

Swiss Issues Immobilien
März 2014

Immobilienmarkt 2014

Strukturen und Perspektiven



Impressum

Herausgeber

Giles Keating
Head of Research and Deputy Global CIO
+41 44 332 22 33
giles.keating@credit-suisse.com

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

Kontakt

immobilien.economicresearch@credit-suisse.com
+41 44 334 74 19

Titelbild

Saint-Georges Center, Genf
(Architekten: Sauerbruch Hutton, Berlin)
Photograph: Jan Bitter, janbitter.de

Druck

galledia ag, Burgauerstrasse 50, 9230 Flawil

Redaktionsschluss

10. Februar 2014

Bestellungen

Direkt bei Ihrem Kundenberater oder bei jeder Credit Suisse Geschäftsstelle
Einzelexemplare (kostenlos) über www.credit-suisse.com/publikationen oder Fax
+41 44 333 56 79
Interne Bestellungen via MyShop mit Mat.-Nr. 1511451
Abonnements mit Publicode ISD (HOST: WR10)

Besuchen Sie uns auf dem Internet

www.credit-suisse.com/immobilienstudie

Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.
Copyright © 2014 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen.
Alle Rechte vorbehalten.

Autoren

Denise Fries
Fredy Hasenmaile
Philippe Kaufmann
Dr. Christian Kraft
Thomas Rieder
Daniel Steffen
Dr. Fabian Waltert

Mitwirkung

Andreas Brühl

Inhalt

Management Summary	4
Wohnflächen	7
Nachfrage	7
Angebot	14
Marktergebnis	18
Ausblick Wohnflächen 2014	24
Marktregulierung: Was lehrt uns der Fall Genf?	25
Büroflächen	31
Nachfrage	31
Angebot	33
Marktergebnis	35
Die fünf grössten Büroflächenmärkte im Detail	37
Zürich	38
Genf	40
Bern	42
Basel	44
Lausanne	46
Ausblick Büroflächen 2014	48
Verkaufsflächen	49
Nachfrage	49
Angebot	53
Marktergebnis	55
Ausblick Verkaufsflächen 2014	57
Logistikimmobilien: Eine wachstumsträchtige Investitionsmöglichkeit	58
Immobilien als Anlage	64
Direkte Immobilienanlagen	64
Indirekte Immobilienanlagen	68
Ausblick Immobilien als Anlage 2014	72
Factsheets: Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick	74

Management Summary

Die Zeichen verdichten sich, dass der Schweizer Immobilienmarkt seinen Zenit überschritten hat. Zwar steigen die Preise weiter, aber die Dynamik ist gebrochen, und die Wachstumsraten schwächen sich durchs Band ab. Die Goldgräberstimmung scheint allmählich zu Ende zu gehen. Die dynamischen Marktsegmente werden durch die verschärften Regulierungsmassnahmen zusehends in Schach gehalten. Andere Marktsegmente wie hochpreisiges Wohneigentum oder der Büroflächenmarkt sind bereits mit sinkenden Preisen bzw. Mieten konfrontiert. Auf dem Mietwohnungsmarkt limitiert das überraschende Ja zur Einwanderungsinitiative das Nachfragepotenzial mittelfristig. Wer nun aber einen steilen und unkontrollierten Abstieg erwartet, liegt falsch. Ohne markanten Zinsanstieg oder unerwarteten Konjunkturreinbruch sind die Fundamentaldaten nach wie vor robust genug, um den Markt insgesamt mehrheitlich seitwärts tendieren zu lassen – eigentlich ein optimales Szenario für ein «Soft Landing». Der einzige Nachteil dabei ist, dass sich die über die letzten Jahre aufgebauten Risiken folglich nur langsam abschwächen werden.

Wohnflächen Seite 7

Optimal verlaufende Abkühlung – noch keine Entwarnung

Der Wohnungsmarkt bleibt stabil. Das mittlerweile erreichte Preisniveau wirkt zunehmend als bremsende Kraft und sorgt für Verlagerungen der Nachfrage in Regionen mit günstigerem Wohneigentum. Bisher getroffene Regulierungsmassnahmen sowie die ersten Zinsanstiege haben ebenfalls mitgeholfen, das Wachstum der Eigenheimpreise und des Kreditvergabevolumens abzufachen und das Risiko eines Immobiliencrashs zu reduzieren. Weitere bevorstehende Regulierungsschritte dürften die bisher optimal verlaufene Abkühlungsphase im Sinne einer trittsicheren Gratwanderung zwischen Euphorie und Panik verlängern. Mittelfristig wird erst die Normalisierung des Zinsniveaus kräftig genug sein, um Preiskorrekturen zu erzwingen. Für eine Entwarnung ist es daher noch zu früh, unter anderem auch deshalb, weil intakte Fundamentaldaten für eine weiterhin hohe Wohnraumnachfrage sorgen, der das Angebot räumlich nur suboptimal entspricht. Während Arbeitsplätze zunehmend in den Zentren geschaffen werden und damit der Nachfragedruck in den Agglomerationen am grössten ist, reagiert das Wohnungsangebot räumlich wenig nachfragegerecht und weicht zusehends in die Peripherie aus. Zu der anhaltenden Wohnraumknappheit und den kurzfristig weiter steigenden Mieten in den Zentren gesellen sich daher wachsende Leerstände und Probleme bei der Absorption von Mietwohnungen in peripheren Räumen. Die latenten Risiken eines mittelfristigen Überangebotes, die in Anbetracht der starken Abhängigkeit der Wohnungsabsorption von der Zuwanderung bereits erhöht sind, haben vor dem Hintergrund der Annahme der Einwanderungsinitiative zugenommen und dürften für wachsende Nervosität sorgen.

Exkurs: Wohnungsmarkt Genf Seite 25

Marktregulierung im Trend: Lehren aus dem Fallbeispiel Genf

Die Ursachen der Genfer Wohnraumknappheit sind zumindest teilweise hausgemacht. Konfrontiert mit einem zuwanderungsbedingt hohen Siedlungsdruck reagiert das Wohnraumangebot in Genf im Vergleich zu ähnlichen Regionen kaum oder nur ungenügend auf den resultierenden Nachfrageüberhang. Weite Teile des Genfer Wohnungsmarktes sind in Bezug auf Bodenpreise, Mieten, Renditen und Umbaukosten streng reguliert, was die Anreize für Investoren senkt. Die Folge ist eine zu geringe Wohnungsproduktion. Die Knappheit hat sich in den letzten Jahren in Form von exorbitanten Preisanstiegen für Wohnungen ausserhalb des regulierten Bereichs niedergeschlagen. Die daraus resultierende Zerteilung des Genfer Wohnungsmarktes hat eine zunehmende Diskriminierung von Neumieter zu Folge und äussert sich in vergleichsweise tiefen Umzugsraten, der landesweit grössten und zudem steigenden Unzufriedenheit der Ansässigen mit ihrer Wohnsituation und einer Beeinträchtigung der Genfer Standortqualität. Das Beispiel Genf illustriert zahlreiche ungewollte Nebeneffekte des Versuchs, über die Festsetzung von Preisen zwecks Schaffung günstigen Wohnraums in das Marktgefüge einzugreifen. Mit der direkten Subjektfinanzierung oder dem Setzen von Ausnutzungsanreizen existieren indessen Instrumente, die einen höheren Zielerreichungsgrad der Wohnraumpolitik versprechen – einer Wohnraumpolitik notabene, deren Ziele von den wenigsten infrage gestellt werden.

Büroflächen Seite 31

Tiefzinsbedingte Überproduktion lässt magere Jahre erwarten

Die tiefen Zinsen lassen nach wie vor verhältnismässig viele neue Flächen entstehen. Das Schwarzer-Peter-Spiel der Flächenausweitung, bei dem in erster Linie die Besitzer von vergleichsweise teuren oder qualitativ nicht mehr überzeugenden Bestandesliegenschaften Leerstände hinzunehmen haben, findet daher kein Ende. Verschärft wird die Problematik dadurch, dass die Flächennachfrage ungewöhnlich flau ist. Im Unterschied zu früheren Zyklen fällt die Finanzdienstleistungsbranche gegenwärtig als Nachfrager praktisch vollständig aus. In einem Umfeld rekordhoher Angebotsquoten, steigender Leerstände und wachsender Verhandlungsmacht der Mieter erstaunt die noch immer gut gefüllte Entwicklungspipeline. Mittlerweile haben jedoch auch grössere Projekte Realisierungsprobleme, weil sie die Vorvermietungsquote nicht erreichen. Trotz ansehnlichen Wirtschaftswachstums sind die Unternehmen in Anbetracht der unsicheren weltwirtschaftlichen Aussichten vorsichtig geblieben und trauen der Situation nicht. Wir rechnen insgesamt in den kommenden Quartalen mit Mietpreisrückgängen und vermehrt mit Bewertungskorrekturen.

Die fünf grössten Büroflächenmärkte im Detail Seite 37

Wachstum konzentriert sich auf die äusseren Geschäftsgebiete

In erster Linie sind es die beiden am weitesten entwickelten Mietermärkte Zürich und Genf, die sich einem wachsenden Überangebot ausgesetzt sehen. Doch während auf dem Büroflächenmarkt Zürich das grosse Angebot an neu geschaffenen Flächen und die schwache Nachfrage zusammen für Absorptionsschwierigkeiten sorgen, ist in Genf alleine die ausbleibende Nachfrage für die aktuellen Schwierigkeiten verantwortlich. Ein Einbruch der Flächenplanung und rasant steigende Angebotsquoten sind in Genf untrügliche Zeichen dafür, dass die Nachfrage buchstäblich die Luft anhält. Die Lockerung des Bankkundengeheimnisses und die Unsicherheiten bezüglich der Steuerprivilegien lassen gleich beide zentralen Genfer Nachfragebranchen (Finanzdienstleistungsindustrie und Unternehmenssitzaktivitäten) ihre Expansionspläne auf Eis legen. Schwach entwickeln sich besonders die Innenstädte. Mit Ausnahme von Lausanne nimmt die Nachfrage in den Central Business Districts (CBD) der grossen Büroflächenmärkte nur noch geringfügig zu. Das Wachstum findet in den erweiterten oder in den äusseren Geschäftsgebieten statt, auf die sich die Flächenproduktion zunehmend konzentriert. Die Leerstände dürften sich daher mit der Zeit verstärkt auf die äusseren Gebiete konzentrieren.

Verkaufsflächen Seite 49

Der Online-Handel wirft seinen Schatten voraus

Trotz konjunkturell ansprechender Rahmenbedingungen blickt der Detailhandel auf ein durchzogenes Jahr zurück. Unter dem Eindruck stagnierender Umsätze, einer gedrückten Ertragslage und anhaltender struktureller Herausforderungen fällt die Flächennachfrage bescheiden aus. Der Verkaufsflächenmarkt steht noch immer unter dem Einfluss der grossen Flächenexpansion der Jahre 2004 bis 2010, die den Wettbewerb verschärft hat. Die zunehmende Konkurrenz durch den Online-Handel dämpft den Bedarf an Neuflächen zusätzlich. Frühere Wachstumstreiber wie der Trend zur Filialisierung und der Markteintritt ausländischer Ketten haben zwar in abgeschwächter Form Bestand, werden aber durch die Auswirkungen des Online-Handels zurückgebunden. Die insgesamt verhaltene Flächennachfrage äussert sich in einem fortgesetzt hohen Bestandesflächenangebot. Entsprechend halten sich trotz tiefer Zinsen und damit idealer Rahmenbedingungen für Immobilieninvestitionen auch die Anleger im Verkaufsflächenmarkt zurück. Wir rechnen mit einer fortgesetzten Abflachung der Flächenexpansion. Zahlreiche Projekte sind zwar noch in der Planung, einige davon aber bereits seit vielen Jahren und mit ungewisser Realisierungswahrscheinlichkeit. Dynamisch bleiben dagegen die Umbauinvestitionen infolge des verschärften Wettbewerbs. Insgesamt entwickelt sich der Verkaufsflächenmarkt im Gegensatz zum Büroflächenmarkt in vergleichsweise ruhigen Bahnen mit überschaubaren Ungleichgewichten. Strukturelle Veränderungen dominieren den Markt. Sie trennen zunehmend Gewinner von Verlierern. Lagen mit hohen Passanten- und Verkehrsfrequenzen zählen klar zu den Gewinnern. Ihre Mieten dürften ausgehend von bereits hohen Niveaus tendenziell noch weiter zulegen. Schwache Frequenzlagen geraten dagegen unter die Räder des Strukturwandels.

Exkurs: Logistikimmobilien Seite 58

Eine wachstumsträchtige Investitionsmöglichkeit

Im angelsächsischen Raum und zunehmend auch in Europa haben sich Logistikimmobilien als eigene Anlageklasse durchgesetzt. Mit ihren hohen Cashflow-Renditen übertreffen sie im Durchschnitt die Gesamrenditen anderer Immobilienanlageklassen. Obwohl Logistikimmobilien aufgrund ihrer Exportabhängigkeit als relativ volatil gelten, profitiert dieses Segment gleich von mehreren Megatrends, die ihm in den letzten Jahren konstant hohe Wachstumsraten beschert haben. Neben dem kontinuierlichen Trend zu Arbeitsteilung und Globalisierung, die den Trans-

port von Fertigprodukten, Halbfabrikaten und Güterbestandteilen massiv ankurbeln, hat jüngst die Zunahme des E-Commerce und des Multi-Channel-Einzelhandels die Bedeutung von Logistikdienstleistungen und damit von Logistikimmobilien markant erhöht. In der Schweiz spielen Logistikimmobilien im Bereich der Immobilienanlagen noch eine Nebenrolle. Der Markt ist mit einem jährlichen Investitionsvolumen von rund CHF 0.5 Mrd. (Neubauten) relativ klein, die Eigentumsquote hoch. Mehr als die Hälfte der Lager- und Umschlagshallen wird von den Nutzern im Eigentum gehalten. Die Miete gewinnt aber allmählich an Bedeutung. Institutionelle Anleger aus dem In- und Ausland haben in den letzten Jahren verschiedene Logistikimmobilien in der Schweiz entwickelt oder erworben. Die Chancen der Logistikimmobilien liegen aus Investorensicht in einer hohen erwarteten Rendite. Ausserdem bieten Investitionen in Logistikobjekte interessante Möglichkeiten zur Diversifikation von Portfolios mit Schwerpunkt kommerzielle Immobilien.

