöht hat (vgl. Abb. 62). Im Grenzkanton Genf scheint die Frankenstärke für das erhöhte Volumen an ausgeschriebener Ladenfläche verantwortlich zu sein. Im Verlauf des letzten Jahres hat sich das Volumen der inserierten Flächen zwar etwas vermindert, wir werten das aber noch nicht als Trendwende. Teilweise unterbrechen die Vermieter zu lange Ausschreibungsphasen, um dem Stigma des Ladenhüters auszuweichen. Teilweise verschwinden die Flächen ganz und werden anderweitigen Nutzungen zugeführt.

**Höhere Leerstände, längere Leerstandsdauer**

## Marktergebnis: (Wieder-)Vermietung als Knacknuss

Im Gegensatz zu den Büroflächen, wo bei den Leerständen sogar eine leichte Abnahme zu verzeichnen war, steigen die Leerstände bei den Verkaufsflächen weiter. Sie haben das höchste Niveau seit Ende der Neunzigerjahre erreicht (vgl. Abb. 63). Auffallend ist die starke Zunahme der Leerstände in der Westschweiz. Bereits bei den ausgeschriebenen Flächen war es in erster Linie der Kanton Genf, der kräftig zum Anstieg beigetragen hat. Aus dem Kanton Genf weiss

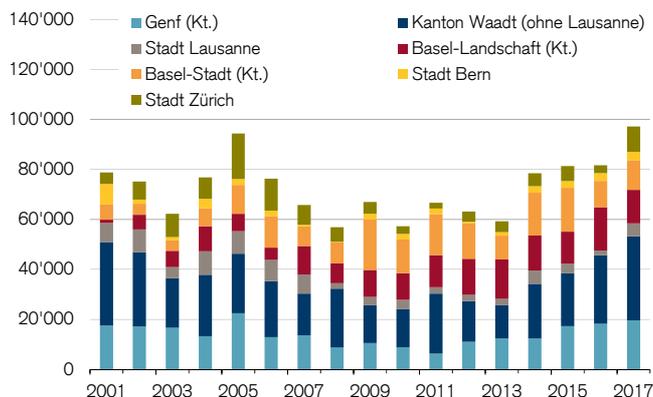
man auch, dass die Dauer der Leerstände bei den Ladenlokalen zunimmt. Anfangs des Jahrzehnts waren die Läden im Schnitt nach weniger als 10 Monaten wieder vermietet. Im letzten Jahr dauerte es im Mittel hingegen mehr als 19 Monate. In der Stadt Bern sind es dagegen weniger als 12 Monate bis zur Neuvermietung. In der Stadt Zürich haben leeren Ladenflächen ebenfalls deutlich zugenommen. Diese Entwicklung ist nicht auf einige wenige Objekte zurückzuführen, sondern auf diverse kleine und mittelgrosse Flächen. Zudem haben die leeren Verkaufsflächen in zehn von zwölf Stadtkreisen zugenommen. Die erfassten Leerstände dürften insgesamt zu tief ausgewiesen werden. Aufgrund der Erhebungsweise der Daten werden Leerstände in kleinen Ladenlokalen zu wenig systematisch erfasst und dadurch unterschätzt.

**Leerstände in den Grosszentren tiefer als in den Mittel- und Kleinzentren**

Interessant ist der Vergleich der Leerstandsverteilung über die Zeit. Waren die Leerstände im Jahr 2015 verstärkt in den Mittelzentren und in den suburbanen Agglomerationsgemeinden anzutreffen, so gilt dieser Befund auch heute noch (vgl. Abb. 64). Das Bild ist aber nicht mehr gleichermassen klar. So hatten die Leerstände in diesen Räumen im letzten Jahr einen etwas geringeren Anteil, dafür haben die Leerstände in den Grosszentren zugelegt und proportional noch stärker in den Kleinzentren. Am tiefsten bleibt der Leerstand mit weniger als 2% in den Gemeinden ausserhalb der Agglomerationen, wo auch die Retaildichte gering ist. In den Grosszentren bleiben die Leerstände unter der Schwelle von 3%, wohingegen in den Klein- und Mittelzentren sowie in den Agglomerationsgemeinden Leerstandsquoten um 5% die Regel sind. Wie bereits vor zwei Jahren lässt sich kein Zusammenhang des Leerstandsrisikos mit der Grösse der Fläche herstellen. Was die Lagequalität betrifft, so sind auch 1a-Lagen nicht vor Leerständen gefeit. Aus Hamburg weiss man z.B. dass sich trotz deutlich höheren Frequenzen (Tourismus) die Innenstadtumsätze nicht nach oben entwickelt haben. Und sogar die 5th Avenue in New York kämpft derzeit gemäss CBRE mit Leerständen von 15%.

**Abb. 63: Leer stehende Verkaufsflächen**

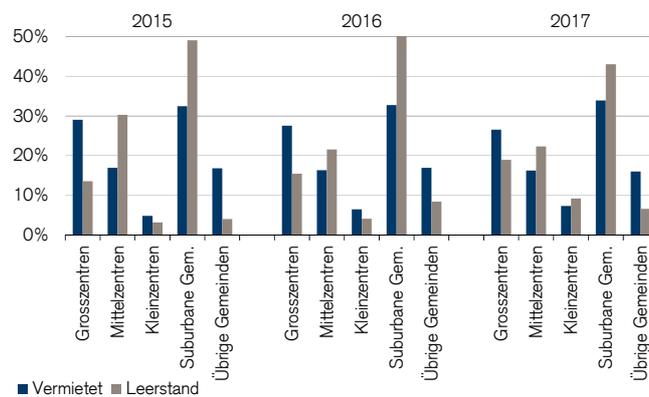
In m<sup>2</sup>, jeweils per 1. Juni, Teilerhebung über rund 33% des Verkaufsflächenmarktes



Quelle: Diverse statistische Ämter, Credit Suisse

**Abb. 64: Struktur der Leerstände nach Gemeindetyp**

Verteilung der leer stehenden/vermieteten Flächen



Quelle: Real Estate Investment Data Association (REIDA), Credit Suisse

**Schwieriger Umgang mit den Parterreflächen**

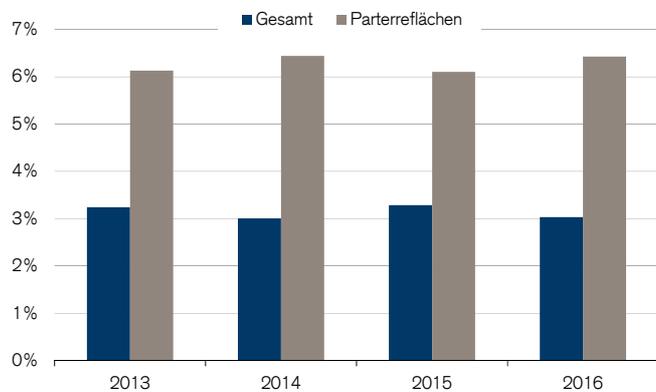
Verkaufsflächen in Gebäuden mit gemischter Nutzung sind eine grosse Herausforderung. Wie in Abbildung 65 ersichtlich ist, sind Retailflächen im Parterre solcher Gebäude mit erheblich grösseren Leerständen und damit Mietertragsausfällen belastet als Retailflächen insgesamt. Bereits vor der aktuellen Strukturbereinigung gab es aufgrund der stark wachsenden Zahl von Einkaufszentren einen heftigen Strukturwandel, dem vor allem die nicht filialisierten Fachdetailhändler zum Opfer fielen. Diese belegten häufig Parterreflächen in Mischnutzungsgebäuden. Solche Flächen liegen vielfach an qualitativ weniger guten Lagen, zudem fehlen oftmals Synergimöglichkeiten. Wir rechnen inskünftig mit noch grösseren Unterschieden. Das dürfte noch grössere Herausforderungen mit sich bringen. Denn bei den Parterreflächen handelt es sich um empfindliche Nahtstellen zwischen dem privaten und öffentlichen Stadtraum. Lebendige Parterrenutzungen werten den Stadtraum auf und tragen zu einem besseren Austausch der Bevölkerung bei. In Anbetracht der schwindenden Nachfrage muss das vordringliche Ziel darin bestehen, die verbleibenden Kräfte zu bündeln und fokussiert die öffentlichkeitswirksamen Nutzungen an den besten dafür geeigneten Standorten zu konzentrieren.

**Welche Nutzungen kommen bei Mieterwechsel infrage?**

Wir haben anhand einer empirischen Analyse von Parterrelagen untersucht, welche Nutzungen bei ehemals auf Vermietungsportalen ausgeschriebenen Gewerbeflächen heute anzutreffen sind. **Abbildung 66** zeigt, dass der Detailhandel bloss in einem knappen Fünftel der Fälle wieder die Fläche belegt. Am wichtigsten sind Dienstleistungen wie z.B. Coiffeur, Kosmetik etc. sowie solche aus dem Gesundheitsbereich mit zusammen 26%. Dahinter folgen gastronomische Nutzungen mit 10%. Die Nutzungsmöglichkeiten sind sehr breit. Denn während die häufigsten acht Nutzungen 66% auf sich vereinen, machen die nachfolgenden acht nur noch 16% aus. Erwähnenswert sind die Neumieter aus den Bereichen Architektur, Informationstechnologie, Grosshandel sowie freiberufliche Tätigkeiten. Diese Mieter nutzen die Räumlichkeiten als Büros. Flächenanbieter treffen demnach durchaus auf Nachfrager aus anderen Branchen bzw. mit anderen Nutzungsabsichten. Deren Zahlungsbereitschaft dürfte aber zumeist deutlich tiefer sein als bei der einstigen Nutzung als Retailfläche. In Anbetracht der grossen Konkurrenz durch andere Flächenanbieter ist die eigene Verhandlungsposition zudem geschwächt. An dieser Situation dürfte sich in Anbetracht des noch anstehenden Strukturwandels so rasch nichts ändern.

**Abb. 65: Leerstände im Parterre von Mischnutzungsgebäuden**

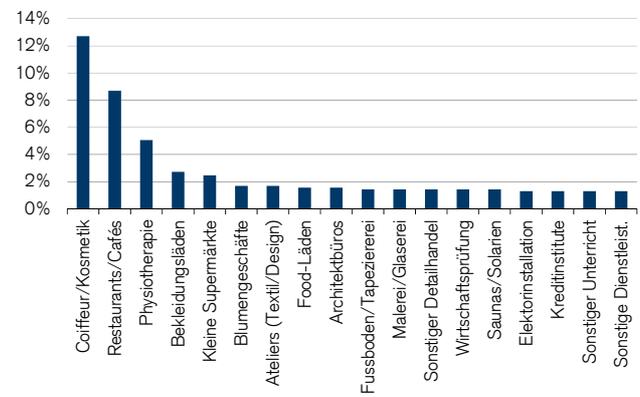
Mietertragsausfälle von Retailflächen insgesamt und solchen in Parterreflächen



Quelle: Real Estate Investment Data Association (REIDA), Credit Suisse

**Abb. 66: Neumieter ausgeschriebener Parterreflächen**

Verteilung der Neumieter in %



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

# Ausblick Verkaufsflächen 2018

## → Detailhandelsumsatz

Nominal in %



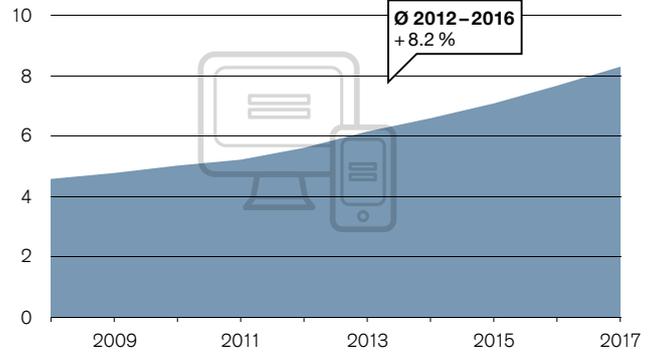
### Bessere Stimmung im Detailhandel:

- Steigende Konsumentenstimmung
- Frankenabwertung reduziert Preisdruck und Einkaufstourismus
- Aber: Starke ausl. Onlinekonkurrenz, weniger Wetterglück

2018: Schwach positives Umsatzwachstum

## ↗ Onlinehandel

Umsatz in Mrd. CHF



### Verlagerung vom stationären zum Onlinehandel:

- Wachsender Bevölkerungsanteil der Digital Natives
- Verbesserte Logistik, Convenience setzt sich durch
- Wachsende Onlinekonkurrenz aus dem Ausland

2017/2018: Fortgesetzte Marktanteilsgewinne des Onlinehandels

## Einkaufsformate im digitalen Stresstest

Convenience-Shop



Warenhaus



Shoppingcenter

Urban Entertainment Center    Übrige



Einkaufsstrasse (A-Lage)



Einkaufsstrasse (B/C-Lage)



## → Inseriertes Flächenangebot

In m<sup>2</sup>

217 000    239 000    220 000



### Strukturwandel hält Flächenangebot hoch:

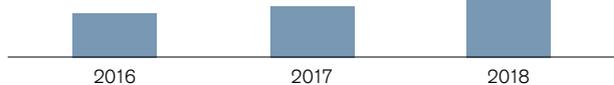
- Detailhändler reduzieren ihr Filialnetz
- Baubewilligungen 25% unter lfr. Mittel
- Aber: Starke Ausweitung von Verkaufsflächen im Parterre neuer Mietwohnungsüberbauungen

2018: Ausgeschriebenes Flächenangebot bleibt auf hohem Niveau

## ↗ Leerstände

In m<sup>2</sup>

90 000    104 000



2018: Fünfter Anstieg in Folge erwartet

### Nachfrageschwäche belastet die Wiedervermietung:

- Stockender Absatz neuer Verkaufsflächen
- Herausfordernde Wiedervermietung
- Stark steigende Dauer bis zur Wiedervermietung
- Grosszentren weniger betroffen, aber nicht immun

2018: Leerstehende Flächen nehmen weiter zu, Mieten auf Sinkflug

## Exkurs Verhaltensökonomik

# Wenn die Psychologie dem Anleger einen Streich spielt

**Verhaltensökonomik befasst sich mit irrationalem Verhalten in wirtschaftlichen Situationen**

Traditionelle ökonomische Modelle und Theorien basieren zumeist auf der Annahme, das Verhalten der Menschen entspreche dem eines rationalen Nutzenmaximierers (Homo oeconomicus). In der Realität zeigen sich jedoch beim Entscheidungsverhalten des Menschen zahlreiche, teilweise systematische Abweichungen vom rationalen ökonomischen Verhaltensmodell. Hier setzt die Verhaltensökonomik (Behavioral Economics) an: Als Teilgebiet der modernen Wirtschaftswissenschaften versucht sie, mithilfe von Erkenntnissen vor allem aus der Psychologie irrationales Verhalten der Marktteilnehmer zu erklären und dadurch die bestehenden ökonomischen Modelle zu verbessern sowie Marktineffizienzen zu verstehen. Gerade Immobilienmärkte gelten wegen ihrer Intransparenz und Trägheit als ineffizient. Daher lassen sich verschiedene Theorien der Verhaltensökonomik auf die Akteure des Immobilienmarktes direkt anwenden.

**Systematische kognitive Verzerrungen beeinflussen unsere Entscheidungen**

Eine zentrale verhaltensökonomische Theorie ist die von Daniel Kahneman und Amos Tversky im Jahr 1979 vorgestellte Prospect Theory.<sup>9</sup> Sie beschreibt die ökonomische Entscheidungsfindung unter Unsicherheit, wobei häufig Verhaltensweisen beobachtet werden, die nicht mit der klassischen Erwartungsnutzentheorie kompatibel sind. Gemäss der Theorie spielen potenzielle Gewinne und Verluste in der Entscheidungsfindung eine grössere Rolle als das im Durchschnitt zu erwartende Vermögensniveau, das aus rein rationaler Sicht allein massgebend sein sollte. 2002 erhielt Daniel Kahneman den Nobelpreis für seine Beiträge im Bereich der Verhaltensökonomik.

**Verluste werden stärker gewichtet als Gewinne**

Die Verlustaversion stellt einen wesentlichen Bestandteil der Prospect Theory dar. Verlustaversion bedeutet, dass bei Individuen der Ärger über einen Verlust stärker ausgeprägt ist als die Freude über einen gleich hohen Gewinn. Die Nutzenfunktion der Prospect Theory, die jedem Ereignis (z.B. dem Verkauf einer Liegenschaft) einen Nutzen zuteilt, hat daher einen ganz spezifischen Verlauf (vgl. Abb. 67): Sie verläuft bei Verlusten steiler als bei Gewinnen. Dies hat zur Folge, dass ein Verlust von beispielsweise CHF 20 stärker gewichtet wird als ein Gewinn von CHF 20. Des Weiteren verläuft die Nutzenfunktion von Individuen bei Verlusten konvex und bei Gewinnen konkav, was eine Neigung zu risikofreudigem Verhalten bei Verlusten und zu risikoaversem Verhalten bei Gewinnen impliziert. So wurde beispielsweise in Lotterien und Experimenten nachgewiesen, dass Individuen einen unsicheren Verlust tendenziell selbst dann einem sicheren Verlust vorziehen, wenn der zu erwartende Verlust denjenigen der sicheren Alternative übertrifft. Dies führt im Mittel zu einem grösseren Verlust und folglich zu einer Abweichung vom gemeinhin als rational geltenden gewinnmaximierenden Verhalten. In der Nutzenfunktion in [Abbildung 67](#) wird dies entsprechend illustriert. So nimmt aufgrund der konvexen Krümmung das Mehr an Ärger bei einem zusätzlichen Verlust kontinuierlich ab.

**Gewinne werden zu früh und Verluste zu spät realisiert**

Verschiedene verhaltensökonomische Effekte lassen sich auch bei den Akteuren des Immobilienmarktes beobachten. Ein Beispiel ist der auf Hersh Shefrin und Meir Statman zurückzuführende und auf der Verlustaversion basierende Dispositionseffekt.<sup>10</sup> Darunter wird die Tendenz verstanden, dass Investoren Wertschriften, deren Preis gestiegen ist, zu schnell verkaufen, und Wertschriften, deren Preis gesunken ist, zu lange halten. Dies führt tendenziell dazu, dass Gewinnopportunitäten zu wenig wahrgenommen (risikoaverses Verhalten) und Verluste zu wenig vermieden (risikofreudiges Verhalten) werden. Auf den Immobilienmarkt übertragen erklärt der Dispositionseffekt, weshalb Manager von Real Estate Investment Trusts (REITs) dazu tendieren, eher Liegenschaften zu verkaufen, die an Wert gewonnen haben, als solche, die an Wert verloren haben.<sup>11</sup>

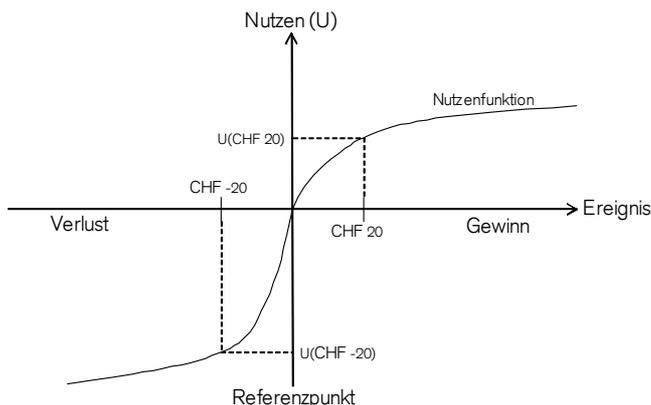
<sup>9</sup> Vgl. Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), S. 263 – 291.

<sup>10</sup> Vgl. Shefrin, H. & Statman, M. (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 40(3), S. 777 – 790.

<sup>11</sup> Vgl. Crane, A. & Hartzell, J. (2010). Is There a Disposition Effect in Corporate Investment Decisions? Evidence from Real Estate Investment Trusts.