Immobilien als Anlage **Seite 64**

Weitere Zinsanstiege bereits eingepreist

Schweizer Immobilienanlagen haben sich 2013 unterschiedlich entwickelt. Während die Marktwerte von Direktanlagen im Allgemeinen weiter stiegen, mussten die Börsennotierungen indirekter Anlagen Rückschläge hinnehmen. Diese Entwicklung ist ein weiteres Indiz dafür, dass sich die Goldgräberstimmung am Schweizer Immobilienmarkt dem Ende zuneigt. Etliche Investoren reagieren instinktiv und besinnen sich wieder vermehrt auf Qualität. Die Bruttoanfangsrenditen von Wohnliegenschaften sind daher vor allem in den Zentren weiter gefallen, wogegen Transaktionen ganz oben auf der Renditeskala aufgrund von auseinanderdriftenden Preisvorstellungen von Verkäufern und Käufern nur noch selten zu beobachten sind. Trotzdem dürfte das Preiswachstum von Wohnliegenschaften 2014 nochmals anhalten, weil die Renditedifferenzen zu Staatsanleihen noch immer beträchtlich sind und der Anlagedruck gross ist. Bei kommerziellen Flächen ist dagegen aufgrund der sich eintrübenden Fundamentaldaten die Luft nach oben aufgebraucht, und das wachsende Überangebot an Büroflächen dürfte zusehends auf die Bewertungen durchschlagen. Ein Grossteil dieser Erwartungen scheint an der Börse bereits eingepreist, denn die Agios der Fonds, die in kommerzielle Immobilien investiert sind, sind klar tiefer als jene von Wohnimmobilienfonds. Insgesamt hat die letztjährige Korrektur der Agios bei beiden Fondssegmenten günstige taktische Einstiegschancen eröffnet, zumal künftige moderate Zinsanstiege gemäss unserem Modell bereits in den aktuellen Kursen berücksichtigt sind.

Regionale Vertiefung **Seite 74**

Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick

Immobilien sind ein besonderes Gut. Sie lassen sich nicht von einem Ort zum anderen verschieben. Die Eigenschaften des Ortes, mit dem die Immobilie untrennbar verbunden ist, beeinflussen daher massgeblich deren Nutzen und Wert. Schweizweite Trends wie die internationale Zuwanderung und deren Auswirkungen auf den Immobilienmarkt können in regionalen Teilmärkten völlig unterschiedliche Ausprägungen annehmen. Wir sind bestrebt, unseren Kunden die Einflüsse regionaler Besonderheiten auf die Struktur und die Entwicklungen örtlicher Immobilienmärkte noch detaillierter aufzuzeigen, und ersetzen daher die kantonalen Übersichtsseiten durch informative elektronische Factsheets für alle 110 Wirtschaftsregionen der Schweiz. Im Sinne eines elektronischen Nachlagewerks ermöglichen es unsere regionalen Factsheets privaten wie auch professionellen Immobilieninvestoren, die regionalen Teilmärkte miteinander zu vergleichen und zu entdecken, was die lokalen Immobilienmärkte im Kern auszeichnet.

Wohnflächen

Der Schweizer Wohnungsmarkt befindet sich in einem Superzyklus, der von tiefen Zinsen und einer vermeintlich unerschöpflichen Zuwanderung getragen wird. Diese Konstellation dauert mittlerweile bereits so lange, dass der zyklische Charakter, der für Immobilienmärkte kennzeichnend ist, in Vergessenheit zu geraten droht. Früher oder später enden aber auch Superzyklen – sei es infolge eines starken Zinsanstiegs oder einer schwerwiegenden Rezession, die wir derzeit nicht erwarten, oder infolge eines graduellen Überhandnehmens des Wohnungsangebots. Letzteres dürfte uns in Zukunft zwar verstärkt beschäftigen, aber noch nicht im laufenden Jahr. 2014 wird unverändert im Zeichen der Stabilität stehen, die einzig durch unbedachte politische Einschränkungen der Zuwanderung oder regulatorische Überreaktionen ausgehebelt werden kann.

Nachfrage: Unvermindert robust

Hohes Preisniveau schränkt Zugang zu Wohneigentum ein

Verschärfte Selbstregulierung zeigt Wirkung

Aufgrund des hohen Fremdkapitaleinsatzes beim Kauf von Immobilien stehen häufig nicht die hohen Immobilienwerte im Vordergrund, sondern die laufenden Finanzierungskosten. Solange die stete Verteuerung von Wohneigentum wie in den letzten Jahren mit einer sinkenden Belastung durch Hypothekenzinsen einherging und die Haushaltseinkommen ausreichend hoch waren, um die Kreditfinanzierung sicherzustellen, tangierte der Preisanstieg die Käufer kaum. Es blieben allenfalls ein paar Sorgenfalten, ob in ferner Zukunft ein Wiederverkauf zu ähnlichen Konditionen gelingen würde. Erst mit der Mitte des Jahres 2012 erlassenen Regulierung, wonach mindestens 10% des Kaufpreises mit Eigenkapital finanziert werden müssen, schlug die beträchtliche Verteuerung von Wohneigentum der letzten Jahre auf die Käufer durch und verursachte Verschiebungen auf der Nachfrageseite. Seither stellen in Anbetracht der hohen Preise bereits minimale Eigenkapitalanforderungen für viele Haushalte eine (zu) hohe Hürde dar. Das hat damit zu tun, dass die Vermögen in der Schweiz einseitig verteilt sind als die Einkommen. Vor allem im gehobenen Preissegment hat die Nachfrage deshalb stark nachgelassen.

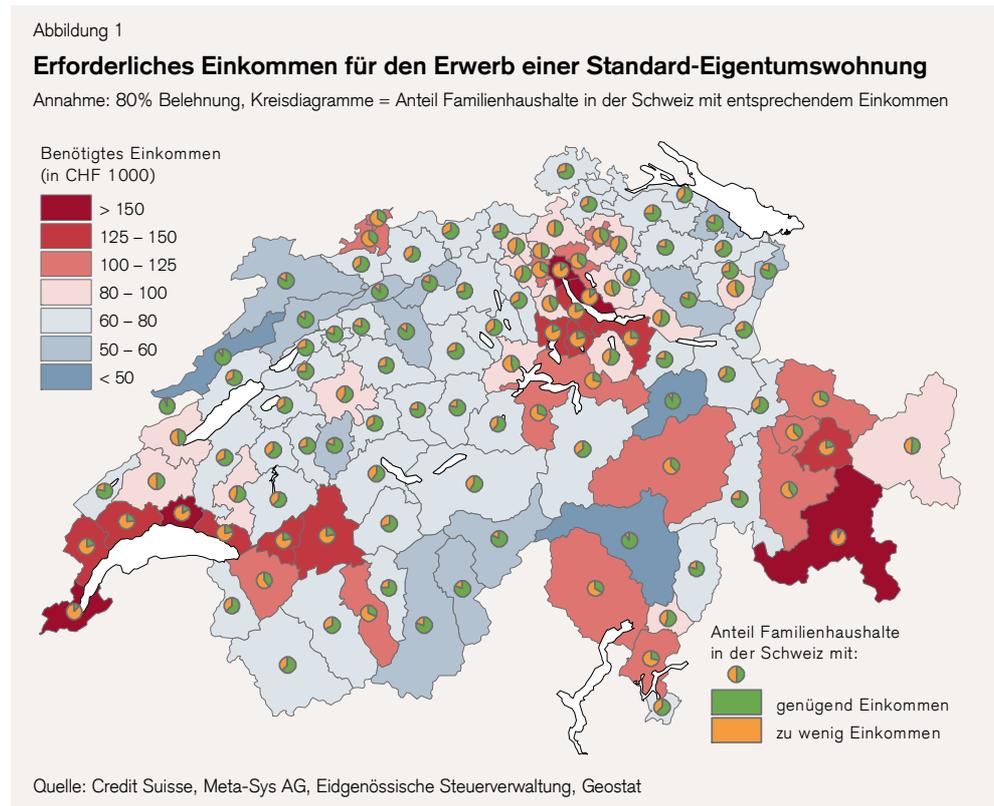
Kalkulatorische Tragbarkeit: Wachsende Hürde beim Erwerb von Eigentum

Aufgrund der hohen Preise wird neben dem Erfordernis von ausreichend Eigenkapital zunehmend auch die Tragbarkeit der Wohnungen und Häuser zu einem Hindernis und erschwert vielen Haushalten den Zugang zu Wohneigentum. Um die Kunden vor Liquiditätsengpässen bei Zinsanstiegen zu schützen und zukünftige Kreditausfälle zu verhindern, rechnen Banken trotz der tiefen Zinsen mit weit höheren kalkulatorischen Sätzen. Bei Anwendung eines kalkulatorischen Zinssatzes von 5%, der dem langfristigen Mittel einer 5-jährigen Fix-Hypothek vor Ausbruch der Finanzkrise entspricht, zuzüglich 1% des Kaufpreises für den Unterhalt ergeben sich je nach Region nicht gerade bescheidene Anforderungen an das verfügbare Bruttoeinkommen. Gemäss der goldenen Finanzierungsregel sollten die Wohnkosten ein Drittel des Bruttoeinkommens eines Haushalts nicht überschreiten. **Abbildung 1** visualisiert die Anwendung dieser Tragbarkeitsregeln, zeigt die markanten regionalen Unterschiede hinsichtlich der Einkommensbedingung, um eine Hypothekenfinanzierung sicherzustellen, und erklärt, warum sich viele periphere Regionen abseits der Zentren zu starken Nachfragemagneten für Wohneigentum entwickelt haben.

Selbst Standardobjekte in vielen Regionen für eine Mehrheit zu teuer

Zu diesem Zweck wird in **Abbildung 1** für jede Region der Schweiz die Höhe des erforderlichen Bruttoeinkommens für den Erwerb einer Standard-Eigentumswohnung von 110 m² im Bestand bei Anwendung des kalkulatorischen Zinssatzes plus Unterhaltszuschlag illustriert. Für die Herleitung der regionalen Referenzpreise dienten die Quadratmeterpreise aller auf den Immobilienportalen ausgeschriebenen Eigentumsobjekte. Schweizweit lag das erforderliche Mindesteinkommen gemäss den oben erläuterten Tragbarkeitsbedingungen im letzten Jahr bei CHF 95'000. Unseren Schätzungen zufolge dürfte heute eine Schweizer Standardwohnung mit einem Preis von rund CHF 660'000 gemäss Finanzierungsregel (Annahme: Belehnung von 80%) für 45% aller Schweizer Familienhaushalte tragbar sein. Eine Neubauwohnung im heutigen Durchschnittswert von CHF 845'000 wäre nur noch für 28% tragbar. Zum Vergleich: Ge-

mäss Bundesamt für Statistik lag die Wohneigentumsquote Ende 2010 in der Schweiz bei knapp 37%. Regional können die erforderlichen Mindesteinkommen in Abhängigkeit vom regionalen Preisniveau erheblich schwanken. Für jede Region weisen wir sodann den Anteil der Familienhaushalte in der Schweiz aus, die über das erforderliche Bruttoeinkommen verfügen, um daraus eine Indikation für die vorhandene Nachfragemacht abzuleiten. In rund einem Drittel aller Regionen mangelt es der Mehrheit der Familienhaushalte am erforderlichen Einkommen. In diesem Fall müssen die Haushalte Zugeständnisse bei der Grösse, dem Ausbaustandard, der Lage oder dem Alter des Eigentumsobjekts machen. Für Einpersonenhaushalte dürfte die Tragbarkeit eine noch grössere Hürde darstellen als für Familienhaushalte, die zum Teil auf zwei Einkommen abstellen können.



Wohneigentum in Genf, Zürich und Zug ist einer kleinen Schicht vorbehalten

Spitzenreiter in Bezug auf die notwendigen Einkommen sind der Kanton Genf und die Region Pfannenstiel. Hier muss ein Haushalt ein Bruttoeinkommen von mindestens CHF 178'000 bzw. CHF 166'000 erzielen, um die Finanzierung einer durchschnittlichen Eigentumswohnung nicht zu gefährden. Mittlerweile ist der Erwerb von Wohneigentum rund um den Genfer- und Zürichsee sowie im Kanton Zug nur noch für ein knappes Fünftel aller Schweizer Familienhaushalte finanzierbar. Dasselbe gilt für viele touristische Destinationen, wo Wohneigentum für die meisten Einheimischen unbezahlbar geworden ist und hauptsächlich in Form von Zweitwohnungen verkauft wird.

Erreichbarkeit: Wichtiges Kriterium bei der Wohnortwahl

Wachsende Trennung von Wohn- und Arbeitsort

Unternehmen und Haushalte haben grundsätzlich nicht identische Präferenzen hinsichtlich der Standortwahl. Verschiedene Trends katalysieren diese Unterschiede und sorgen dafür, dass Wohn- und Arbeitsort immer weiter auseinanderdriften. Gemäss Mikrozensus Verkehr 2010 sind die täglich zurückgelegten Distanzen pro Person auf 37 Kilometer gestiegen. Zu diesem Trend trägt insbesondere die wachsende Arbeitsteilung bei, die aus Arbeitskräften Fachspezialisten macht. Um ihrer spezialisierten Tätigkeit nachzugehen und die höchste Wertschöpfung – sprich den höchsten Lohn – zu erzielen, nehmen diese Fachkräfte immer weitere Wege in Kauf, denn je spezialisierter eine Tätigkeit, umso weniger flächendeckend sind die dafür passenden Jobs verfügbar und umso länger ist der Pendelweg.

Das Preisgefälle zwischen Stadt und Land ist ein weiterer an Bedeutung gewinnender Faktor, der besonders Haushalte veranlasst, den teuren urbanen Lagen den Rücken zu kehren. Firmenbetriebe nutzen zwar ebenfalls Möglichkeiten zur Standortoptimierung, bleiben aber zumeist an urbanen Standorten. In **Abbildung 2** kommen die unterschiedlichen Standortpräferenzen von Firmen und Haushalten zum Ausdruck. Während sich das Wachstum der Bevölkerung viel gleichmässiger auf die verschiedenen Gemeindetypen verteilt, konzentrieren sich die Arbeitsplätze verstärkt in den Zentren. Unterstützung erhält dieser Trend durch Veränderungen in der Arbeitswelt. Nehmen beispielsweise Industriearbeitsplätze in ländlichen Räumen ab, so werden diese in der Regel nicht adäquat durch Dienstleistungsarbeitsplätze ersetzt, zumindest nicht im ländlichen Raum.