**Abb. 67: Verlustaversion**

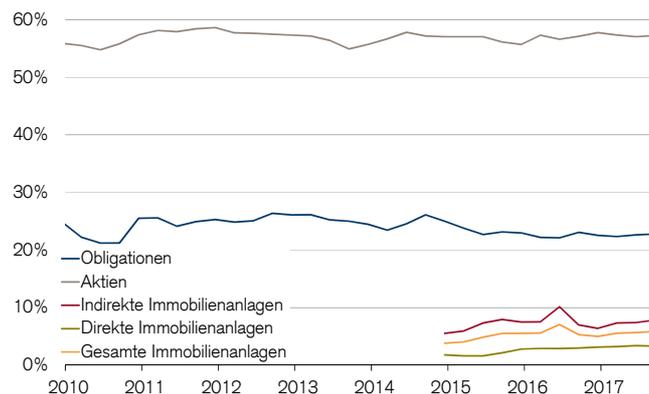
Hypothetische Nutzenfunktion gemäss der Prospect Theory



Quelle: Credit Suisse, Kahneman und Tversky (1979)

**Abb. 68: Home Bias bei Schweizer Pensionskassen**

Auslandsanteile in der Bilanz von Pensionskassen, nach Anlageklasse



Quelle: Credit Suisse

**Transaktionspreise (und Mieten) korrigieren im Abschwung nur zögerlich**

Die Existenz der Verlustaversion bei Immobilieninvestoren wurde nicht nur anhand von Experimenten bestätigt, sondern auch mittels umfangreicher Datenanalysen validiert.<sup>12</sup> Damit ist der Verlauf der Nutzenfunktion, wie von der Prospect Theory postuliert, bestätigt worden. Dies erklärt mitunter auch, weshalb sich die tatsächlichen Transaktionspreise auf dem Immobilienmarkt in Phasen von Preiskorrekturen den tiefer liegenden Gleichgewichtspreisen nur zögerlich annähern. Auch die Tatsache, dass in solchen Phasen markant weniger Transaktionen stattfinden, kann mit der Aversion, Verluste einzufahren, erklärt werden. Dieses Verhalten ist bei privaten Immobilienbesitzern ausgeprägter zu beobachten, wird jedoch auch von professionellen Immobilieninvestoren an den Tag gelegt. Auch die vielfach zu beobachtende Präferenz von längeren Leerständen bei Mietwohnungen gegenüber einer Mietpreissenkung lässt sich teilweise mit der Verlustaversion erklären.

**Ankerinformationen beeinflussen Entscheidungsfindung übermässig stark**

Ein Effekt, der bei Immobilientransaktionen eine relativ wichtige Rolle spielen dürfte, ist der unter anderem auf Amos Tversky und Daniel Kahneman zurückgehende Ankereffekt. Der Ankereffekt bezeichnet eine kognitive Verzerrung, gemäss der sich Entscheidungsträger übermässig stark von vorhandenen, jedoch unvollständigen Informationen beeinflussen lassen. Die vorhandenen Informationen wirken folglich als «Anker». So kann beispielsweise beobachtet werden, dass einzelne verkaufswillige Wohneigentümer bei der Preissetzung sowohl den ursprünglichen Kaufpreis als auch die getätigten werterhaltenden Investitionen als Anker verwenden. Zudem kommt es bei Wohneigentümern vor, dass Informationen aus den Medien, die sich häufig auf Neubauten beziehen, die Wertwahrnehmung der eigenen Liegenschaft beeinflussen. Des Weiteren findet eine Studie aus den USA, dass im Marktvergleich überhöhte Angebotspreise von Einfamilienhäusern tatsächlich zu höheren Verkaufspreisen führen.<sup>13</sup> Der Ankereffekt spielt vor allem bei Immobilien eine grosse Rolle, weil die Ermittlung des Immobilienwerts schwierig ist und deshalb gerne Vergleichswerte herangezogen werden. Immobilienbewertungen kann durchaus eine solche Ankerrolle zugeschrieben werden, und es gibt Belege dafür, dass sich damit auch die Verkaufspreise beeinflussen lassen.

**Heimische Immobilien werden bevorzugt**

Ein Effekt, der im Kontext von Immobilienanlagen immer wieder erwähnt wird, ist der Home-Bias-Effekt. Darunter wird die Tendenz von Anlegern verstanden, überproportional stark in heimische Wertschriften zu investieren. Der Verzicht auf eine internationale Diversifikation führt gemäss Portfoliotheorie zu einem höheren Risiko bei gleicher Rendite. Zu einem gewissen Grad dürfte die Neigung zur Übergewichtung des Heimmarktes sowohl durch Transaktions- und Informationskosten als auch durch Wechselkursrisiken zu erklären sein. Es gibt zahlreiche Hinweise darauf, dass der Home Bias im Immobilienmarkt besonders ausgeprägt auftritt. So lässt sich etwa beobachten, dass REIT-Vermögensverwalter generell inländische Investitionen bevorzu-

<sup>12</sup> Vgl. Genesove, D. & Mayer, Ch. (2001). Loss Aversion and Seller Behavior: Evidence from the Housing Market. The Quarterly Journal of Economics, 116(4), S. 1233 – 1260.

<sup>13</sup> Vgl. Bucchianeri, G. W. & Minson, J. A. (2013). A Homeowner's Dilemma: Anchoring in Residential Real Estate Transactions. Journal of Economic Behavior and Organization, 89(6), S. 76 – 92.

gen.<sup>14</sup> Gleiches gilt für die Immobilienportfolios der Schweizer Pensionskassen, die zu 96.7% aus Schweizer Immobilien (Direktanlagen) bestehen, wogegen bei anderen Anlageklassen der Auslandsanteil substanziell höher ausfällt. Bei Aktien etwa liegt er bei 57.3% (vgl. Abb. 68). Hohe Transaktions- und Informationskosten dürften gerade kleinere institutionelle Anleger vom Erwerb ausländischer Renditeliegenschaften abhalten. Indessen halten die Pensionskassen auch nur wenige indirekte ausländische Anlagen (7.9% aller indirekten Immobilienanlagen), obwohl eine breite Produktpalette angeboten wird, die unter anderem auch passive Instrumente (börsenkotierte Fonds, ETF), Multimanager-Fonds und Instrumente mit Absicherung gegen Wechselkursschwankungen umfasst. Immerhin sind die Anteile der ausländischen Immobilienanlagen seit 2015 etwas gestiegen. Die hohen Preise bei zunehmenden Vermarktungsrisiken im Schweizer Markt sowie die Tendenz zu einem schwächeren Franken dürften einige Portfoliomanager zum – aus Diversifikationsüberlegungen – überfälligen Schritt ins Ausland bewogen haben.

### Der Filter in unserem Kopf

Als Vater aller Denkfehler gilt der Bestätigungsfehler. Darunter versteht man die Tendenz, Informationen derart auszuwählen, zu favorisieren und zu deuten, dass sie mit der vorgefertigten Meinung übereinstimmen bzw. diese bestätigen. Gegenteilige Informationen werden daher erst gar nicht gesucht und gegebenenfalls ignoriert. Für Immobilieninvestoren und -entwickler, die diesem Denkfilter ebenfalls ausgesetzt sind, bedeutet dies, dass sie für die Entscheidungsfindung gezielt nach Gründen suchen sollten, weshalb ein Investment eine schlechte Performance erbringen könnte. Oder wie es der britische Schriftsteller Arthur Quiller-Couch pointiert ausdrückte: «Murder your darlings».

### Besitz eines Gutes führt zu einem höher wahrgenommenen Wert

Eine auch für Immobilienbesitzer relevante Verhaltensanomalie ist der Besitzumseffekt (Endowment Effect), der auf den 2017 mit dem Nobelpreis ausgezeichneten Verhaltensökonom Richard Thaler zurückgeht.<sup>15</sup> Dieser Effekt besagt, dass Individuen einem Gut einen höheren Wert zuschreiben, wenn sie dieses Gut besitzen. Diese Verzerrung impliziert für den Immobilienmarkt, dass Immobilienbesitzer dazu neigen, ihrer Immobilie einen im Marktvergleich zu hohen Wert zuzuschreiben.

### Verhaltensökonomik spielt auch im Immobilienmarkt eine wichtige Rolle

Abschliessend lässt sich aus den vorstehenden Erläuterungen folgern, dass zahlreiche verhaltensökonomische Effekte auch im Immobilienbereich am Werk sind. So weisen etwa verschiedene Studien darauf hin, dass verhaltensökonomische Effekte einen Teil der zeitweise hohen Abweichungen zwischen Börsenkursen und Nettoinventarwerten von kotierten Immobilienanlagen erklären. Deshalb ist es für am Immobilienmarkt oder Immobilienanlagemarkt tätige Akteure ratsam, sich dieser Effekte bewusst zu sein. Wenn das entsprechende Bewusstsein vorhanden ist, können die Anlagestrategie und die Investitionsentscheidungen optimiert werden und lässt sich langfristig eine bessere Performance erzielen. Darüber hinaus können Strategien entwickelt werden, um von verhaltensökonomischen Effekten zu profitieren (z.B. auf Behavioral Finance basierende Fonds).

<sup>14</sup> Vgl. Gibilaro, L. & Mattarocci, G. (2016). Are Home-Biased REITs Worthwhile? *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 22(1), S. 19 – 30.

<sup>15</sup> Vgl. Thaler, R. (1980). Toward a Positive Theory of Consumer Choice. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1(1), S. 39 – 60.

## Immobilienanlagen

# Negativzinsen dominieren Zyklus

Trotz einer wegen mangelnder Nachfrage an den Nutzermärkten eingetrübten Ertragsituation können sich die Renditen von direkten und indirekten Immobilienanlagen weiterhin sehen lassen. Die Negativzinsen dominieren gewissermassen den klassischen Immobilienzyklus und verhindern ungeachtet sinkender Mietertragspotenziale eine entsprechende preisliche Anpassung der Renditeobjekte und Anlageprodukte. Zeugen davon sind eine sich fortsetzende Renditekompression bei den Direktanlagen und anhaltend hohe Agios und Prämien bei den indirekten Anlagen.