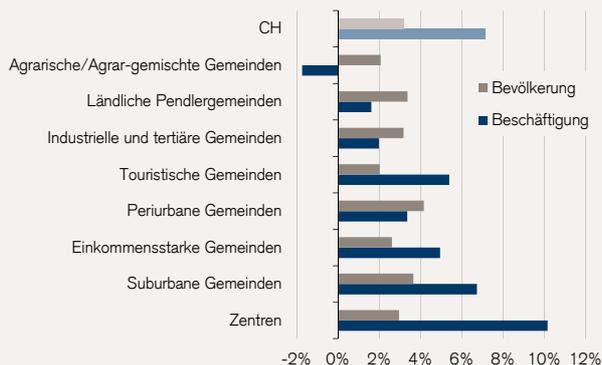
Erreichbarkeit als entscheidender Faktor bei der Wohnortwahl

Mit der zunehmenden räumlichen Trennung von Wohn- und Arbeitsort wächst die Mobilität und gewinnt die verkehrstechnische Erreichbarkeit noch mehr an Bedeutung. Eine Auswertung der Strukturserhebung im Rahmen der Volkszählung 2011 ermöglicht Aussagen zum Pendlerverhalten in der Schweiz und insbesondere zur Distanz zwischen Wohn- und Arbeitsort, welche die Beschäftigten zu akzeptieren bereit sind. Dank Informationen zum Wohn- und Arbeitsort auf Stufe Hektar kann die Dauer des Pendelns bei Wahl des motorisierten Individualverkehrs (MIV) ermittelt werden.

Abbildung 2

Wohn- und Arbeitsort driften vermehrt auseinander

Bevölkerungs- und Beschäftigungswachstum nach Gemeindetyp, 2008–2011

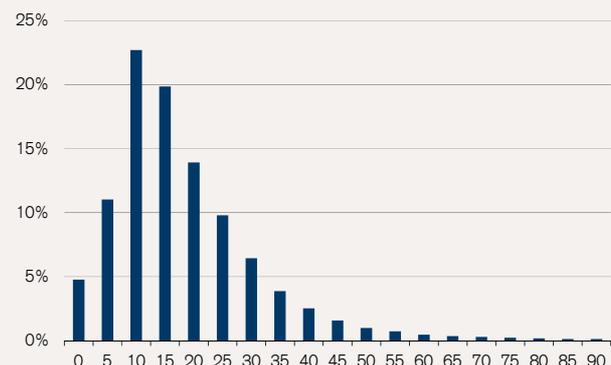


Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abbildung 3

Für den Arbeitsweg benötigte Zeit

Pendelweg mittels MIV in Minuten, Häufigkeitsverteilung in %



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Pendelwege (MIV) von über einer halben Stunde Dauer werden kaum toleriert

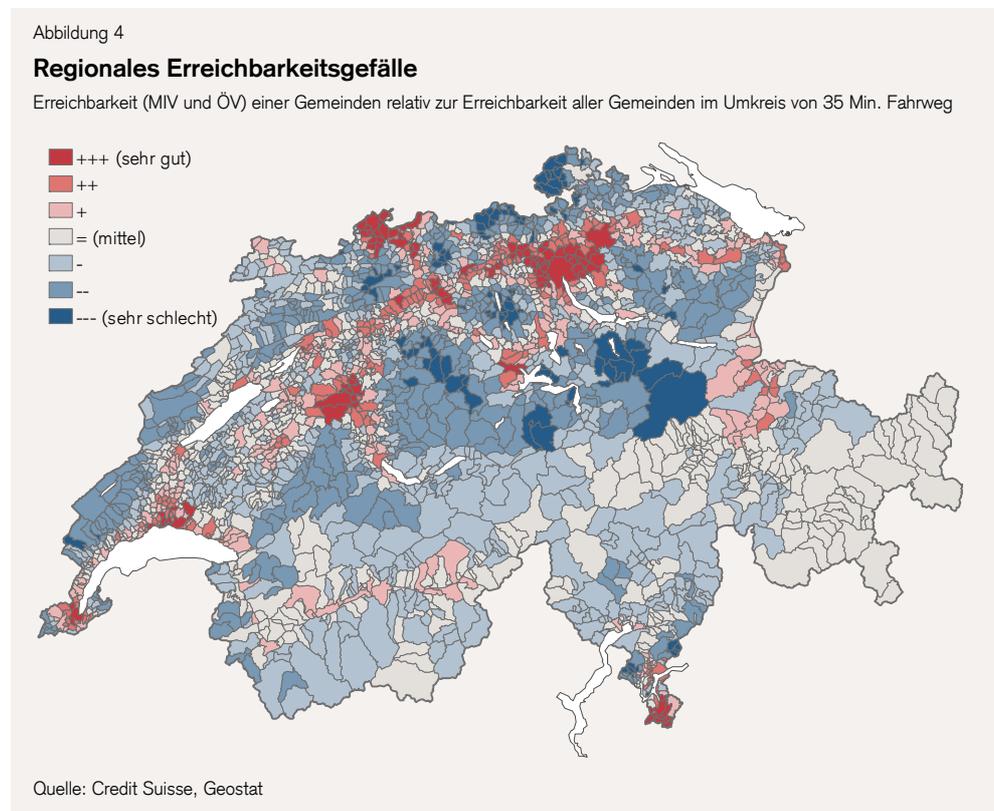
In unserem Modell berücksichtigen wir auch Staus auf dem Schweizer Strassennetz und unterstellen, dass die Beschäftigten ihren Arbeitsweg morgens um 7.15 Uhr antreten. Pendeln mit dem öffentlichen Verkehr (ÖV) ist in diesen Fahrzeiten nicht mit berücksichtigt. Die Ergebnisse (vgl. **Abb. 3**) können dazu dienen, die Standortattraktivität von beliebigen Wohnorten für Arbeitspendler zu eruieren und Nachfragepotenziale für individuelle Wohnungsprojekte herzuleiten. Sie zeigen, dass den Haushalten viel an der Optimierung ihrer Arbeitswege liegt. Die Mehrheit der Arbeitspendler wendet nicht mehr als 10 bis 24 Minuten auf. Fahrzeiten von mehr als einer halben Stunde mit dem Auto nimmt nur knapp ein Fünftel der Beschäftigten in Kauf.

Entscheidend ist die regionale Erreichbarkeit

Da die Wahl eines potenziellen Wohnorts zumeist vom gegebenen Arbeitsort und von sozialen Strukturen abhängig ist, steht hier in erster Linie die regionale Erreichbarkeit im Vordergrund. Dabei handelt es sich um die Erreichbarkeit einer Gemeinde im Vergleich zu den Erreichbarkeitswerten anderer Gemeinden im persönlichen Einzugsgebiet. Für einen Beschäftigten in Delémont ist es beispielsweise kaum relevant, wie gut die Erreichbarkeit von Zürich ist. Vielmehr dürfte ihn interessieren, welche Gemeinden rund um Delémont in Bezug auf ihre regionale Erreichbarkeit sowohl mittels MIV als auch mittels ÖV besonders gut abschneiden. Dazu vergleichen wir die Erreichbarkeit jeder Gemeinde mit der Erreichbarkeit sämtlicher Gemeinden innerhalb eines Radius von 35 Minuten (vgl. **Abb. 4**). Diese Vorgehensweise bringt das regionale Erreichbarkeitsgefälle am besten zum Ausdruck und identifiziert für jede Region die Standorte, die nicht national, dafür aber regional über die beste Erreichbarkeit verfügen.

Identifikation der künftig stark wachsenden Standorte

In den letzten Jahren haben die grossen regionalen Preisunterschiede die Nachfrage zunehmend aus den Hochpreisstandorten ins Umland verschoben. Gemeinden mit guter regionaler Erreichbarkeit ausserhalb der heute beliebtesten, aber zugleich auch teuren Wohngemeinden besitzen gute Karten, um von dieser räumlichen Nachfrageverschiebung zu profitieren. **Abbildung 4** erlaubt es, die Gewinner dieser Entwicklung schon heute zu identifizieren.



Haushalte verzichten eher auf Erreichbarkeit zugunsten tieferer Wohnkosten

Mit der Berechnung der regionalen Erreichbarkeitsqualität liegt nun eine Klassifikation vor, die es erlaubt, unterschiedliche Präferenzen zwischen Haushalten und Firmen sichtbar zu machen. Im Fall der Haushalte weisen nicht die Standorte mit der besten Erreichbarkeit das höchste Bevölkerungswachstum auf (vgl. **Abb. 5**), denn sie sind für einige Haushalte zu teuer geworden. Daher verzeichneten Gemeinden der dritten Güteklasse in den letzten Jahren insgesamt den höchsten Zuzug. Bei den Firmen scheinen die Vorteile einer hohen Erreichbarkeit die höheren Kosten dagegen aufzuwiegen, wie das mit Abstand höchste Beschäftigungswachstum in den Gemeinden mit sehr guter Erreichbarkeit unterstreicht (vgl. **Abb. 6**).

Wachsende Toleranz gegenüber ÖV-Pendelwegen

Insgesamt werden diese Entwicklungen die regionalen Nachfragemuster von Wohnimmobilien künftig verstärkt prägen. In Zeiten hoher Preise, spezialisierter Jobs und zunehmender Doppelverdienerhaushalte werden potenzielle Käufer vermehrt versuchen, den besten Kompromiss zwischen Preisniveau, Wohnraumangebot und Erreichbarkeit zu finden. Auch der familiäre Modalsplit, d.h. die Entscheidung, wer mit dem Auto und wer mit dem ÖV pendelt, spielt bei dieser Standortwahl eine entscheidende Rolle. Nur wenige Pendler sind bereit, mit dem Auto mehr als eine halbe Stunde Fahrzeit aufzuwenden. Dagegen dürfte die Bereitschaft, längere Strecken im Zug zu pendeln, aufgrund der nutzbaren und besser kalkulierbaren Zeit bei immer mehr Pendlern vorhanden sein. Das mobile Internet trägt dabei wesentlich zur besseren Akzeptanz höherer ÖV-Wegzeiten bei.

Abbildung 5

Bevölkerungswachstum nach Erreichbarkeitsgüte

Verkehrstechnische Erreichbarkeit von sehr schlecht (---) bis sehr gut (+++)

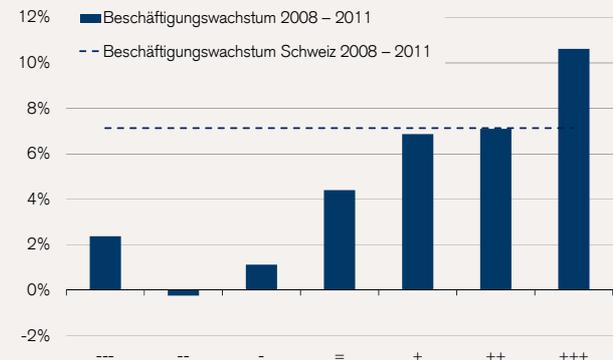


Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abbildung 6

Beschäftigungswachstum nach Erreichbarkeitsgüte

Verkehrstechnische Erreichbarkeit von sehr schlecht (---) bis sehr gut (+++)



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Konzentration der Nachfrage auf die Agglomerationen

Dadurch dürfte sich die Immobiliennachfrage einerseits aus den schlecht erschlossenen Räumen, aber verstärkt auch aus den teuren Grosszentren in die Mittelzentren und ihre kleinräumigen Agglomerationen entlang der Hauptverkehrswege verlagern, wie wir das jetzt schon beobachten. Fernab der Grosszentren wird die Nachhaltigkeit der regionalen Nachfrageschwerpunkte stark davon abhängen, wie sich die regionalen Arbeitsmarktzentren künftig entwickeln. Vom St. Galler Rheintal aus ist der Pendelweg zu den Arbeitsplätzen in Zürich beispielsweise so lang. In diesen Regionen wird die Wohnraumnachfrage stark durch die Erreichbarkeit zu den breit gestreuten Industriestandorten geprägt, die sich in den letzten Jahren erfolgreich halten können.

Die wachsende Nachfrage im Umfeld der Mittelzentren erhöht die raumplanerischen Anforderungen an die betroffenen Gemeinden. Die Gefahr einer fortschreitenden Zersiedelung wächst dabei insbesondere dort, wo sich Standorte an MIV-Pendler richten. Dank naher Autobahnan Anschlüsse resultiert eine hohe regionale verkehrstechnische MIV-Erreichbarkeit ausserhalb der Ortszentren vielfach auf der grünen Wiese, was unweigerlich eine entsprechende Wohnraumnachfrage auslöst. In den Ortszentren hängt die Wohnraumnachfrage dagegen verstärkt von einer guten ÖV-Erreichbarkeit ab, zumal die S-Bahnhöfe meist zentral gelegen sind.

Der Mietwohnungsmarkt im Banne der Zuwanderung**Verstärkte Zuwanderung**

Die Netto-Zuwanderung ist in den letzten sieben Jahren im Grossen und Ganzen sehr stabil verlaufen. Zumeist bewegte sie sich in einem engen Band von 72'000 bis 75'000 Personen. 2008 wurde die Bandbreite nach Aufhebung der Kontingente im Jahr zuvor nach oben und im Jahr 2010 als Folge der Rezession nach unten durchbrochen (vgl. Abb. 7). Es kam daher einer kleinen Überraschung gleich, dass die Immigration im letzten Jahr mit schätzungsweise 80'000 Einwanderern erneut nach oben ausschlug. Dabei wanderten im Zuge der weltweiten Erholung nach der Finanzkrise per Saldo erneut etwas mehr Schweizer aus als in den Vorjahren, was jedoch durch die verstärkte Immigration aus dem Ausland mehr als wettgemacht wurde.

Mangel an Fachkräften als wichtiger Grund für hohe Zuwanderung

Die gute gesamtwirtschaftliche Lage in der Schweiz und die damit einhergehenden günstigen Arbeitsmarktbedingungen legten die Basis für die starke Immigration. Gut ausgebildete Arbeitskräfte werden benötigt, um den Fachkräftemangel zu bekämpfen. Im Rahmen des Beschäftigungsbarometers befragte Unternehmen gaben für das 3. Quartal 2013 an, dass sie in knapp 20% aller Fälle Mühe bekundeten, Fachkräfte mit höherer Berufsausbildung zu finden, oder dass ihnen dies gar nicht gelang. Bei Arbeitskräften mit Hochschulabschluss liegt der entsprechende Wert mit 18% leicht tiefer, und auch Arbeitskräfte mit Berufslehre (12%) lassen sich nicht so einfach finden. Ein zeitlicher Vergleich zwischen dem Mangel an gut ausgebildeten Arbeitskräften und dem Wanderungssaldo zeigt, wie stark die Zuwanderung mit dem Bedarf an gut ausgebildeten Beschäftigten korreliert, und damit auch, wie wichtig die Beschäftigungssituation im Inland für die Zuwanderung ist (vgl. Abb. 7).

Zuwanderung aus Südeuropa überkompensiert Rückgang bei den Nordeuropäern

Der Fachkräftemangel hat sich zwar im Vergleich zu 2012 leicht entschärft, qualifiziertes Personal ist in der Schweiz aber immer noch nicht einfach zu finden. Kann dieses nicht im Inland rekrutiert werden, wird auf ausländische Fachkräfte ausgewichen. Gemäss letzten verfügbaren Zahlen von 2012 wurden 29% der zugewanderten Beschäftigten in den wertschöpfungsintensiven Branchen Finanzdienstleister, IT und Beratung eingestellt. Dies unterstreicht den Bedarf an gut ausgebildeten Immigranten. Erst danach folgen die Branchen Handel, Gastgewerbe und Reparatur (27%) sowie die Bauwirtschaft (17%). Insbesondere die Industriebranchen klagen über die schwierige Suche nach Fachspezialisten. Der geringfügige Rückgang des Fachkräftemangels im letzten Jahr hätte eigentlich für eine leichte Abnahme der Zuwanderung gesprochen, doch ist ein neues Phänomen aufgetreten: Die anhaltend schwierige Arbeitsmarktsituation im Süden Europas mit Arbeitslosenraten von bis zu 27% hat viele Arbeitskräfte dazu bewogen, ihrem Land den Rücken zu kehren und trotz der Sprachbarriere ihr Glück in der Schweiz zu versuchen.

Abbildung 7

Wanderungssaldo und Fachkräftemangel

Wanderungssaldo inkl. Statuswechsel (linke Skala); Arbeitskräfte schwer oder gar nicht gefunden, in % (rechte Skala)

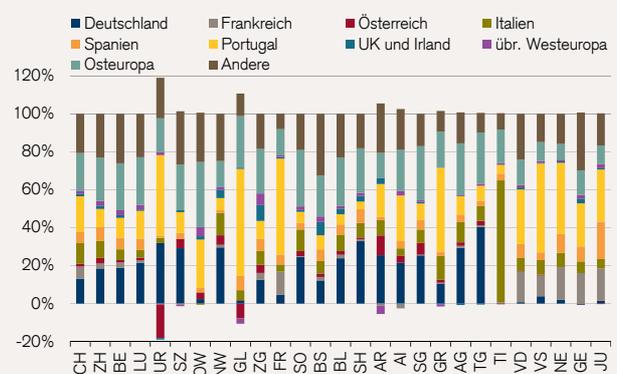


Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abbildung 8

Wanderungssaldo nach Kanton und Nationalität

2012, Anteile pro Kanton, in %



Quelle: Bundesamt für Migration

Südeuropäer lassen sich auch in der Deutschschweiz nieder

Eine Aufschlüsselung der Zuwanderungszahlen nach Kantonen zeigt, dass sich Südeuropäer zwar bevorzugt in der lateinischen Schweiz niederlassen, ihr Anteil an der Zuwanderung aber auch in den Deutschschweizer Kantonen beachtlich ausfällt (vgl. Abb. 8). Diese Entwicklung setzte bereits 2012 ein, schlug damals aber aufgrund der reduzierten Zuwanderung vor allem aus Deutschland noch nicht auf den Gesamtsaldo durch. Das war erst im letzten Jahr der Fall, weil sich der Zustrom aus Deutschland auf langfristigen Niveau zu stabilisieren begann.

Wanderungssaldo bleibt 2014 unverändert hoch – trotz Ja zur Einwanderungsinitiative

Im laufenden Jahr dürfte der Zustrom aus den von hoher Arbeitslosigkeit geplagten Ländern im Süden Europas erneut Abschwächungstendenzen bei den Nordeuropäern wettmachen, sodass wir für 2014 von einem Zuwanderungssaldo von wiederum gegen 80'000 Personen ausgehen. Das Ja zur Einwanderungsinitiative wird in diesem Jahr noch kaum auf die Zuwanderungszahlen durchschlagen, denn die Initiative lässt die Höhe der künftigen Kontingente offen und gewährt dem Bundesrat eine dreijährige Übergangsfrist, bis ein Ausführungsgesetz die offenen Fragen geklärt haben muss.

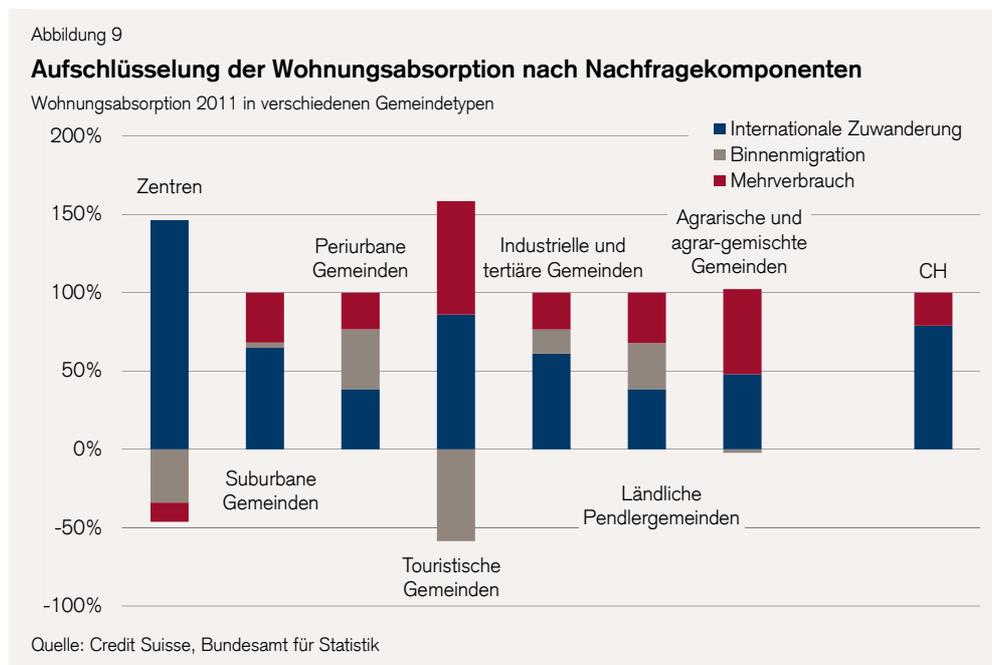
Verunsicherung kostet Arbeitsplätze und reduziert Zuwanderung ab 2015

Wirkung entfaltet die Abstimmung dagegen unmittelbar aufgrund der mit Händen zu greifenden Verunsicherung über die künftigen Beziehungen mit der EU. Dabei sind nicht nur die bilateralen Verträge I gefährdet, sondern ist grundsätzlich die weitgehend gleichberechtigte Partizipation der Schweiz an der Weiterentwicklung des europäischen Binnenmarktes infrage gestellt. Verunsicherung ist Gift für Investitionen – und als Investition ist auch die Einstellung von Personal zu verstehen. Kurzfristig ist deshalb ein empfindlicher Rückgang des Beschäftigungswachstums zu erwarten. Gemäss unseren Berechnungen dürfte sich dieses ungefähr halbieren. In Zahlen ausgedrückt dürften über die nächsten drei Jahre rund 80'000 Arbeitsplätze weniger geschaffen werden. Da die Zuwanderung jeweils mit Verzögerung auf Signale der Beschäftigungsentwicklung reagiert, die Abhängigkeit der Zuwanderung von der Beschäftigungslage aber relativ hoch ist, dürfte das Ja ab 2015 spürbare Auswirkungen auf die Zahl der Immigranten haben.

Hohe Abhängigkeit des Wohnungsmarktes von der Zuwanderung

Wir rechnen mit einer Reduktion der Nettozuwanderung von bisher erwarteten 70'000 auf 50'000 Personen. Die Zuwanderung hat dem Schweizer Wohnungsmarkt in den letzten Jahren den Stempel aufgedrückt. Es stellt sich daher die Frage, welche Folgen eine solche Nachfrage-reduktion auf den Wohnungsmarkt hätte.

Eine Aufschlüsselung der Wohnungsabsorption nach den wichtigsten Nachfragetreibern Zuwanderung, Binnenmigration und Flächenmehrerbrauch der ansässigen Bevölkerung macht deutlich, dass die Zuwanderung derzeit insgesamt rund 79% der schweizweiten Wohnungsproduktion absorbiert (vgl. Abb. 9). Die Binnenmigration kürzt sich im Saldo auf Stufe Schweiz per definitionem als Nachfragetreiber weg. Der Mehrverbrauch aufgrund wachsender Flächenansprüche der Ansässigen fällt mit knapp 21% verhältnismässig tief aus. Hinter dem Mehrverbrauch stehen Wohlstandseffekte, wachsende Scheidungsraten, der Trend zu Kleinhaushalten, der Geburtenüberschuss und der Zweitwohnungstrend, um nur die wichtigsten Faktoren zu nennen. In früheren Jahren wurde ein markant grösserer Teil des Wohnungsangebots vom Mehrverbrauch absorbiert. Der zuwanderungsbedingte Siedlungsdruck hat die Mehrnachfrage jedoch über eine hohe Angebotsknappheit und steigende Preise zurückgedrängt. Diese aufgestaute Nachfrage manifestiert sich allerdings nicht überall gleichermassen. Eine räumliche Gliederung nach Gemeindetyp lässt erkennen, wo welche Nachfragekomponenten die Absorption von Wohnungen dominieren.



Nachfrage fokussiert sich sehr stark auf die Zentren

Den grössten Siedlungsdruck übt die Zuwanderung auf die Zentren aus. In absoluten Zahlen konzentriert sich beinahe die Hälfte der Zuwanderungsnachfrage, das heisst im Jahr 2011 knapp 33'000 Personen, auf Wohnungen in den Zentren. Dort löst sie einerseits Binnenmigrationen bzw. Abwanderungen von Ansässigen in suburbane, periurbane oder ländliche Gemeinden aus und/oder äussert sich andererseits in einem Zusammenrücken der Ansässigen in weniger Wohnungen bzw. in einem geringeren Flächenverbrauch jedes Einzelnen (vgl. Abb. 9). Per Saldo beläuft sich der Wegzug Ansässiger aus den Zentren schweizweit auf knapp 7300 Personen (2011). Die Wohnraumknappheit in der Schweiz beschränkt sich hauptsächlich auf die Zentren. Geringe Baulandreserven und die grosse Zurückhaltung gegenüber verdichtetem Bauen verschärfen dabei das Problem teilweise hausgemacht. Der Einfluss der Zuwanderung nimmt mit nachlassendem urbanem Charakter der Agglomerationsgemeinden stark ab.

Zumeist aus Gründen der Erschwinglichkeit wandern Einheimische auch aus den touristischen Gemeinden ab (ca. 2600 Personen im Jahr 2011). Dahinter steckt nicht nur der Zustrom von Arbeitskräften aus dem Ausland, sondern auch die zumeist inländische Nachfrage nach Zweitwohnungen, die im Mehrverbrauch sichtbar wird. Die Zielorte der Binnenmigration wiederum sind in erster Linie die kostengünstigeren periurbanen und ländlichen Pendlergemeinden. Relativ

tiefe Mehrverbrauchsanteile in den periurbanen Gemeinden signalisieren suboptimale Preis-Leistungs-Verhältnisse für die Ansässigen infolge der jüngst stark gestiegenen Preise sowie gleichzeitig eine aufgestaute Nachfrage. Welche Absorptionskraft der Mehrverbrauch von Ansässigen hat, wenn er sich ungehindert entfalten kann, zeigen die agrarischen Gemeinden. Diese stehen nicht im Fokus der Binnenmigration, weshalb praktisch die Hälfte der Wohnungsnachfrage auf die Mehrverbrauchskomponente entfällt.

Periphere Mietwohnungsmärkte als Leidtragende

Die oben erwähnte, erwartete Reduktion der Zuwanderung von 70'000 auf 50'000 Immigranten per 2015 wird in Anbetracht der Fokussierung der Zuwanderung auf die Zentren die dortige Wohnsituation etwas entlasten. Da die meisten Zuwanderer zunächst eine Wohnung mieten, ist in erster Linie der Mietwohnungsmarkt vom Rückgang der Zuwanderung betroffen. Der sinkende Druck auf den Wohnungsmarkt dürfte das Mietpreiswachstum eindämmen und vereinzelt die Marktmieten leicht sinken lassen. Dem grössten Risiko einer ausbleibenden Nachfrage wären voraussichtlich aber nicht die Zentren, sondern vielmehr die peripheren Standorte ausgesetzt. Der bisherige Trend einer preisbedingten Verdrängung der ansässigen Bevölkerung aus den Zentren dürfte sich nämlich bei verbessertem Wohnraumangebot in den Zentren abschwächen, und es wäre mit einem partiellen Zurückströmen der einst Abgewanderten zu rechnen.

Wohneigentum nur indirekt betroffen

Auswirkungen auf den Markt für Wohneigentum dürften dagegen nur in sehr begrenztem Umfang zu beobachten sein. Die Eigenheimpreise sind hauptsächlich von den tiefen Zinsen beflügelt worden und auf diese hat die Annahme der Einwanderungsinitiative keinen direkten Einfluss. Die Eintrübung der Beschäftigungssituation dürfte sich jedoch leicht negativ auf die Nachfrage nach Wohneigentum auswirken. Zu der erfolgten Zinswende und der verschärften Regulierung gesellt sich damit ein dritter Bremsfaktor, sodass Ende 2014 allenfalls ein leichtes Minus bei den Eigentumspreisen resultieren könnte. Solange die Zinsen aber noch immer weit unter ihren historischen Mittelwerten notieren, dürfte das hohe Preisniveau solide verankert sein.

Mittelfristig beschränkte direkte Auswirkungen auf den Immobilienmarkt

Mittelfristig ist auch bei einer Kontingentierung nicht mit einer massiven Beschränkung der Zuwanderung zu rechnen. Die Erfahrungen mit den früheren Kontingentssystemen lehren, dass sich die Zuwanderung damit nur eingeschränkt steuern lässt. Völkerrechtliche Verträge, die hohe Lebensqualität in der Schweiz und das grosse Lohngefälle werden die Zuwanderung in die Schweiz nicht so rasch abklingen lassen. Im Falle anhaltend guter makroökonomischer Bedingungen erscheint auch unter einem Kontingentsystem eine Zuwanderung im Umfang von rund 40'000 bis 50'000 Personen pro Jahr möglich, zumal die Initiative selber verspricht, bei der Festlegung der Kontingente auf die Wirtschaftsinteressen Rücksicht zu nehmen. Mit einem Einbruch der Zuwanderung ist daher nach einem einmaligen Rückgang nicht zu rechnen, sodass sich auch die direkten Auswirkungen auf dem Immobilienmarkt mittel- bis langfristig in Grenzen halten dürften.