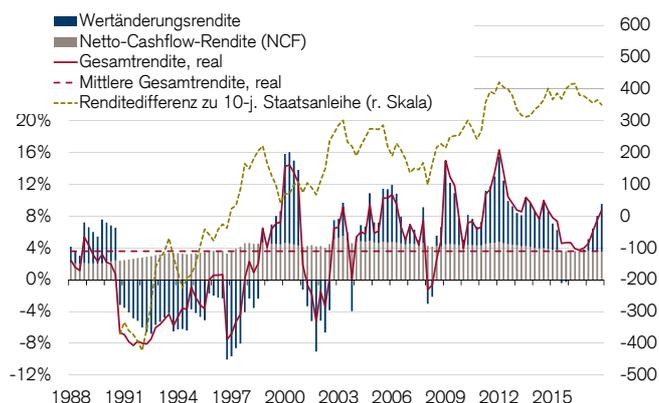
## Direkte Immobilienanlagen: Preiswachstum ausgereizt?

Trotz teilweise rückläufiger Mieterträge können viele Anleger, die direkt in Immobilien investiert sind, auf ein erfolgreiches Jahr 2017 zurückblicken. Dank wieder steigender Transaktionspreise wurde gemäss dem SWX IAZI Investment Real Estate Index eine reale Gesamtrendite von 8.8% erzielt – ein Wert, der zuletzt 2013 übertroffen wurde (vgl. Abb. 69). Die mittlere reale Gesamtrendite belief sich während der vergangenen 30 Jahre auf 3.6%. Die steigende Wertänderungsrendite widerspiegelt die hohe Nachfrage nach Renditeliegenschaften. Diese wird – anders als in früheren Wachstumsphasen – nicht durch steigende Mietertragspotenziale, sondern alleine durch den negativzinsbedingten Anlagenotstand alimentiert. Der Renditevorsprung von Immobilien-Direktanlagen (Netto-Cashflow-Rendite) gegenüber 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen betrug Ende 2017 noch immer hohe 350 Basispunkte. Anders als in der lang anhaltenden Korrekturphase der 1990er-Jahre, als die realen Netto-Cashflow-Renditen während einiger Zeit sogar negativ waren, steht in der aktuellen Marktphase den eingegangenen Risiken eine Prämie gegenüber. Solange diese Prämie – infolge steigender Zinsen oder stark erodierender Mieterträge – nicht substantiell zurückgeht, ist eine markante und anhaltende Wertkorrektur bei direkten Immobilienanlagen unwahrscheinlich. Gleichzeitig rechnen wir jedoch mit tendenziell leicht steigenden Langfristzinsen und leicht sinkenden Mieterträgen, sodass weiteren Wertzuwachsen enge Grenzen gesetzt sein dürften.

### 2017: Erneut substantielle Wertänderungsrenditen

**Abb. 69: Gesamtrenditen von Immobilien-Direktanlagen**

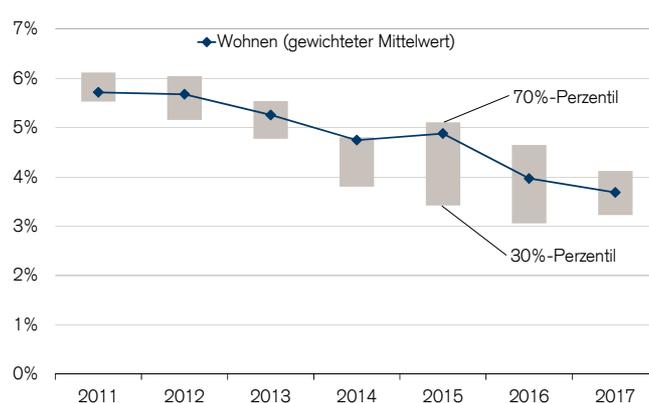
Transaktionsbasierte annualisierte Renditen, Wohn- und gemischte Liegenschaften; Differenz zwischen NCF-Rendite und Rendite 10-jähriger CH-Staatsanleihen



Quelle: IAZI, Bundesamt für Statistik, Datastream, Credit Suisse

**Abb. 70: Bruttoanfangsrenditen Wohnen**

Transaktionsbasierte Anfangsrenditen institutioneller Investoren, gewichtetes Mittel und Verteilung



Quelle: Real Estate Investment Data Association (REIDA), Credit Suisse

### Wendepunkt bei Anfangsrenditen noch nicht erreicht

Spiegelbildlich zur positiven Wertentwicklung sind die Anfangsrenditen von Wohnliegenschaften 2017 erneut gesunken. Der gewichtete Mittelwert der Bruttoanfangsrenditen erreichte den Tiefstand von 3.7% (vgl. Abb. 70). 30% der Transaktionen wurden gar zu Spitzenrenditen von unter 3.2% getätigt. Die Bandbreite zwischen den Renditeniveaus hat dabei abgenommen. Dies deutet darauf hin, dass aufgrund des Mangels an am Markt verfügbaren Core-Liegenschaften auch für Wohnliegenschaften ausserhalb der Spitzenlagen nochmals ein Preisanstieg verzeichnet

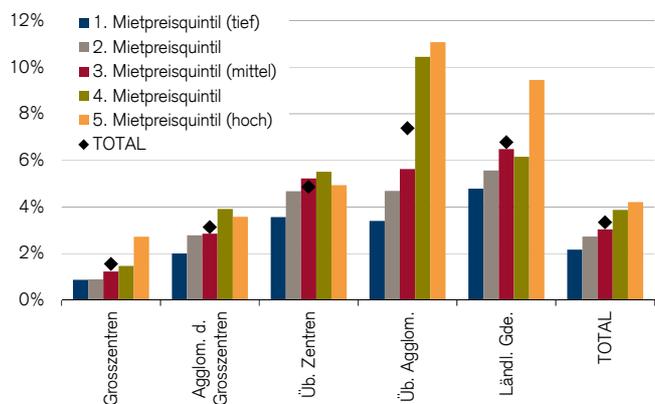
wurde. Bei den im Zyklus weiter fortgeschrittenen Büroliegenschaften hingegen zeichnete sich ein allmählicher Wiederanstieg der Anfangsrenditen abseits der Spitzenlagen bereits im Jahr 2016 ab.

**Preisgünstige Mietwohnungen bleiben gefragt**

Im gegenwärtigen Umfeld gewinnen die Marktkenntnisse der Immobilienanleger und die Portfoliodiversifikation wieder an Bedeutung. So hängt etwa das Leerstandsrisiko stark vom Objektstandort, aber auch von diversen anderen Objekteigenschaften ab. Anhand einer Stichprobe von knapp 100'000 Mietwohnungen aus den Portfolios diverser institutioneller Investoren haben wir untersucht, wie Mietertragsausfälle durch Leerstand über Gemeindetypen und Preissegmente variieren (vgl. Abb. 71). Dabei zeigte sich ein sehr deutliches Muster: Zum einen steigen die Mietertragsausfälle mit abnehmender Urbanität des Objektstandorts. Am tiefsten liegen sie erwartungsgemäss in den fünf Grosszentren (1.6%), während das Leerstandsrisiko in deren Agglomerationsgemeinden (3.1%) noch immer geringer ausfällt als in den Mittel- und Kleinzentren (4.9%). Die höchsten Ertragsausfälle weisen Wohnrenditeliegenschaften in Agglomerationsgemeinden der Mittel- und Kleinzentren (7.4%) sowie in ländlichen und touristischen Gemeinden (6.8%) auf. Zum anderen sind Wohnungen in höheren Preissegmenten (relativ zum mittleren Mietpreisniveau nach Gemeindetyp) stärker von Leerständen betroffen als günstige Wohnungen. Über das ganze Portfolio hinweg betragen die Ertragsausfälle bei den Wohnungen des günstigsten Preisquintils 2.2%. Beim höchsten Preisquintil liegen sie mit 4.2% beinahe doppelt so hoch. Besonders kritisch ist die Nachfragesituation für Wohnungen des im regionalen Kontext gehobenen Segments in den Agglomerationsgemeinden der Klein- und Mittelzentren sowie der ländlichen Gemeinden, wo die Ertragsausfälle jeweils im Bereich von rund 10% liegen. Potenzielle Nachfrager für solche Wohnungen dürften sich an solchen Standorten sehr oft für den Erwerb von Wohneigentum entscheiden.

**Abb. 71: Leerstände nach Preisquintil und Standort**

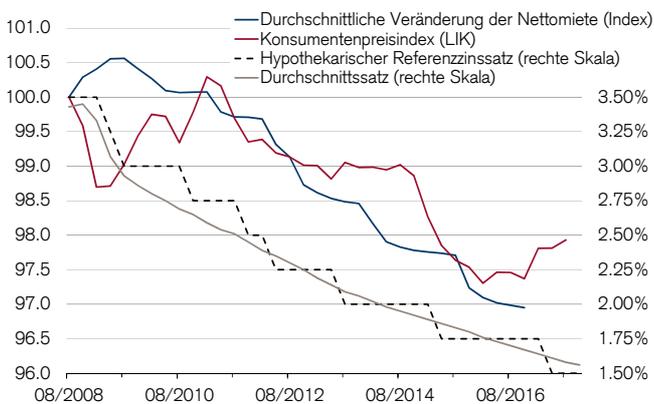
Mietertragsausfall in Wohnrenditeliegenschaften, in % des potenziellen Bruttomietertrags pro Mietpreisquintil und Gemeindetyp, 3. Quartal 2017



Quelle: Real Estate Investment Data Association (REIDA), Credit Suisse

**Abb. 72: Mietpreisentwicklung bei laufenden Verträgen**

Durchschnittliche Veränderung der Nettomiete bei laufenden Mietverhältnissen (Index: Aug. 2008 = 100, linke Skala) und hypothekarischer Referenzzinssatz



Quelle: Bundesamt für Statistik, Bundesamt für Wohnungswesen, Credit Suisse

**Referenzzinssatz: Keine Veränderung vor 2020**

Während die Mieterträge bereits durch Leerstände und Druck auf die Abschlussmieten belastet werden, profitieren die Mieter in laufenden Vertragsverhältnissen von der im Juni 2017 erfolgten Senkung des hypothekarischen Referenzzinssatzes. Seit seiner Einführung vor zehn Jahren ist der Referenzzinssatz damit in acht Schritten von 3.5% auf 1.5% gefallen. Dies hat dazu geführt, dass die Mieten in laufenden Vertragsverhältnissen zwischen 2008 und 2016 im Mittel um insgesamt 3% gesunken sind (vgl. Abb. 72). Dies entspricht einem mittleren jährlichen Rückgang von 0.4% während eines Zeitraums, in welchem die Mietpreise bei Neuabschlüssen gemäss Wüest Partner um jährlich 1.2% zugelegt haben. Dass es zu einer weiteren Senkung kommt, betrachten wir als unwahrscheinlich. Ebenso wenig ist jedoch mit einem Wiederanstieg des Referenzzinssatzes vor 2020 zu rechnen.