Angebot: Am Anschlag, immer einseitiger und am falschen Ort

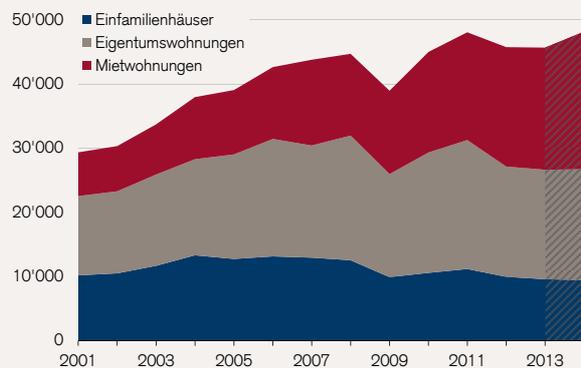
Wohnbautätigkeit stösst an Grenzen

Die Wohnungsproduktion hält sich auf hohem Niveau. Im letzten Jahr dürfte sich der Reinzugang an Wohnungen gemäss unseren Schätzungen auf über 46'000 Wohneinheiten belaufen haben. Mit Ausnahme des Rezessionsjahres 2009 hat die Bauwirtschaft seit sieben Jahren jährlich rund 44'000 bis 48'000 Wohnungen fertiggestellt (vgl. Abb. 10). Wir erwarten, dass die Produktion im laufenden Jahr am oberen Rand dieser Bandbreite liegen wird, sofern das Wetter mitspielt. Dies würde dem zweithöchsten Zuwachs an Wohnraum seit 1995 entsprechen. Zu einer höheren Produktion scheint das Baugewerbe nicht in der Lage, denn trotz eines Beschäftigungsaufbaus gelingt es ihm nicht, seine Kapazitätsauslastung über die 80%-Schwelle zu heben. Ungünstige Wetterverhältnisse in den letzten beiden Jahren haben die durchschnittliche Jahresauslastung wieder unter 78% sinken lassen. Branchenkenner vermuten, dass sich der Beschäftigungsaufbau vor allem auf die margenstärkeren Tätigkeiten der Baubranche im Bereich General- bzw. Totalunternehmung (GU/TU) und auf den Tiefbau konzentriert. Die Bauausführung dagegen kämpft weiterhin mit einem Fachkräftemangel und notwendigen Prozessoptimierungen. Unverändert gehen mehr Aufträge ein, als der Hochbau abzuarbeiten vermag. Ersichtlich wird dies am kontinuierlichen Anstieg der Zahl im Bau befindlicher Wohnungen und am Wachstum des Auftragsbestandes im Bauhauptgewerbe. Per Ende 2013 waren mit schätzungsweise rund 76'000 Wohnungen erneut mehr Einheiten als «im Bau» gemeldet als im Vorjahr.

Abbildung 10

Reinzugang nach Segment

Schätzung Credit Suisse, in Wohneinheiten, schattiert: Prognose 2014

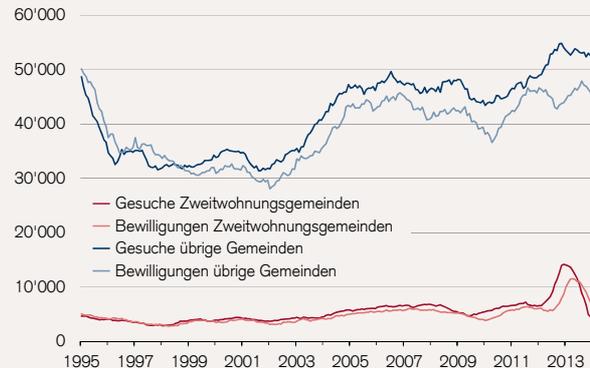


Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Bundesamt für Statistik

Abbildung 11

Baugesuche und Baubewilligungen

Anzahl Wohneinheiten, gleitender 12-Monats-Durchschnitt



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Prall gefüllte Pipeline spricht für hohe Wohnungsproduktion über 2014 hinaus

Die Strukturprobleme in der Bauwirtschaft sind mitverantwortlich dafür, dass die Angebotsseite des Marktes nur mit Verzögerung auf die hohe Nachfrage reagiert. Das bedeutet aber auch, dass die Wohnungsproduktion aufgrund des Rückstaus an geplanten Wohnungen noch für geraume Zeit und ungeachtet der Nachfrage auf hohem Stand bleiben dürfte. Dies umso mehr, als bei der Planungstätigkeit keinerlei Anzeichen einer Abschwächung zu beobachten sind. Die im letzten Jahr registrierten Baugesucheingänge lassen erahnen, dass auch 2015 ausserordentlich viele Wohnungen auf den Markt kommen sollten. Weil die Zweitwohnungsinitiative ab 2013 keine Bewilligungen für klassische Zweitwohnungen mehr vorsah, kam es in den von der Zweitwohnungsinitiative betroffenen Gemeinden 2012 zu einer Torschlusspanik in Form einer Welle von Baueingaben. In [Abbildung 11](#) isolieren wir diesen Effekt, um unverzerrte Informationen zur Ausweitung in den übrigen Gemeinden zu gewinnen. Auch wenn das sehr hohe Vorjahresniveau nicht ganz gehalten werden konnte, resultierte in den nicht von der Zweitwohnungsinitiative betroffenen Gemeinden dennoch eine nicht minder dynamische Planungstätigkeit. Die Pipeline für neue Wohnungen ist somit auch für 2015 prall gefüllt.

Auslaufender Bauboom in den Tourismusregionen

Während die Bautätigkeit in den Zentren und ihren Agglomerationen hoch bleibt, dürfte 2014 vor allem auch in vielen Tourismusregionen eine beträchtliche Anzahl neuer Wohnungen auf den Markt kommen. Zweitwohnungen, die noch vor Ende 2012 eine Bewilligung erhalten haben und gegen die keine Einsprache erhoben wurde, dürfen trotz Zweitwohnungsinitiative erstellt werden. Es handelt sich dabei gemäss unserer Schätzung um etwa 7'000 der insgesamt 13'000 Wohnungen, für die zwischen März und Dezember 2012 in den von der Zweitwohnungsinitiative betroffenen Gemeinden Gesuche eingingen (vgl. [Abb. 11](#)). Im langfristigen Mittel wurden vor der Volksabstimmung im März 2012 mit jeweils rund 4'400 deutlich weniger Wohneinheiten bewilligt. Das eine oder andere Projekt dürfte daher aufgrund der vorübergehenden Angebotsflut keine einfachen Vermarktungsbedingungen antreffen. Weil die Bauperiode im Alpenraum klimatisch bedingt sehr kurz ist, werden einige Bauvorhaben aber erst 2015 oder noch später abgeschlossen werden. Die Hektik hat sich mittlerweile merklich gelegt. Jüngst wurden nur noch gut halb so viele Gesuche für Wohnungen eingereicht wie in der Dekade vor der Abstimmung zur Zweitwohnungsinitiative.

Mietwohnungsbau als alleiniger Wachstumstreiber

Nicht alle Segmente des Wohnungsbaus tragen gleichermassen zur wachsenden Produktion bei. Der Bau von Einfamilienhäusern ist seit Jahren rückläufig und kommt nicht mehr über die Schwelle von 10'000 Einheiten hinaus. Zu teuer ist das Einfamilienhaus in den urbanen Gebieten geworden, sodass sich der schleichende Bedeutungsverlust dieser zwar begehrten, aber im Umgang mit Boden wenig haushälterischen Wohnform fortsetzt. Der Bau von Eigentumswohnungen scheint seinen Zenit ebenfalls überschritten zu haben. Die Tiefzinsphase hatte die Produktion im Jahr 2011 zwar nochmals auf über 20'000 Einheiten angekurbelt, doch seither haben Sättigungstendenzen und neue Finanzierungsrichtlinien, welche die Hürden für den Erwerb von Wohneigentum spürbar erhöhten, die Immobilienentwickler vorsichtig werden lassen. Das aktuelle Niveau von rund 17'000 Einheiten dürfte auch für das laufende Jahr die Richtgrösse bleiben. Als Treiber der Produktion bleibt damit nur der Mietwohnungsbau übrig. Dieser ver-

zeichnet seit mehr als zehn Jahren steigende Produktionszahlen. 2002 machten die rund 7000 erstellten Mietwohnungen noch knapp ein Viertel des Wohnungsbaus aus, im laufenden Jahr dürften mit über 21'000 Einheiten dreimal mehr Mietwohnungen entstehen. Renditeliegenschaften sind seit der Finanzkrise sowohl bei privaten wie auch bei institutionellen Investoren eine beliebte Anlageklasse. Trotz sinkender Renditen fliesst unverändert viel Kapital in die Entwicklung von Mietwohnungen, die den Wohnungsbau mittlerweile mit knapp 45% klar dominieren.

Latentes Risiko eines Überangebots

Führt man sich vor Augen mit welchem Mut und Vertrauen auf die Absorptionsfähigkeit des Marktes derzeit auch an peripheren Lagen Grossüberbauungen in Angriff genommen werden, verdient das Risiko eines Überangebots Aufmerksamkeit. Der Mietwohnungsmarkt dürfte in den kommenden Quartalen verstärkt mit Herausforderungen konfrontiert sein. Dafür sprechen mehrere Gründe. Erstens war die Tiefzinsphase bereits auf dem Büroflächenmarkt ein wesentlicher Treiber für eine ungebremste Ausweitung. Ein ähnliches Szenario kann für den Wohnungsmarkt nicht ausgeschlossen werden, dürfte aber erst zum Zeitpunkt einer spürbaren Abschwächung der Zuwanderung zum allfälligen Problem werden. Genau das, nämlich die Fortsetzung des stetigen Stroms von Zuwanderern, ist zweitens nach Annahme der Einwanderungsinitiative politisch nicht mehr abgesichert – auch wenn das Ausmass einer künftigen Kontingentierung noch sehr vage ist. In jedem Fall wird die Zuwanderung zahlenmässig bereits ab 2015 geringer ausfallen. Allein die grosse Verunsicherung in Bezug auf die Beziehungen mit der EU dämpft die künftige Nettozuwanderung über Beschäftigungseffekte auf eine Grössenordnung von rund 40'000 bis 50'000 Personen. Verstärkte Eingriffe des Regulators im Wohnungsmarkt sowie Veränderungen der geografischen Herkunft der Zuwanderer haben drittens bereits zu strukturellen Verschiebungen der Nachfrage geführt, die am Mietwohnungsmarkt nicht spurlos vorübergegangen sind. Alles in allem sind die Risiken eines künftigen Überangebotes angestiegen.

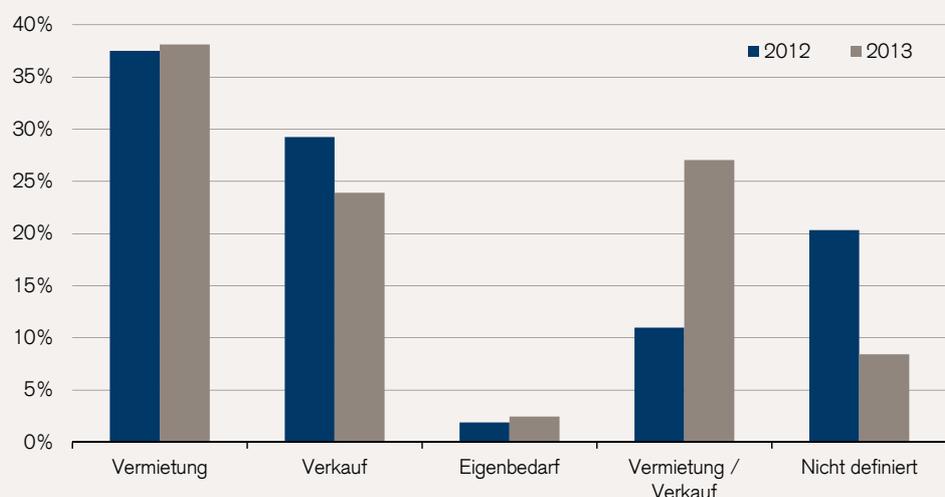
Steigende Nervosität bei Immobilieninvestoren

Von nachfrageseitigen Veränderungen dürfte insbesondere der Mietwohnungsbau betroffen sein, entsteht hier doch eine zunehmende Anzahl Grossprojekte, deren Realisierung länger dauert. Daher kann dieses Segment auf kurzfristige Nachfrageschwankungen immer weniger rasch reagieren, weshalb im Markt eine steigende Nervosität festzustellen ist. Diese äussert sich darin, dass immer mehr Entwickler zum Zeitpunkt der Baueingabe offenlassen, ob sie die fertiggestellten Wohnungen verkaufen oder vermieten. Dies zeigt eine Auswertung der Baubewilligungen für Mehrfamilienhäuser (vgl. Abb. 12). 2012 war bei rund 10% aller Wohneinheiten nicht klar, ob Miet- oder Eigentumswohnungen entstehen sollen. 2013 ist dieser Anteil auf über 25% hochgeschwungen.

Abbildung 12

Gepannter Verwendungszweck von Wohnungen bei Mehrfamilienhausprojekten

Auf Basis Baubewilligungen, Anteil in % am Total der bewilligten Wohneinheiten



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Angst vor steigenden Zinsen und verschärfter Regulierung äussert sich in erhöhter Vorsicht

Die Frage stellt sich, ob die Nervosität bei den typischen Promotoren von Wohneigentum oder bei den Entwicklern von Mietwohnungen zunimmt. Der Rückgang der Bewilligungen bei zum Verkauf bestimmten Wohnungen sowie eine nähere Analyse der Bauherren, die den Verwendungszweck bewusst offengelassen haben, deuten darauf hin, dass die Entwickler von Wohneigentum zurückhaltender geworden sind. Wachsende Angst davor, dass die Hypothekarzinsen während der Bauphase weiter steigen könnten oder die Regulierung nochmals verschärft wird und der Absatz von Eigentumswohnungen folglich ins Stocken geraten könnte, dürften den Hintergrund dafür bilden. Entsprechend werden heute zunehmend Objekte geplant, die sich für beide Nutzungen eignen. Investoren sichern sich damit die Möglichkeit, die Wohnungen bei mangelndem Kaufinteresse zu vermieten. Aufgrund des typischerweise höheren Ausbaustandards bei Eigentumswohnungen dürften solche Objekte als Mietwohnungen jedoch vergleichsweise teuer sein, was deren Vermarktung in einem sich verschlechternden Marktumfeld erschweren wird, zumal sich bei Mietwohnungen im hohen Preissegment schon heute zunehmend Absatzprobleme zeigen.

Räumlich falsche Antwort auf die Zuwanderung

Mehr als zwei Drittel der Immigranten lassen sich in den Zentren und suburbanen Gemeinden nieder – und damit genau in jenen Gemeinden, die wir auf Seite 13 auch aus regionalen Erreichbarkeitsgesichtspunkten als nachfragestark identifiziert haben. Es wäre zu erwarten gewesen, dass sich das Wohnraumangebot entsprechend der Mehrnachfrage an diesen Orten ausdehnt. Doch dem ist nicht so. Die Zuwanderung verstärkte sich im Jahre 2007 mit Aufhebung der Kontingente. Seither haben jedoch weder die Zentren noch die sub- bzw. periurbanen Gemeinden dazu beigetragen, den Mehrbedarf an Wohnraum durch ein entsprechendes Mehrangebot zu befriedigen. Wenn es überhaupt eine Reaktion gab, dann in den Gemeinden ausserhalb der urbanen Räume, die ihr Wohnangebot zwischen 2007 und 2013 nochmals steigerten. In der ersten Phase des Wohnbaubooms ab 2003 bis zum Einsetzen der verstärkten Zuwanderung hatten die urbanen Gemeinden noch relativ kräftig zu einer Angebotsausweitung beigetragen, waren in der Folge aber nicht mehr in der Lage bzw. willens, das Angebot noch weiter zu erhöhen (vgl. Abb. 13).

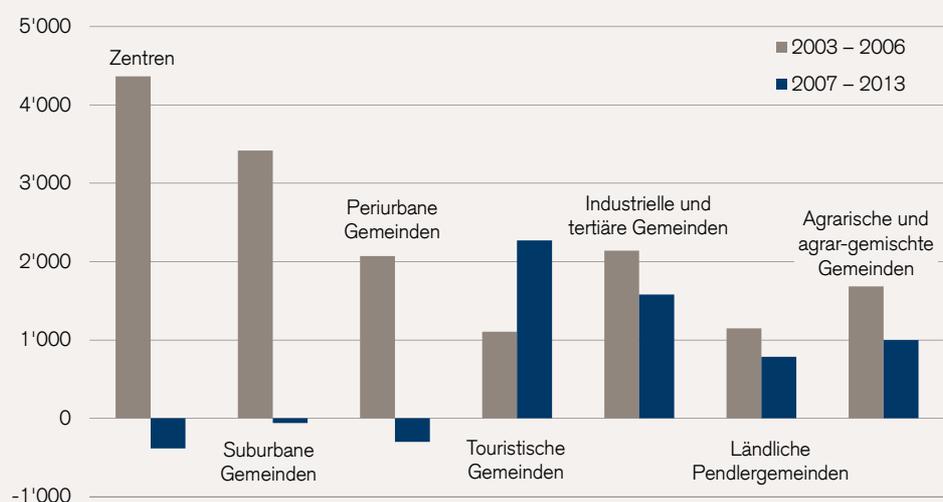
Wenig nachhaltige Wohnraumproduktion

Das ungenügende Angebot insbesondere in den Zentren hat Preisanstiege und Wohnortverlagerungen von Ansässigen in die peripheren Räume, die über eine nur unterdurchschnittliche Erreichbarkeit verfügen, nach sich gezogen. Raumplanerisch ist dies ein Unsinn, weil damit die Zersiedelung ungebremst fortschreitet, teure Infrastrukturen nachgebaut werden müssen und die Gefahr droht, dass das zusätzliche Wohnungsangebot in der Peripherie bei einer Abkühlung der Nachfrage nicht mehr ausgelastet werden kann. Ganz zu schweigen vom Unbill der vielen Haushalte, die mangels Wohnraum an den urbanen Standorten aus ihrem angestammten Ort wegziehen mussten.

Abbildung 13

Veränderung der Wohnungsproduktion vor und nach Einsetzen der Zuwanderung

Absolutes Wachstum der Wohnungsproduktion ab dem Niveau jeweils zu Beginn der Periode



Quelle: Credit Suisse, Baublatt

Marktergebnis: Wohltuende Abschwächung, aber keine Entwarnung

Herausforderungen nehmen zu

Die nachlassende Preisdynamik wirkt wohltuend, das stellenweise schwindelerregende Preisniveau weckt aber nach wie vor Ängste und lässt weiterhin Vorsicht angebracht erscheinen. Die Rahmenbedingungen dürften sich im Jahresverlauf abermals ändern, weil die Aufsichtsbehörden lieber auf Nummer sicher gehen und die Regulierung verschärfen dürften. Das Ja zur Einwanderungsinitiative wird mittelfristig die Nachfrage ebenfalls spürbar dämpfen. Damit nehmen die Herausforderungen für die Marktakteure zu. Bereits im vergangenen Jahr prägten Absatzprobleme und sinkende Preise das Hochpreissegment. Neubauten im Mietwohnungssegment sehen sich seit Kurzem ebenfalls erschwerten Marktbedingungen ausgesetzt. In einem solchen Umfeld sinkt die Fehlertoleranz. Bauprojekte müssen hinsichtlich Standort, Abstimmung auf Zielgruppen und Preisniveau wohl überlegt sein, um künftig in einem Markt mit steigenden Herausforderungen bestehen zu können. Das regionale Auseinanderklaffen von Nachfrage und Angebot gibt diesbezüglich Anlass zur Sorge.

Grosse regionale Unterschiede bei der Insertionsdauer

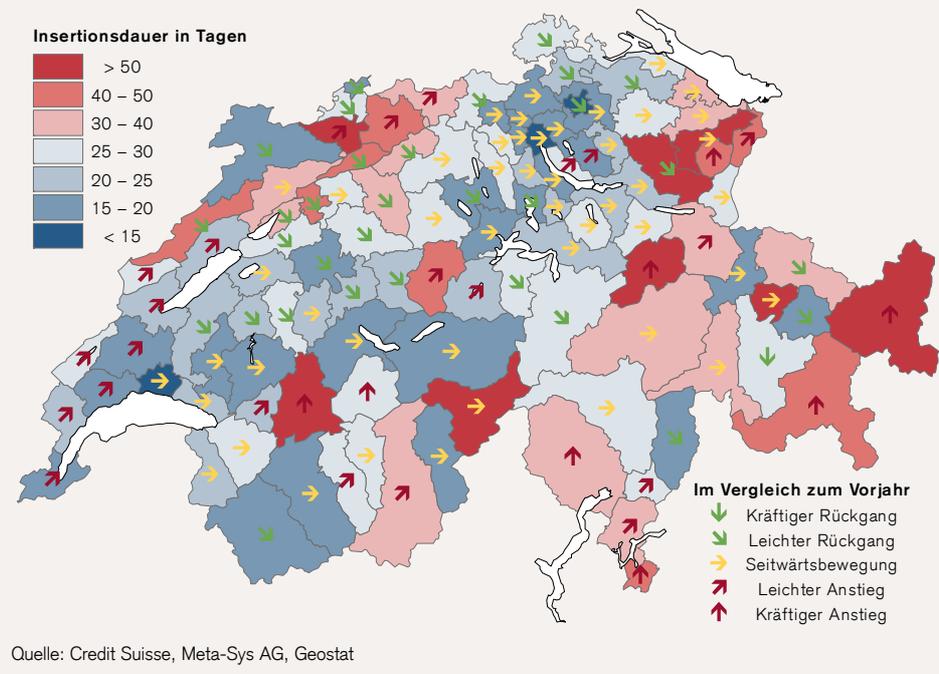
Insertionsdauer nur bei Einfamilienhäusern gesunken

Der Wohnungsabsatz verlief im vergangenen Jahr zügig und veränderte sich im Vergleich zum Vorjahr nur wenig. Zu diesem Ergebnis führt die Analyse der Zeitdauer, während der Wohnungen im Bestand auf den Online-Portalen ausgeschrieben sind. 2013 mussten Mietwohnungen im Durchschnitt 23 Tage inseriert werden – gleich lang wie im Vorjahr. Bei Eigentumswohnungen verlängerte sich die Insertionsdauer um einen Tag, sodass Objekte im Mittel während 69 Tagen ausgeschrieben waren. Dagegen fanden Einfamilienhäuser im Vergleich zum Vorjahr fünf Tage schneller einen neuen Besitzer und waren im Durchschnitt lediglich 34 Tage ausgeschrieben.

Abbildung 14

Insertionsdauer von Mietwohnungen 2013

Insertionsdauer in Tagen und Veränderung im Vergleich zum Vorjahr, Bestandesobjekte



Weil der Erwerb von Wohneigentum ein Entscheid von grösserer Tragweite ist und in der Regel mit der Aufnahme einer Hypothek einhergeht, sind Eigentumsobjekte typischerweise länger ausgeschrieben. Dennoch überrascht die grosse Diskrepanz zwischen Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern. Man würde vielleicht vermuten, dass Einfamilienhäuser weniger oft ausgeschrieben werden. Tatsächlich ist aber das Gegenteil der Fall. Ein Teil der Erklärung ist

statistischer Art. Die Erhebung der Insertionsdauer beinhaltet nur Bestandesobjekte. Im Falle von Eigentumswohnungen existiert ein hohes Neubauangebot, auf das sich die Nachfrage konzentriert. Das Nachsehen haben Bestandeswohnungen, die dadurch weniger begehrt sind und bei denen der Besitzerwechsel doppelt so lange dauert wie bei Einfamilienhäusern. Für den grossen Unterschied gibt es aber eine weitere Erklärung: Das Einfamilienhaus scheint noch immer ein begehrtes Objekt zu sein, das im Bestand weit weniger lang ausgeschrieben werden muss als die Eigentumswohnung.

Am Genfersee und rund um Zürich sind Mietwohnungen sehr schnell vermietet

Angesichts des stark wachsenden Baus von Mietwohnungen teilweise ausserhalb der urbanen Regionen ermöglicht die Insertionsdauer Rückschlüsse darauf, wie schnell Objekte in den einzelnen Regionen voraussichtlich vermietet werden können. **Abbildung 14** zeigt, dass Lausanne, Zürich und Winterthur mit durchschnittlich 14 Tagen die schnellste Vermietung kennen. In diesem Indikator widerspiegelt sich einmal mehr die hohe Wohnraumknappheit in den Zentren. Generell sind im Raum Zürich, in der Zentralschweiz sowie am Genfersee bis ins Unterwallis die kürzesten Insertionsdauern zu beobachten. Dagegen zieht sich die Vermietung von Wohnungen in den peripheren Regionen der Schweiz in die Länge: Die Wohnungen bleiben im Mittel zumeist über 50 Tage ausgeschrieben. Tendenziell schwierige Vermarktungsbedingungen kennen derzeit das Tessin sowie grosse Teile der Ostschweiz und des nördlichen Juras bis zum Rhein, allerdings ohne den Kanton Jura und die stadtnahen Gemeinden um Basel.

Steigende Leerstände als Folge mangelnder Abstimmung

2013 leichter Anstieg der Leerstände

Obwohl die Nachfrage mehr als die rund 46'000 zuletzt gebauten Wohneinheiten absorbieren könnte, ist die Leerstandsquote leicht gestiegen. Insgesamt nahm die Zahl leer stehender Wohnungen um 1086 Einheiten zu und die Leerstandsquote lag per 1. Juni 2013 bei 0.96% (2012: 0.94%). Damit signalisiert der Markt ein Auseinanderklaffen von Angebot und Nachfrage. Das betrifft in erster Linie das Mietwohnungssegment, in welchem sich die Leerstände leicht erhöhten, wogegen die Leerstandsquoten bei selbstgenutztem Wohneigentum praktisch stabil blieben (vgl. **Abb. 15** und **Abb. 16**).

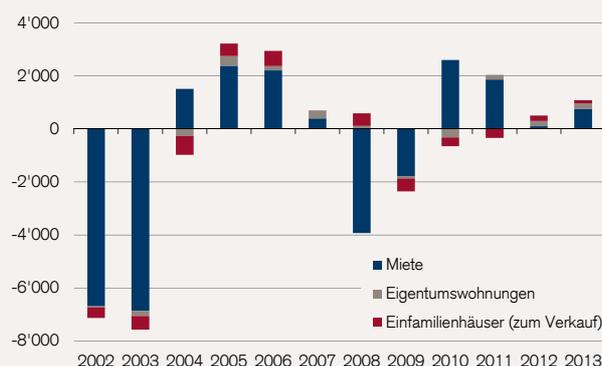
2014 weiterer Anstieg zu erwarten, in erster Linie bei Mietwohnungen

Für 2014 rechnen wir mit einem fortgesetzten Anstieg der Leerstände. Dieser dürfte wiederum nicht auf ein zu hohes Gesamtangebot zurückzuführen sein, sondern auf Angebotsausweitungen am falschen Ort. Letztere werden nur unzureichend durch Wanderungsbewegungen ausgeglichen, weil die Nachfrage – wie wir vorstehend gezeigt haben – grundsätzlich anders gelagert ist. Da das Angebot nicht generell überschiesst, dürfte die landesweite Leerstandsziffer indes nicht über 1% zu liegen kommen. Angesichts der zunehmenden Verlagerung der Wohnungsproduktion auf Mietwohnungen dürfte sich der erwartete Anstieg aber auf diese Wohnform konzentrieren. Aufgrund anhaltend tiefer Zinsen erwarten wir bei Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern wie schon in den Vorjahren kaum namhafte Veränderungen der Leerstandsziffer. Vorbehalten bleiben zusätzliche einschneidende Regulierungen, welche die Attraktivität von Wohneigentum markant verändern könnten.