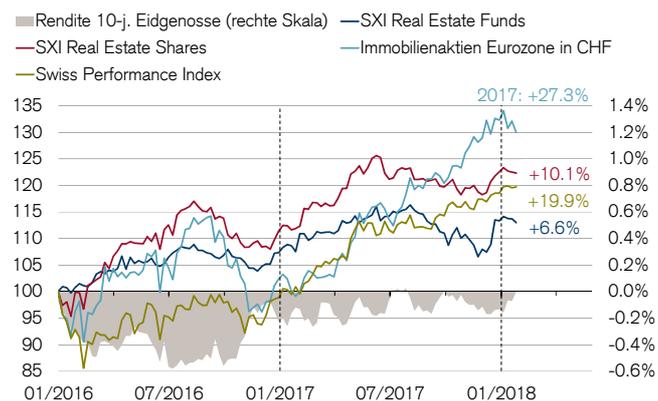
## Indirekte Immobilienanlagen: Rückenwind flaut ab

### 2017: Ein weiteres erfolgreiches Jahr für Immobilienanleger

Dank der Jahresendrally dürfen Investoren in indirekte Schweizer Immobilienanlagen auf ein weiteres erfolgreiches Jahr zurückblicken. Mit einer Gesamtpformance von 10.1% (kotierte Immobilienaktien) bzw. 6.6% (kotierte Immobilienfonds) wurden die hervorragenden Ergebnisse von 2016 nur knapp unterschritten (vgl. Abb. 73), obwohl der zinsseitige Rückenwind etwas abflaute und ein erneut hohes Volumen an Kapitalerhöhungen und Neukotierungen (rund CHF 3 Mrd.) bei den Fonds verzeichnet wurde. Die Performance relativ zu ausländischen Immobilienanlagen und inländischen Anlagealternativen fiel jedoch deutlich schlechter aus als im Vorjahr. So erzielte der Swiss Performance Index eine Gesamttrendite von 19.9%, Immobilienaktien in der Eurozone gar eine solche von 27.3%. Die Aktienkurse wurden durch die Abwertung des Frankens in Verbindung mit einer einsetzenden konjunkturellen Aufhellung beflügelt. Indes steigt mit dem Aufschwung auch das Risiko höherer Zinsen, die Immobilienanlagen bremsen würden. Die Möglichkeit, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Leitzinsen bereits im laufenden Jahr erstmals erhöht, hat durch das verbesserte konjunkturelle und währungspolitische Umfeld zugenommen. Wahrscheinlicher erscheint uns jedoch, dass die SNB einen ersten Zins-schritt der Europäischen Zentralbank abwartet und nicht vor 2019 aktiv wird. Damit dürften die makroökonomischen und geldpolitischen Rahmenbedingungen Immobilienanlagen ein weiteres Jahr Unterstützung bieten und trotz angespannter Lage auf den Nutzermärkten einen Einbruch der Performance verhindern.

**Abb. 73: Performance indirekter Immobilienanlagen**

Gesamtpformance, Index: 1. Januar 2016 = 100, Rendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen

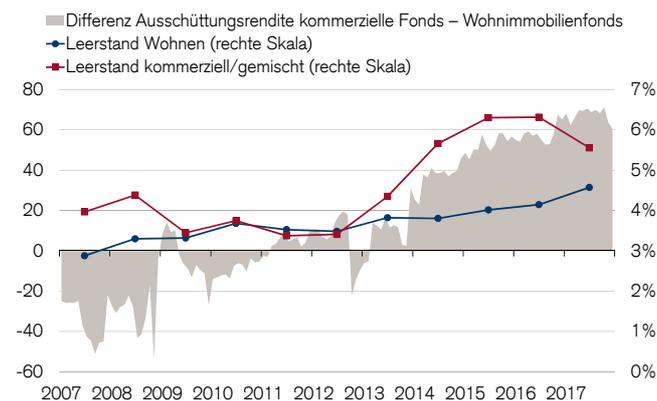


Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkurschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Datastream, Credit Suisse

**Abb. 74: Ausschüttung / Leerstände nach Anlagefokus**

Differenz Ausschüttungsrenditen in Basispunkten und Leerstände (Mietzinsausfallquote) der börsenkotierten Schweizer Immobilienfonds (2017: provisorisch)



Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkurschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Jahres- und Halbjahresberichte der Fonds, Datastream, Credit Suisse

### Fonds mit Fokus auf Geschäftsimmobiliengewinnen an Attraktivität

In den vergangenen Jahren waren besonders Fonds mit Fokus auf Wohnliegenschaften stark gefragt. Per Jahresende 2017 lag deren an der Börse bezahlter Aufpreis (Agio) im Mittel bei 33.6%, jener von Fonds mit eher kommerzieller Ausrichtung bei 19.7%. Spiegelbildlich haben sich die Ausschüttungsrenditen der kommerziellen Fonds deutlich positiver entwickelt als jene der Wohnimmobilienfonds. 2017 belief sich dabei die Renditeprämie der kommerziellen Fonds auf bis über 70 Basispunkte. Gleichzeitig hinterlassen die steigenden Leerstände auch bei den Wohnimmobilienfonds ihre Spuren. Während die Mietzinsausfallquote bei Fonds mit Fokus auf Wohnen 2017 auf 4.6% kletterte, wurde bei Fonds mit Ausrichtung auf Geschäftsliegenschaften erstmals seit 2011 ein Rückgang registriert (vgl. Abb. 74). Angesichts der hohen Renditeprämien für kommerzielle Immobilienfonds und der allmählich konvergierenden Leerstandsverluste haben Fonds mit Fokus auf Geschäftsliegenschaften wieder an Attraktivität gewonnen. Die Jahresendrally von 2017 lässt darauf schliessen, dass erste Anleger dies erkannt haben, ist doch die Agio-Differenz zwischen Wohnimmobilien- und Geschäftsimmobiliengewinnen von bis zu 20 Prozentpunkten im August 2017 auf 14 Prozentpunkte per Jahresende geschmolzen. Dass der Geschäftsflächenmarkt im Zyklus weiter fortgeschritten ist als der Mietwohnungsmarkt, dürfte tendenziell auch bei den Immobilienaktien unterstützend wirken. Diese weisen im Mittel einen tieferen Wohnanteil auf als die Immobilienfonds.

**Langfristzinsen, Wirtschaftswachstum und Kapitalerhöhungen beeinflussen Agios**

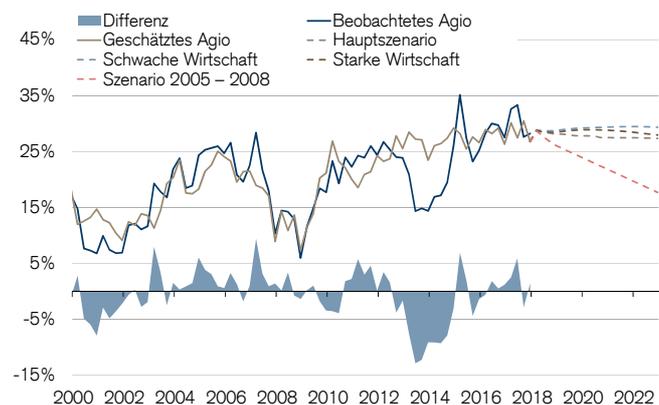
Der Kertreiber der an der Börse bezahlten Aufpreise (Agios) auf den Nettoinventarwerten der Immobilienfonds ist der langfristige Zinssatz, der einen negativen Zusammenhang mit den Agios aufweist. Der Grund liegt darin, dass Investoren indirekte Immobilienanlagen als Alternative zu Unternehmens- und Staatsanleihen betrachten und je nach Zinsniveau ihre Gelder über diese Substitute umverteilen. Das Wirtschaftswachstum übt ebenfalls einen Einfluss auf die Agios aus. In diesem Fall ist der Zusammenhang jedoch positiv, da mit aufblühender Wirtschaft auch die Ertragsaussichten von Immobilien steigen. Schliesslich spielen auch Kapitalerhöhungen, Neukotierungen und Lancierungen eine wesentliche Rolle, da diese eine Vermögensumverteilung beispielsweise von indexbasierten Fonds bewirken und somit in einem negativen Zusammenhang zu den Agios stehen.

**Tief bleibende Langfristzinsen sprechen längerfristig für stabile Agio-Entwicklung**

In Abhängigkeit der obigen Faktoren haben wir ein Prognosemodell für die Entwicklung der Agios von Immobilienfonds entwickelt (vgl. Abb. 75). Als Basis für die längerfristige Beurteilung nutzen wir die sogenannten Capital Market Assumptions, welche die aus unserer Sicht wahrscheinlichsten Szenarien für die Konjunktur und die Finanzmärkte in den folgenden fünf Jahren widerspiegeln. Das mittlere Agio-Niveau von 2017 (rund 30%) dürfte dabei in den kommenden fünf Jahren annähernd gehalten werden (27%–29%), auch wenn kurzfristig deutliche Ausschläge gegen oben und unten wahrscheinlich sind. Die Hauptdeterminante für die prognostizierte Entwicklung ist der langfristige Zinssatz, der auch im Mittel der nächsten fünf Jahre auf einem tiefen Niveau verbleiben dürfte. Der tiefe langfristige Zinssatz ist seinerseits dem Potenzialwachstum des Schweizer Bruttoinlandprodukts zu verdanken, das wegen der nachlassenden Zuwanderung und der demografischen Alterung rückläufig ist.<sup>16</sup> Das starke und das schwache Szenario liegen sehr nahe beieinander, was zum Teil mit gegenläufigen Effekten der Faktoren erklärt werden kann. Dem Modell zufolge resultieren die höchsten Agios im schwachen Wirtschaftsszenario, das durch tiefe Langfristzinsen und ein bescheidenes Wirtschaftswachstum geprägt ist. Ergänzend haben wir ein Szenario geschätzt, bei dem sich die langfristigen Zinssätze ähnlich dynamisch entwickeln wie zwischen 2005 und 2008, als der Langfristzinssatz von 1.9% auf 3.3% anzog. In diesem Szenario, dem wir eine nur kleine Eintrittswahrscheinlichkeit zuordnen, sinkt das Agio in den kommenden fünf Jahren um rund 10 Prozentpunkte. Vonseiten der Agios ist demnach in keinem der betrachteten Szenarien noch Rückenwind zu erwarten.