Abbildung 15

Veränderung der Leerstände nach Segment

In Anzahl Wohneinheiten

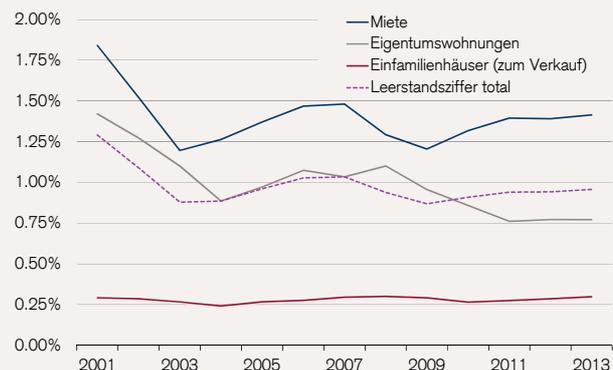


Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abbildung 16

Leerstandsziffer nach Segment, 2013

In % des Wohnungsbestandes im jeweiligen Segment



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

2015 Leerstandsziffer deutlich über 1%

Wachsende Leerstände betreffen ausschliesslich Neubauten

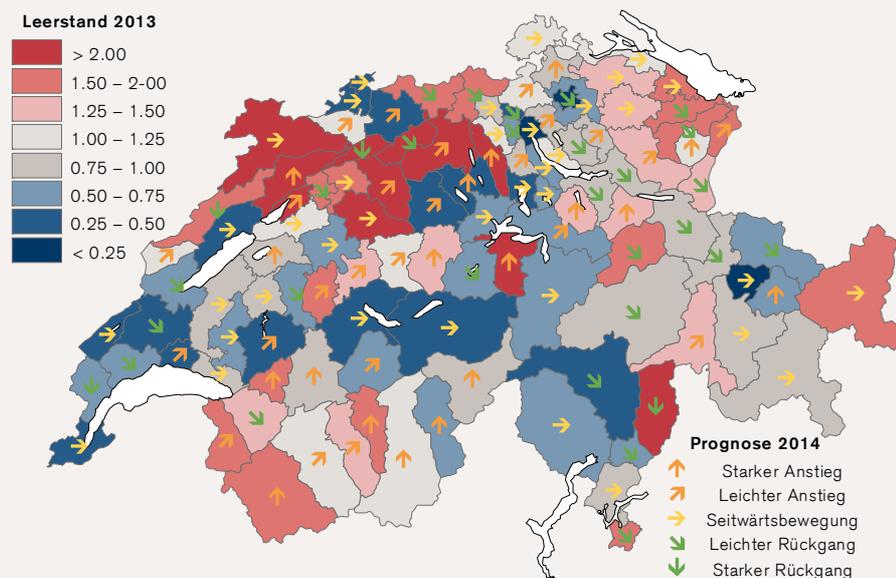
Mittelfristig rechnen wir mit einer Beschleunigung des bisherigen Trends zu leicht höheren Leerständen. Die erwartete Reduktion der Nettozuwanderung ab 2015 dürfte die Nachfrage um rund 10'000 Wohnungen kürzen. Diese Wohnungen befinden sich bereits in Erstellung und werden auch im Falle gedrosselter Neubauplanung in jedem Fall auf den Markt kommen. 2015 dürfte die Leerstandsziffer von heute 0.96% auf maximal rund 1.2% zunehmen. Da die meisten Zuwanderer zunächst eine Wohnung mieten, ist in erster Linie der Mietwohnungsmarkt vom Rückgang der Zuwanderung betroffen.

Regional betrachtet sind die Leerstände besonders in den Zentrumsregionen auf sehr tiefe Werte gesunken, die eine ausgesprochene Wohnungsknappheit signalisieren. Je weniger urban eine Region ist, umso grösser wird in der Regel die Zahl leer stehender Wohnungen. Einigen peripheren Regionen, wie beispielsweise dem Toggenburg, dem Glarner Hinterland, der Region Goms und dem Oberthurgau, gelang in den letzten Jahren dennoch eine Reduktion ihrer Leerstandsquoten, weil sie dank der Zuwanderung ein leicht erhöhtes Bevölkerungswachstum verzeichneten. Dagegen stehen Angebot und Nachfrage in gewissen anderen Regionen – wie bereits erwähnt – zusehends nicht mehr im Einklang. Davon betroffen sind hauptsächlich die Kantone Aargau, Solothurn und Jura (vgl. Abb. 17). Hier liegen die Leerstände grösstenteils nahe oder über 2%, was mehr als dem Doppelten des Schweizer Mittels entspricht. Beunruhigend ist, dass in einigen dieser Regionen trotz hoher Leerstände ungebremst weitere Wohnungen gebaut werden. Damit dürften die Leerstände in einigen dieser Regionen auch 2014 zunehmen. Davon ausgenommen sind die im Einzugsgebiet von Zürich liegenden Aargauer Regionen. Wie [Abbildung 14](#) zeigt, signalisieren die dortigen Insertionsdauern noch keine Vermietungsprobleme. In Gebieten, wo zuletzt nur wenige moderne Wohnungen auf den Markt gekommen sind, wird die Absorption voraussichtlich ebenfalls relativ reibungslos funktionieren. In den anderen Regionen, die zu einem Überangebot neigen, dürften die Leerstände hingegen hauptsächlich Neubauten betreffen. Die veränderte Struktur der Zuwanderung, die sich vermehrt aus weniger zahlungskräftigen Südeuropäern zusammensetzt, schlägt sich in einer erschwerten Absorption von Neubauten nieder. Darauf wiesen bereits die Mitte des letzten Jahres gemessenen höheren Leerstände in Neubauten hin. Deren Anteil an den Leerständen, der seit Jahren zwischen 11% und 13% schwankte, ist sprunghaft auf über 15% gestiegen. Im Bestand sind die Leerstände dagegen leicht gesunken.

Abbildung 17

Leerstände 2013 und Prognose 2014

In % des Wohnungsbestandes



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik, Geostat

Preiswachstum schwächt sich ab

Fortgesetzte Scherentwicklung zwischen Angebots- und Bestandesmieten

Trotz hoher Bautätigkeit im Mietwohnungssegment sind die Mieten der am Markt angebotenen Wohnungen 2013 weiter gestiegen (vgl. Abb. 18). Das Plus war mit 3.2% sogar leicht höher als im Vorjahr und lag knapp über dem jährlichen Zuwachs seit 2000 (3.1%). Treiber des Mietpreiswachstums dürfte das nach wie vor knappe Angebot an Mietwohnungen in vielen Zentren sein. Weil sich die Knappheit an diesen Lagen nicht abschwächen dürfte, rechnen wir auch im laufenden Jahr mit einem ähnlichen Mietpreisanstieg. Im Bestand sorgten der gesunkene Referenzzinssatz und die negative Inflation dagegen für sinkende Mieten. Dass der Mietpreisindex des Bundesamts für Statistik dennoch ein Plus von 1.4% (2000–2013: +1.5% p.a.) verzeichnete, ist in erster Linie auf Objekte mit Mieterwechsel zurückzuführen, die in begrenztem Umfang ebenfalls in den Index einfließen. Die jüngste Referenzzinssatzsenkung dürfte zudem erst im laufenden Jahr Wirkung auf die Daten entfalten, sodass bei den Bestandesmieten 2014 wiederum kein Wachstum zu erwarten ist. Die Schere zwischen Marktmieten und Bestandesmieten öffnet sich damit noch stärker, was das Funktionieren des Mietwohnungsmarktes beeinträchtigt. Klaffen die Bestandes- und die Marktmieten zu stark auseinander, ergibt sich ein «Lock-in»-Effekt, wie wir ihn im Exkurs über den Wohnungsmarkt Genf aufzeigen (vgl. S. 25 ff.). Die Bestandesmieter verharren dann aus Kostengründen trotz sich wandelnder Wohnraumbedürfnisse in ihren Mietwohnungen. Die Umzugsraten sinken, und der Wohnungsbestand ist strukturell zusehends suboptimal auf die Haushalte verteilt.

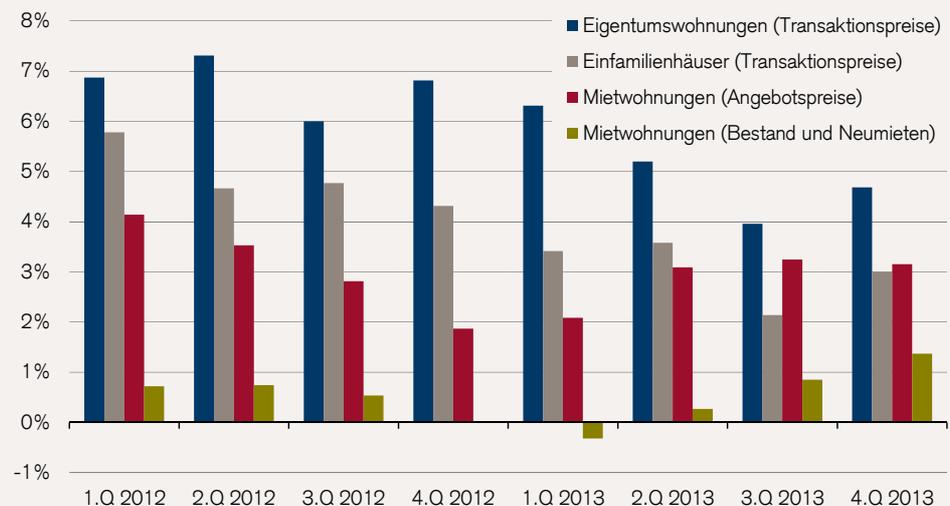
Abgeschwächtes Preiswachstum beim Eigentum

Die Preiszuwächse beim Wohneigentum haben sich 2013 sichtbar abgeschwächt (vgl. Abb. 18). Im Vergleich zum Vorjahr stiegen die Preise für Eigentumswohnungen (EWG) noch um 4.7%. Die Abkühlung, die wir aufgrund der von den Banken im Sommer 2012 eingeführten Verschärfung der Finanzierungsrichtlinien erwartete haben, ist damit eingetreten. Die höheren Kapitalanforderungen üben eine bremsende Wirkung auf die Preise aus. Das Wachstum bei den Transaktionspreisen liegt derzeit unter dem Wachstum von 2012 (6.8%) sowie auch unter dem mittleren Zuwachs seit 2000 (4.9% p.a.). Mit Blick auf die Angebotsdaten war in den letzten Quartalen eine Stagnation der Preise festzustellen, sodass wir mit einer weiteren Abschwächung des Preisauftriebs bei den Transaktionsdaten rechnen. Preisrückgänge sind dagegen mit Ausnahme des Hochpreissegments noch nicht zu erwarten, dafür sind die Fundamentaldaten zu robust. Ähnlich sieht das Bild bei den Einfamilienhäusern (EFH) aus, deren Preise 2013 noch um 3.0% zulegen konnten (2012: 4.3%, 2000–2013: 3.2% p.a.).

Abbildung 18

Preisentwicklung Wohneigentum und Miete

Wachstum im Vorjahresvergleich in %



Quelle: Wüest & Partner, Bundesamt für Statistik

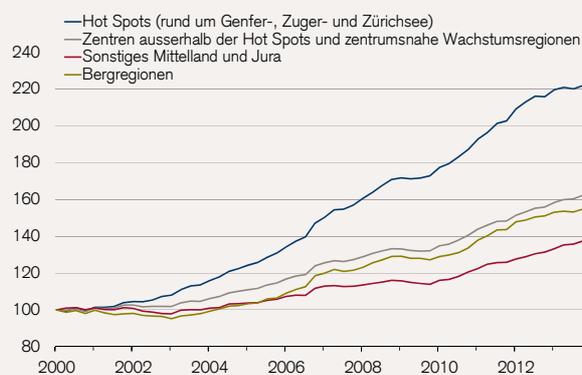
Hochpreisregionen mit geringstem Preiswachstum

Die regulierungsbedingt höheren Kapitalanforderungen haben nicht nur dämpfend auf das Preiswachstum gewirkt, sondern auch die Nachfrage von den Hochpreisregionen in günstigere Regionen umgelenkt. Haushalte, die Mühe bekunden, die neuen Kapitalhürden zu überwinden, stehen im Wesentlichen drei Möglichkeiten offen. Sie können ihren Flächenanspruch zurückschrauben, sich für günstigere Objekte entscheiden oder in günstigere Regionen ausweichen. Es erstaunt daher nicht, dass die Abkühlung in den Hochpreisregionen am markantesten ausfiel. Rund um den Genfer- und Zürichsee sowie im Kanton Zug, wo die Preise in den letzten Jahren mit Abstand am stärksten zugelegt hatten (vgl. Abb. 19), brach das Preiswachstum regelrecht ein (vgl. Abb. 20). Eine starke Abkühlung verzeichneten ebenfalls die Bergregionen. Bei einigen von ihnen, wie zum Beispiel dem Engadin, handelt es sich ebenfalls um Hochpreisregionen. Daneben dürfte auch die Unsicherheit bezüglich der Auslegung der Zweitwohnungsinitiative für eine gewisse preisliche Zurückhaltung gesorgt haben. In den übrigen Regionen, in die sich die Nachfrage vermehrt verschiebt, schwächte sich die Preisdynamik ebenfalls etwas ab. Sie hält sich aber mittlerweile auf höherem Wachstumsniveau als in den Hochpreisregionen.

Abbildung 19

Preisentwicklung Wohneigentum

Verschiedene Aggregate (EWG und EFH); Index: 2000 = 100

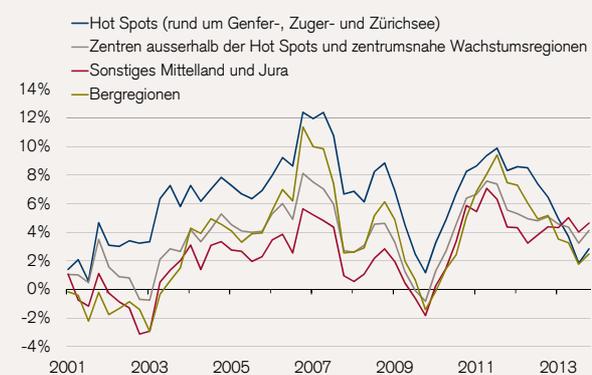


Quelle: Credit Suisse, Wüest & Partner

Abbildung 20

Jahreswachstumsraten Wohneigentumspreise

Verschiedene Aggregate (EWG und EFH); Wachstumsraten in %



Quelle: Credit Suisse, Wüest & Partner

Entwicklung der Eigen- tumspreise und der Ein- kommen noch nicht im Gleichgewicht

Trotz sinkender Wachstumsraten der Preise für Wohneigentum bleibt die Überbewertung ein Thema, denn relativ zum Wachstum der Haushaltseinkommen fallen die Preisanstiege (noch) zu hoch aus. Damit setzt sich die Scherenbewegung zwischen Preisen und Einkommen fort. Mittel- bis langfristig sollten sich die beiden Grössen im Gleichschritt entwickeln. Kurzfristig kann es durchaus zu einem Überschreiten der Preisentwicklung kommen, früher oder später muss diese aber wieder korrigieren. Im Gegensatz zu den Vorjahren stützen wir unsere regionale Analyse zur Überbewertung nicht mehr auf die Preisentwicklung von Eigentumswohnungen ab, sondern auf die gewichtete Preisentwicklung von Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern. Somit werden wir der Tatsache gerecht, dass gerade in ländlichen Regionen das Einfamilienhaus nach wie vor das Mass der Dinge ist.