**Abb. 75: Agio der Immobilienfonds inkl. Prognose**

Geschätztes und beobachtetes Agio, in % des Nettoinventarwerts (kotierte Immobilienfonds); gestrichelt: Prognose und Szenarien

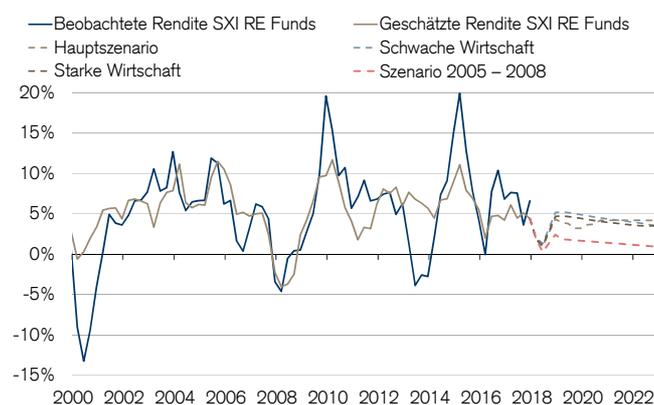


Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Datastream, Jahres- und Halbjahresberichte der Fonds, Credit Suisse

**Abb. 76: Jährliche Rendite indirekter Immobilienanlagen**

Jährliche Gesamtrendite des SXI Real Estate Funds Index; Gestrichelt: Prognose und Szenarien



Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Datastream, Jahres- und Halbjahresberichte der Fonds, Credit Suisse

<sup>16</sup> Vgl. Gehrig, L. Langfristige Wachstums- und Zin perspectives für die Schweiz. Swiss Strategy and Relative Value vom 20. Dezember 2017, S. 6 – 8, Credit Suisse Investment Solutions & Products.

## Ausblick Immobilienanlagen

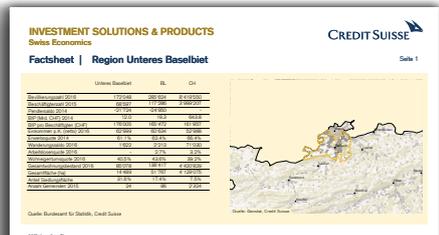
### Indirekte Anlagen 2018: Tiefere Gesamtrenditen, aber kein Einbruch

Abgesehen vom Agio müssen wir für einen Ausblick auf die Gesamtrenditen von indirekten Immobilienanlagen auch die beiden anderen Kernkomponenten, die Ausschüttungsrendite und die Veränderung des Nettoinventarwerts, einbeziehen. Folglich wurde mit einem leicht angepassten Modell, das neben den langfristigen auch die kurzfristigen Zinssätze berücksichtigt, eine Prognose der Gesamtrenditen erstellt. Aus diesem Modell ergibt sich für die kommenden fünf Jahre eine mittlere Gesamtrendite von 3.5% bis 4.0% (vgl. Abb. 76), was im Vergleich zu den vergangenen fünf Jahren (5.8%) eine klare Abnahme bedeuten würde. Die Agios fallen zwar als Renditetreiber weg, wirken aber nicht negativ, da bei ihnen im Hauptszenario keine grösseren Veränderungen erwartet werden. Die Nettoinventarwerte dürften sich dagegen wegen der Seitwärtstendenz bei den langfristigen Zinsen bzw. wegen des leichten Aufwärtstrends bei den kurzfristigen Zinsen schlechter entwickeln als in der jüngeren Vergangenheit. Im Alternativszenario, in dem nicht nur die langfristigen Zinssätze stark steigen, sondern auch der Leitzins ähnlich schnell wie zwischen 2004 und 2008 angehoben wird, erwarten wir eine deutlich tiefere, indes noch immer positive jährliche Gesamtrendite von 1.3%. Insgesamt rechnen wir für die kommenden Jahre folglich mit einer Abschwächung der Performance indirekter Immobilienanlagen, jedoch nicht mit einem Einbruch des Marktes.

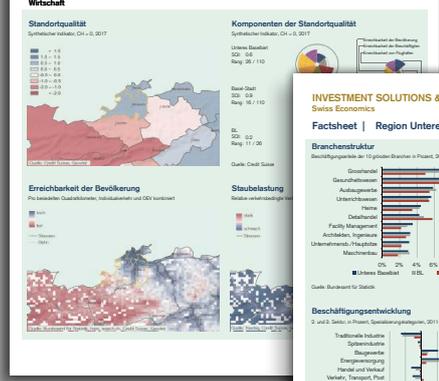
### Direkte Anlagen 2018: Keine Trendwende im laufenden Jahr

Mit Blick auf direkte Immobilienanlagen stellt sich die Frage, ob sich an der grundsätzlichen Ausgangslage im laufenden Jahr etwas ändert, und falls ja, was. Wir gehen davon aus, dass die makroökonomischen und geldpolitischen Rahmenbedingungen Immobilienanlagen auch 2018 Unterstützung bieten werden. Produktivitätssteigerungen, Onlinehandel und latente Arbeitsmarktreserven bremsen vorderhand noch die Inflation. Dies gibt der Schweizerischen Nationalbank Spielraum, um der Europäischen Zentralbank den Vortritt bei ersten Erhöhungen der Leitzinsen zu lassen. Unter dem Strich werden die globalen Notenbankbilanzen voraussichtlich nicht vor dem 3. Quartal 2018 erstmals leicht schrumpfen. An der Situation des Anlagennotstands und der intensiven Suche nach Rendite ändert sich damit kaum etwas. Damit bleiben die Treiber der bisherigen Entwicklung mehr oder weniger intakt. Dagegen dürfte sich die angespannte Lage auf den Nutzermärkten verschärfen, weil vor allem auf dem Mietwohnungsmarkt noch mehr Wohnungen fertiggestellt werden. Dies allein vermag die Performance nur leicht zu bremsen, aber nicht ins Gegenteil zu verkehren. Immobilien dürften folglich 2018 mindestens mit einer durchschnittlichen Rendite an die ausgezeichnete Performance der letzten Jahre anknüpfen können.

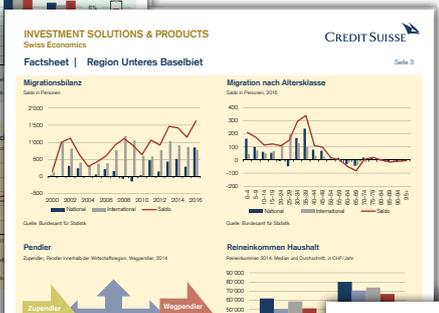
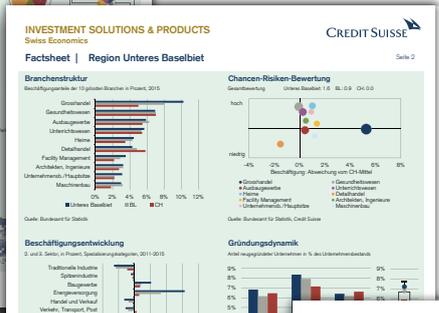
# Factsheets: Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick



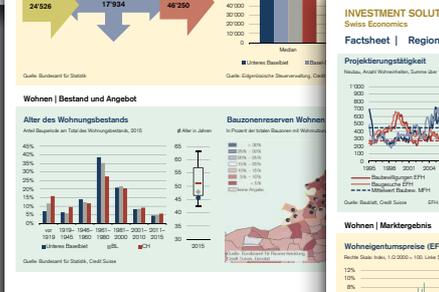
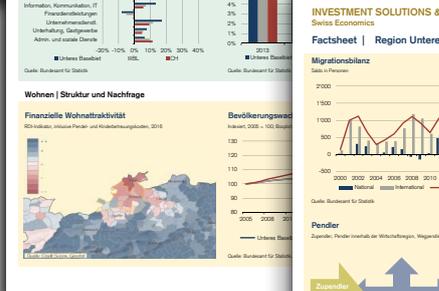
**Regelmässig aktualisierte Indikatoren zu den 110 Wirtschaftsregionen**  
 Welches sind die Standortqualitäten der Wirtschaftsregion Unterer Baselbiet? Welche Branchen sind für die Region besonders bedeutend? Wie hoch sind die Wohnpreise in den Gemeinden der Region? Die Credit Suisse Factsheets beantworten diese und viele weitere Fragen zur regionalen Wirtschaft, Demografie und den Wohnungsmärkten. Regelmässig aktualisierte Zahlen werden dabei in Form von aussagekräftigen Grafiken, Tabellen und Karten dargestellt.



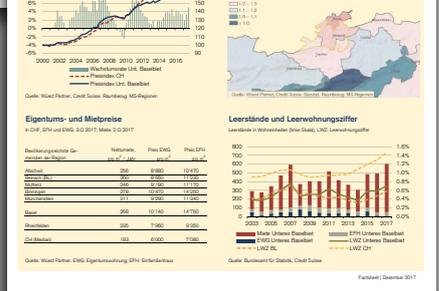
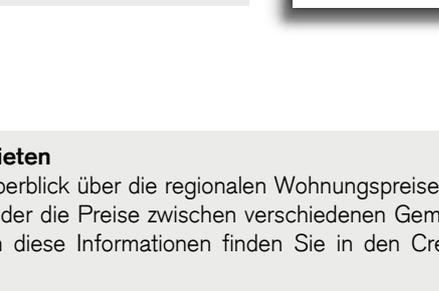
**Regionale Wirtschaft und Demografie**  
 Sie planen mit Ihrem Unternehmen neue Standorte zu erschliessen oder möchten sich ein Bild von einer Wirtschaftsregion machen? Die Credit Suisse Factsheets bieten Ihnen dazu aktuelle Zahlen zu Themen wie Standortqualität, Erreichbarkeit und Bevölkerungsentwicklung.



**Regionale Wohnungsmärkte**  
 Sie planen einen Umzug, möchten Wohneigentum erwerben oder in Renditeobjekte investieren? Die Credit Suisse Factsheets vermitteln Ihnen wichtige Fakten zum regionalen Wohnungsmarkt mit Indikatoren wie dem Alter des Wohnungsbestands, den Leerwohnungsziffern, der Projektierungstätigkeit und vielem mehr.



**Wohnungspreise und Mieten**  
 Sie möchten sich einen Überblick über die regionalen Wohnungspreise und deren Entwicklung verschaffen oder die Preise zwischen verschiedenen Gemeinden der Region vergleichen? Auch diese Informationen finden Sie in den Credit Suisse Factsheets.



## So können Sie Credit Suisse Factsheets bestellen:

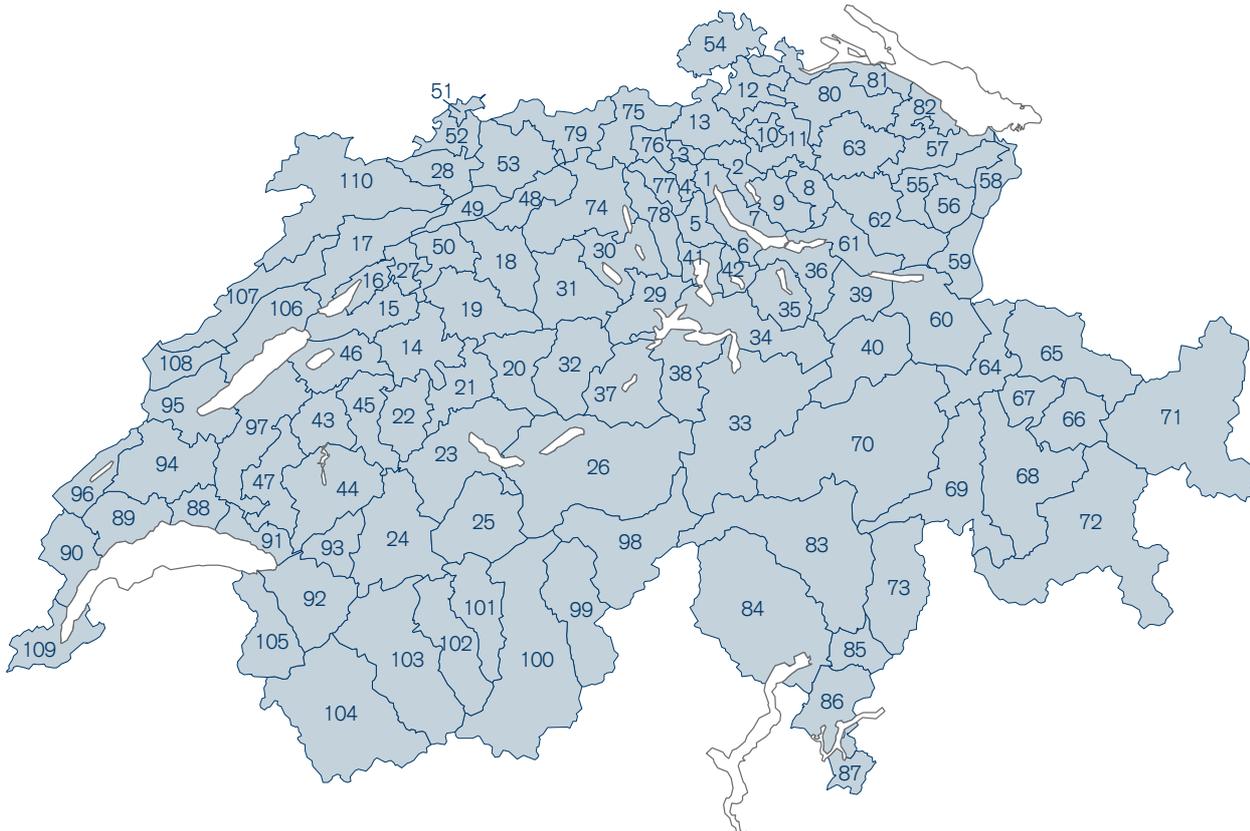
Bitte wenden Sie sich an Ihre Credit Suisse Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater, um Factsheets zu einzelnen Wirtschaftsregionen in der gewünschten Sprache (Deutsch, Französisch, Italienisch oder Englisch) zu bestellen.

Eine Auflistung der 110 Wirtschaftsregionen der Schweiz finden Sie auf der nächsten Seite.

## Anhang: Wirtschaftsregionen der Schweiz

Die Wirtschaftsregionen sind durch Credit Suisse Economic Research in Anlehnung an die MS-Regionen (Mobilité Spatiale) des Bundesamtes für Statistik definiert worden. Grundlage für diese Abgrenzung bilden weniger politische Grenzen als vielmehr wirtschaftliche Phänomene, räumliche Strukturen und Mobilitätsmuster. Entsprechend können diese Wirtschaftsregionen auch kantonsübergreifend sein.

### Wirtschaftsregionen in der Schweiz



1 Zürich-Stadt	23 Thun	45 Sense	67 Schanfigg	89 Morges/Rolle
2 Glattal	24 Saanen/Obersimmental	46 Murten	68 Mittelbünden	90 Nyon
3 Furttal	25 Kandertal	47 Glâne/Veveyse	69 Domleschg/Hinterrhein	91 Vevey/Lavaux
4 Limmattal	26 Berner Oberland-Ost	48 Olten/Gösgen/Gäu	70 Surselva	92 Aigle
5 Knonaueramt	27 Grenchen	49 Thal	71 Engiadina bassa	93 Pays d'Enhaut
6 Zimmerberg	28 Laufental	50 Solothurn	72 Oberengadin	94 Gros-de-Vaud
7 Pfannenstiel	29 Luzern	51 Basel-Stadt	73 Mesolcina	95 Yverdon
8 Oberland-Ost	30 Sursee/Seetal	52 Unteres Baselbiet	74 Aarau	96 La Vallée
9 Oberland-West	31 Willisau	53 Oberes Baselbiet	75 Brugg/Zurzach	97 La Broye
10 Winterthur-Stadt	32 Entlebuch	54 Schaffhausen	76 Baden	98 Goms
11 Winterthur-Land	33 Uri	55 Appenzell A.Rh.	77 Mutschellen	99 Brig
12 Weinland	34 Innerschwyz	56 Appenzell I.Rh.	78 Freiamt	100 Visp
13 Unterland	35 Einsiedeln	57 St. Gallen/Rorschach	79 Fricktal	101 Leuk
14 Bern	36 March/Höfe	58 St. Galler Rheintal	80 Thurtal	102 Sierre
15 Erlach/Seeland	37 Sarneraatal	59 Werdenberg	81 Untersee/Rhein	103 Sion
16 Biel/Seeland	38 Nidwalden/Engelberg	60 Sarganserland	82 Oberthurgau	104 Martigny
17 Jura bernois	39 Glarner Mittel- und Unterland	61 Linthgebiet	83 Tre Valli	105 Monthey/St-Maurice
18 Oberaargau	40 Glarner Hinterland	62 Toggenburg	84 Locarno	106 Neuchâtel
19 Burgdorf	41 Lorzenebene/Ennetsee	63 Wil	85 Bellinzona	107 La Chaux-de-Fonds
20 Oberes Emmental	42 Zuger Berggemeinden	64 Bündner Rheintal	86 Lugano	108 Val-de-Travers
21 Aaretal	43 La Sarine	65 Prättigau	87 Mendrisio	109 Genève
22 Schwarzwasser	44 La Gruyère	66 Davos	88 Lausanne	110 Jura

Quelle: Credit Suisse

## Risikowarnung

Jede Anlage ist mit Risiken verbunden, insbesondere in Bezug auf Wert- und Renditeschwankungen. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen.

Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse:

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Dieser Bericht kann Informationen über Anlagen, die mit besonderen Risiken verbunden sind, enthalten. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Zusätzliche Informationen erhalten Sie ausserdem in der Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel», die Sie bei der Schweizerischen Bankiervereinigung erhalten.

**Vergangene Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Die Wertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren oder andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst werden.**

### Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Angegebene Kurse und Werte von Anlagen sowie etwaige auflaufende Renditen könnten sinken, steigen oder schwanken. Die Performance in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen.

Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

### Schwellenmärkte

In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und Schuldnern, die in Schwellenländern gegründet, stationiert oder hauptsächlich geschäftlich tätig sind, Unsicherheiten und Risiken verbunden sind. Anlagen im Zusammenhang mit Schwellenländern können als spekulativ betrachtet werden; ihre Kurse neigen zu einer weit höheren Volatilität als die der stärker entwickelten Länder der Welt. Anlagen in Schwellenmärkten sollten nur von versierten Anlegern oder von erfahrenen Fachleuten getätigt werden, die über eigenständiges Wissen über die betreffenden Märkte sowie die Kompetenz verfügen, die verschiedenen Risiken, die solche Anlagen bergen, zu berücksichtigen und abzuwägen und ausreichende finanzielle Ressourcen zur Verfügung haben, um die erheblichen Risiken des Ausfalls solcher Anlagen zu tragen. Es liegt in Ihrer Verantwortung, die Risiken, die sich aus Anlagen in Schwellenmärkten ergeben, und Ihre Portfolio-Strukturierung zu steuern. Bezüglich der unterschiedlichen Risiken und Faktoren, die es bei Anlagen in Schwellenmärkten zu berücksichtigen gilt, sollten Sie sich von Ihren eigenen Beratern beraten lassen.

### Alternative Anlagen

Hedge-Fonds unterliegen nicht den zahlreichen Bestimmungen zum Schutz von Anlegern, die für regulierte und zugelassene gemeinsame Anlagen gelten; Hedge-Fonds-Manager sind weitgehend unreguliert. Hedge-Fonds sind nicht auf eine bestimmte Zurückhaltung bei Anlagen oder Handelsstrategie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinne zu erzielen, indem sie auf Fremdfinanzierung, Derivate und komplexe, spekulative Anlagestrategien setzen, die das Risiko eines Anlageausfalls erhöhen können.

Rohstofftransaktionen bergen ein hohes Mass an Risiko und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Marktbewegungen können zu erheblichen Verlusten oder sogar zu einem Totalverlust führen.

Anleger in Immobilien sind Liquiditäts-, Fremdwährungs- und anderen Risiken ausgesetzt, einschliesslich konjunktureller Risiken, Vermietungsrisiken und solcher, die sich aus den Gegebenheiten des lokalen Marktes, der Umwelt und Änderungen der Gesetzeslage ergeben.

### Zins- und Ausfallrisiken

Die Werthaltigkeit einer Anleihe hängt von der Bonität des Emittenten bzw. des Garanten ab. Sie kann sich während der Laufzeit der Anleihe ändern. Bei Insolvenz des Emittenten und/oder Garanten der Anleihe ist die Anleihe oder der aus der Anleihe resultierende Ertrag nicht garantiert und Sie erhalten die ursprüngliche Anlage möglicherweise nicht oder nur teilweise zurück.

## Investment Strategy Department

Im Mandats- und Beratungsgeschäft der CS sind Anlagestrategen für die Formulierung von Multi-Asset-Strategien und deren anschliessende Umsetzung verantwortlich. Sofern Musterportfolios gezeigt werden, dienen sie ausschliesslich zur Erläuterung. Ihre eigene Anlageverteilung, Portfoliogewichtung und Wertentwicklung können nach Ihrer persönlichen Situation und Risikotoleranz erheblich davon abweichen. Meinungen und Ansichten der Anlagestrategen können sich von denen anderer CS-Departments unterscheiden. Ansichten der Anlagestrategen können sich jederzeit ohne Ankündigung oder Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen.

Gelegentlich beziehen sich Anlagestrategen auf zuvor veröffentlichte Research-Artikel, einschl. Empfehlungen und Rating-Änderungen, die in Listenform zusammengestellt werden. Die darin enthaltenen Empfehlungen sind Auszüge und/oder Verweise auf zuvor veröffentlichte Empfehlungen von Credit Suisse Research. Bei Aktien bezieht sich dies auf die entsprechende Company Note oder das Company Summary des Emittenten. Empfehlungen für Anleihen sind dem entsprechenden Research Alert (Anleihen) oder dem Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland zu entnehmen. Diese Publikationen sind auf Wunsch erhältlich oder können von <https://investment.credit-suisse.com> heruntergeladen werden. Offenlegungen sind unter [www.credit-suisse.com/disclosure](http://www.credit-suisse.com/disclosure) zu finden

## Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Der vorliegende Bericht ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem CS Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müsste.

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG, ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter dem folgenden Link:

<http://www.credit-suisse.com>

**KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG** Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertschriften oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um eine regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäusserten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. **PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN:** Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder implizierte Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung. **KONFLIKTE:** Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die CS, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlagedienstleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites enthalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko.

## Verbreitende Unternehmen

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Australien:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896), ausschliesslich an «Wholesale»-Kunden, definiert nach s761G des Corporations Act 2001, verteilt. CSSB übernimmt keine Gewähr, noch macht sie Zusicherungen zur Wertentwicklung der in diesem Bericht erwähnten Finanzprodukte. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. Die Adresse der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, lautet Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) AG, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen ist und reguliert wird. **Dubai:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, verteilt, die von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) als Anlagedienstleister zugelassen ist. Die Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, wird von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution und der Autorité des Marchés Financiers überwacht und reguliert. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse AG Guernsey Branch, einer Zweigstelle der Credit Suisse AG (Kanton Zürich), mit Sitz in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, vertrieben. Credit Suisse AG Guernsey Branch wird zu 100% von der Credit Suisse AG gehalten und von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Exemplare der letzten Abschlüsse werden auf Wunsch bereitgestellt. **Indien:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 00001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. A.B. Road, Worli, Mumbai 18, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien einerseits von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, sowie andererseits von der Credit Suisse AG, einer Schweizerischen Bank mit Lizenz zur Erbringung von Bank- und Finanzdienstleistungen in Italien, verteilt. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (CSLF), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon (CBL) reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der CBL sowie die Gesetze und Entscheidungen der Capital Markets Authority of Lebanon (CMA). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Anlagen in Finanzmärkte können mit einem hohen Ausmass an Komplexität und Risiko einhergehen und sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger, dass er gegen die Verwendung

der englischen Sprache nichts einzuwenden hat. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird. **Österreich:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. Die Bank ist eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., ein ordnungsgemäss zugelassenes Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Sie unterliegt ferner der finanzmarktrechtlichen Aufsicht der luxemburgischen Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse (Qatar) L.L.C verteilt, die über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) verfügt und von dieser reguliert wird (QFC Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (wie in den Regeln und Vorschriften der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) definiert) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem liquiden Vermögen von über USD 1 Mio., die eine Einstufung als Geschäftskunden wünschen und die über genügend Kenntnisse, Erfahrung und Verständnis des Finanzwesens verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf innerhalb des Königreichs nur an Personen vertrieben werden, an die ein Vertrieb gemäss der Investment Funds Regulations zugelassen ist. Credit Suisse Saudi Arabia übernimmt die volle Verantwortung für die Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und bestätigt, nachdem diesbezüglich alle angemessenen Erkundigungen eingeholt wurden, dass nach bestem Wissen und Gewissen keine anderweitigen Sachverhalte vorliegen, deren Auslassung hierin zu irreführenden Angaben führen würde. Die Capital Market Authority übernimmt keine Verantwortung für die Inhalte dieses Dokuments, garantiert weder dessen Richtigkeit noch Vollständigkeit und schliesst ausdrücklich jedwede Haftung für etwaige Verluste aus, die sich aus einem Teil dieses Dokuments ergeben oder im Vertrauen darauf entstehen. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem Unternehmen, das bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragen ist, verteilt. **Türkei:** Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleistungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turkey. **VAE:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen stellen kein öffentliches Angebot von Wertpapieren in den Vereinigten Arabischen Emiraten dar. Dies ist auch nicht beabsichtigt. Demgemäss sollten sie nicht als solches ausgelegt werden. Die Dienstleistungen werden nur einer begrenzten Zahl qualifizierter Investoren in den VAE angeboten, die (a) bereit und in der Lage sind, eine unabhängige Prüfung der Risiken vorzunehmen, die mit einer Anlage in diese Dienstleistungen verbunden sind und (b) dieses Angebot nur auf ihren ausdrücklichen Wunsch hin erhalten. Die Dienstleistungen wurden nicht durch die Zentralbank der VAE, die Securities and Commodities Authority oder eine andere zuständige Zulassungsbehörde oder staatliche Instanz in den VAE genehmigt, lizenziert bzw. eingetragen. Das Dokument ist nur für den Gebrauch durch den bezeichneten Empfänger vorgesehen und sollte keiner anderen Person ausgehändigt oder präsentiert werden (ausgenommen sind Angestellte, Bevollmächtigte oder Berater im Zusammenhang mit der Prüfung des Dokuments durch den Empfänger). Es werden keine Transaktionen in den VAE getätigt. **Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über

eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt. Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von der Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Die Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz der Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services Compensation Scheme zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise zur Verfügung gestellt werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich künftig ändern.

**USA:** WEDER DIESER BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN. (IM SINNE DER REGULIERUNGS-VORSCHRIFTEN GEMÄSS US SECURITIES ACT VON 1933, IN SEINER GÜLTIGEN FASSUNG).

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

18C011A\_IS

## Weitere Publikationen von Credit Suisse



### Monitor Schweiz 1. Quartal 2018

Der Monitor Schweiz analysiert und prognostiziert die Entwicklung der Schweizer Wirtschaft.

20. März 2018



### Private Altersvorsorge: 3a-Sparen in der Schweiz

Die Studie untersucht das Vorsorgeverhalten der Schweizer Bevölkerung. Der Fokus liegt dabei auf der gebundenen privaten Vorsorge (Säule 3a).

22. Januar 2018



### Bauindex Schweiz 1. Quartal 2018

Der vierteljährlich publizierte Bauindex Schweiz informiert zeitnah über die Konjunktur in der Baubranche und beinhaltet Schätzungen und Hintergründe der Umsatzentwicklung im Bausektor.

21. Februar 2018



### Immobilienmonitor 2. Quartal 2018

Der Immobilienmonitor bietet dreimal jährlich ein Update aller immobilienrelevanten Marktentwicklungen und ergänzt damit die jährlichen Fundamentalanalysen und Spezialthemen der Credit Suisse Immobilienstudie.

7. Juni 2018



### Retail Outlook 2018

Die jährliche Studie zum Schweizer Detailhandel zeigt die konjunkturellen Perspektiven für die Branche und aktuelle Herausforderungen auf. Im diesjährigen Schwerpunktthema untersuchen wir unter anderem das Mobilitätsverhalten beim Einkaufen.

9. Januar 2018

## Die nächste Immobilienmarktstudie erscheint im März 2019.

Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.

# Für Immobilien- anlagen mit Perspektiven.



Bereits seit 1938 vertrauen Kleinanleger sowie institutionelle Grossinvestoren in die breit diversifizierte Angebotspalette und in die profunde Expertise unseres Global Real Estate. Setzen auch Sie auf langjährige Erfahrungswerte und investieren Sie in unsere soliden Immobilienanlagen mit nachhaltigen Renditechancen.

[credit-suisse.com/ch/realstate](https://credit-suisse.com/ch/realestate)

Das Dokument wurde von der Credit Suisse Group AG und/oder von den mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend «CS») mit grösster Sorgfalt erstellt. Es stellt keine Anlageberatung dar und basiert in keiner Weise auf einer Berücksichtigung der persönlichen Umstände des Empfängers. Der Inhalt ist nicht rechtsverbindlich. Die CS lehnt jede Haftung für die Verwendung dieser Informationen ab. Das Dokument darf nicht in die Vereinigten Staaten von Amerika versandt oder an US-Personen abgegeben werden. Ohne schriftliche Genehmigung der CS darf das Dokument weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden. Zu den Hauptrisiken von Immobilienanlagen zählen die begrenzte Liquidität im Immobilienmarkt, Änderungen der Hypothekenzinssätze, die subjektive Bewertung von Immobilien, immanente Risiken im Zusammenhang mit dem Bau von Gebäuden sowie Umweltrisiken (z. B. Bodenkontaminierung). Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten. Abgebildete Liegenschaft: Vulcano, Zürich-Altstetten; Bild: © swissinteractive im Auftrag der Steiner AG