Überbewertungen in erster Linie am Genfer- und Zü- richsee

Wir erachten die Preisentwicklung in 48 der 106 Regionen als nicht mehr nachhaltig. Auf diese Regionen entfällt die Hälfte des Schweizer Wohnungsbestandes. Veränderungen der Nachfrage oder abrupte Zinserhöhungen könnten in diesen Regionen grössere Preiskorrekturen auslösen. Solche Schocks sind zwar gegenwärtig nicht in Sicht, ändern aber nichts an der Tatsache der Überbewertung. Dagegen liegen die Preise von Wohneigentum in grossen Teilen des Mittellands, der Ostschweiz und der Zentralschweiz nach wie vor auf einem nachhaltigen Niveau. Die höchsten Überbewertungen sind in der Genferseeregion und rund um Zürich zu finden (vgl. Abb. 21). Im Fall von Genf sprechen wir sogar seit Jahren von der Existenz einer Preisblase. So sind beispielsweise die Preise für Wohneigentum im Kanton Genf 2.4-mal stärker gestiegen als die Einkommen. Neben den eigentlichen Hot Spots am Genfer- und Zürichsee beobachten wir auch in immer mehr benachbarten Regionen eine nicht mehr nachhaltige Preisentwicklung. Absolut betrachtet liegen die Preise in einigen dieser Regionen, wie beispielsweise in der Region Gros-de-Vaud, noch vergleichsweise tief. Genau diese Preisunterschiede waren in den letzten

Jahren dafür verantwortlich, dass immer mehr Haushalte ihren Wunsch nach Wohneigentum hier verwirklichen konnten. Dies hat die Preise in diesen Regionen deutlich stärker steigen lassen als die Einkommen der ansässigen Bevölkerung. Für diese ist Wohneigentum zunehmend nicht mehr bezahlbar. Für viele Tourismusregionen ist dies nichts Neues.

Abbildung 21

Regionale Bewertung der Wohneigentumspreise

Preisentwicklung EWG/EFH in Relation zur Einkommensentwicklung

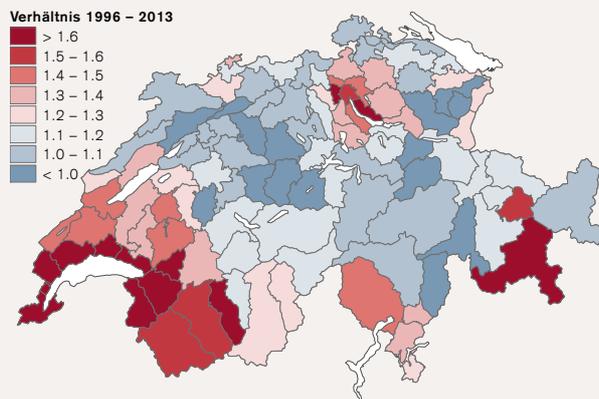


Abbildung 22

Kriterien einer Immobilienpreisblase

✓ Trifft zu ~ Zuwenig ausgeprägt ✗ Trifft nicht zu

- Übermässige Liquidität
- Übermässiger Risikoappetit
- Lang anhaltende Phase ansteigender Immobilienpreise
- Entkoppelung der Immobilienpreise von der Entwicklung der Einkommen
- Hoher Anteil spekulativer Immobilientransaktionen
- Hohes/übermässiges Wachstum der Hypothekarkreditvolumina aufgrund des Margendrucks bei den Hypothekarkreditinstituten
- Mangelnde Kreditprüfung bei der Hypothekarkreditvergabe (aufgrund falscher Anreize)
- Überschliessende Bautätigkeit und Angebotsüberhang

Quelle: Credit Suisse

Kriterien einer Immobilienpreisblase

Neben der Nachhaltigkeit der Preisentwicklung verfolgen wir nun schon seit Längerem zusätzliche wichtige Indikatoren, die typische Kennzeichen von Immobilienpreisblasen signalisieren können (vgl. Abb. 22). Im Vergleich zum Vorjahr hat sich an unserer Markteinschätzung nur wenig verändert. Die Preise haben sich in einer beachtlichen Anzahl Regionen von der Entwicklung der Einkommen abgekoppelt und steigen mittlerweile schon seit mehr als 13 Jahren in Folge. Angeheizt wird diese Entwicklung weiterhin von den historisch betrachtet sehr tiefen Hypothekarzinsen und von einem wieder zunehmenden Risikoappetit. Dagegen können wir nach wie vor keinen hohen Anteil spekulativer Immobilientransaktionen feststellen. Von einer mangelnden Kreditprüfung bei der Hypothekarkreditvergabe kann genauso wenig gesprochen werden. Eine solche verhindert alleine schon das verstärkte Monitoring der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) hinsichtlich der Hypothekarkreditvergabe durch die Banken. Ein Überschreiten der Bautätigkeit ist dank der weiterhin starken Zuwanderung und der tiefen Hypothekarzinsen noch kein Thema. Die Gefahr eines Überangebots steigt jedoch in immer mehr Regionen. Entsprechend muss diesem Indikator künftig verstärkt Beachtung geschenkt werden.

Fazit: Überbewertung ja, Blase nein

Alles in allem lässt sich feststellen, dass am Schweizer Wohnimmobilienmarkt nach wie vor keine Immobilienpreisblase besteht. Die zunehmende Anzahl Regionen, in denen das Preisniveau nicht mehr nachhaltig ist, darf aber nicht ausser Acht gelassen werden. Neuerdings bremsen die regulatorischen Massnahmen zwar das Preiswachstum, sie werden dieses aber im laufenden Jahr nicht ganz zum Erliegen bringen. Weil die Aufsichtsbehörden auf Nummer sicher gehen wollen, ist im laufenden Jahr mit einer Verschärfung der Regulierung zu rechnen. Die Abkühlung wird sich daher erwartungsgemäss fortsetzen und die Zeit überbrücken bis mittelfristig die Leitzinsen steigen werden. Dann wird es nicht nur zu einer Abschwächung des Preisauftriebs kommen, sondern unweigerlich zu Preiskorrekturen, wie sie derzeit bereits im Hochpreissegment zu beobachten sind.

Ausblick Wohnflächen 2014

**Wohltuende
Abschwächung, aber
keine Entwarnung**

Der Wohnungsmarkt bleibt stabil. Die Dynamik lässt dabei etwas nach, verschiebt sich aber regional. Die vergleichsweise tiefen Zinsen in Kombination mit der Zuwanderung geben starke Anreize für den Bau von Mietwohnungen, die mittlerweile einen Anteil von 44% an der geschätzten Wohnraumproduktion des Jahres 2014 von voraussichtlich 48'000 Einheiten haben. Dank einer ähnlich hohen Zuwanderung wie im Vorjahr bleiben Leerstände in den Zentren und ihren Agglomerationen 2014 weitestgehend aus. Weil sich die Bautätigkeit in den letzten Jahren hauptsächlich ausserhalb der Zentren und ihren Agglomerationen beschleunigt hat, wird das dortige Ungleichgewicht zwischen Nachfrage und Angebot eine moderate Zunahme der leer stehenden Mietwohnungen bewirken. 2015 rechnen wir mit einem stärkeren Anstieg der Leerstände, weil die Verunsicherung nach der Einwanderungsinitiative mittelfristig Spuren bei der Zuwanderung hinterlassen wird. Dabei würde in erster Linie der Mietwohnungsmarkt in Mitteldensität gezogen. Die Nachfrage nach Wohneigentum bleibt zinsbedingt ebenfalls hoch. Ebenso wie Investoren und Eigentümer von Mehrfamilienhäusern weichen auch Eigenheiminteressierte stärker in periphere Regionen aus. Dies ist den zunehmenden regulatorischen Anforderungen an die Hypothekarschuldner sowie den vielerorts hohen Preisniveaus zuzuschreiben. Die geografischen Verschiebungen beeinflussen auch das Muster der regionalen Preisentwicklungen: Der Preisanstieg verlangsamte sich im Laufe des Jahres 2013 in den Hochpreisregionen am stärksten. Ausserhalb der Hot Spots liegen die Wachstumsraten aufgrund der räumlichen Verschiebung der Nachfrage mittlerweile höher. Alleine deshalb wird das Thema Überbewertung im weiteren Jahresverlauf relevant bleiben. Im Vergleich zum Vorjahr diagnostizieren wir in sechs zusätzlichen Regionen und damit in insgesamt 48 Regionen eine Überbewertung, die aus einem überproportionalen langfristigen Preisanstieg im Vergleich zur Einkommensentwicklung resultiert. Im Zuge stärker steigender Zinsen werden Preiskorrekturen unvermeidlich sein. Die Risiken für einen Preis-Crash haben sich dagegen jüngst reduziert.

Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage	Ausgangslage	Ausblick
<i>Bevölkerungsentwicklung:</i> Die Zuwanderung dürfte auch 2014 auf hohem Niveau bleiben, sodass das Bevölkerungswachstum mit 1.2% ähnlich hoch wie im Vorjahr ausfallen sollte.	↗	→
<i>Einkommensentwicklung:</i> Auch 2014 sind die Impulse verhalten. Die abermals moderaten Nominallohnsteigerungen werden durch die wieder leicht positive Inflation geschmälert.	↘	↘
<i>Zinsniveau:</i> Die Schweizerische Nationalbank wird die Entwicklung des Wechselkurses auch in den nächsten Monaten in den Vordergrund stellen und ihre Tiefzinspolitik fortführen. Damit bleibt der Libor 2014 tief. Der Prozess der Zinsnormalisierung bei Fix-Hypotheken dürfte dagegen anhalten, womit hier auch 2014 mit leicht steigenden Zinssätzen zu rechnen ist.	→	→
	Libor-Hypothek ↗ Fix-Hypothek	Libor-Hypothek ↗ Fix-Hypothek
Angebot		
<i>Entwicklung Wohnungsbestand 2014:</i> Wir erwarten aufgrund der prall gefüllten Projektpipeline und der sehr hohen Zahl im Bau befindlicher Wohnungen einen hohen Reinzuwachs von 48'000 Wohnungen, davon immer mehr Mietwohnungen.	→	↗
<i>Mittelfristig geplante Ausweitung:</i> Die Zahl der eingereichten Baugesuche ist 2013 – um die Effekte der Zweitwohnungsinitiative bereinigt – leicht gesunken. Das Niveau bleibt aber sehr hoch, womit sich bereits heute abzeichnet, dass die Pipeline neuer Wohnungen auch 2015 sehr gut bestückt bleibt.	↗	→
Marktergebnis		
<i>Leerstände:</i> Wir rechnen für 2014 mit einem leichten Anstieg der Leerstände, hauptsächlich im Mietwohnungsmarkt, wo ein räumliches Ungleichgewicht zwischen Nachfrage und Angebot besteht. Bei Wohneigentum ist besonders im oberen Preissegment mit zunehmenden Leerständen zu rechnen.	↗ (Eigentum)	↗ (Eigentum)
	↗ (Miete)	↗ (Miete)
<i>Preise:</i> Die Preise von Wohneigentum werden auch 2014 steigen. Das Wachstum dürfte aber aufgrund der höheren Kapitalanforderungen tiefer ausfallen als im Vorjahr und unter dem langjährigen Mittel liegen. Im Mietwohnungssegment wird der Preiszuwachs verhalten sein.	↗ (Eigentum)	↗ (Eigentum)
	↗ (Miete)	↗ (Miete)
<i>Performance (Total Return):</i> Die Gesamtergebnisse dürften dieses Jahr etwas tiefer ausfallen als im Vorjahr. Die Cashflow-Renditen sollten sich unseren Erwartungen zufolge ungefähr auf gleicher Höhe wie im letzten Jahr bewegen, mit etwas schlechterem Ausblick bei kommerziellen Immobilien. Dagegen dürften die Wertsteigerungen geringer sein als im Vorjahr.	→	↘

Quelle: Credit Suisse

Marktregulierung: Was lehrt uns der Fall Genf?

Die städtischen Zentren der Schweiz und mittlerweile auch deren angrenzenden Regionen leiden seit Jahren unter Wohnungsnot, ohne dass sich eine Verbesserung der Situation abzeichnen würde. Der Ruf nach Eingriffen in das Marktgefüge, um mehr – und vor allem «erschwinglichen» – Wohnraum zu schaffen, wird immer lauter. Doch Eingriffe in das Preisgefüge stören bekanntlich dessen Koordinationsleistung und führen daher zu kontraproduktiven Ergebnissen. Anschauungsbeispiele liefert hierzu die Genfer Wohnpolitik. Wie kaum in einem anderen Land erlaubt der föderale Staatsaufbau der Schweiz einzelnen Gebietskörperschaften, eigene Wege zur Lösung anstehender Probleme zu gehen. Die Erfahrungen daraus sollten unbedingt genutzt werden, um zu lernen, was man besser machen kann, aber auch, was man tunlichst vermeiden sollte.¹

Langjährige ernste Wohnungsknappheit

Der Ausdruck «pénurie de logement», Wohnungsknappheit, macht in Genf seit Jahren die Runde: Er prägt Wahlkämpfe, ist Thema an Podiumsgesprächen und schreckt Ansiedlungswillige ab. Sinnbildlich für die Situation empfängt ein Departement der Universität Genf seine neuen Studenten mit folgender Warnung: «Genf leidet unter einer ernsten Wohnungsknappheit, besonders für Wohnungen mit moderaten Mietpreisen. Wir empfehlen Ihnen, so früh wie möglich eine Wohnung zu suchen.» Da ist es auch nicht weiter überraschend, dass der Ausdruck «pénurie de logement» im Gesetz des Kantons Genf festgehalten und genau definiert ist – nämlich als Zustand, bei dem weniger als 2% aller Wohnungen frei sind. Tatsächlich liegt die Leerstandsrate im Kanton Genf seit Jahrzehnten unter dieser 2%-Marke und bewegt sich seit 2001 sogar ausnahmslos unter 0.4%. Gemäss Definition leidet Genf also an einer langjährigen, markanten Wohnungsknappheit, die sich mit der Zeit nicht abgeschwächt, sondern akzentuiert hat. Darunter leidet die Standortattraktivität Genfs, eines wichtigen Wirtschaftsmotors der Schweiz. Was sind die Ursachen dieser Knappheit?

Angebot kann mit der dynamischen Nachfrage nicht mithalten

Der Kanton Genf erfuhr in den letzten Jahren einen regelrechten Boom: Allein zwischen 2005 und 2011 wurden 38'165 neue Stellen geschaffen. Unter Berücksichtigung des Beschäftigungswachstums und des Pendelverhaltens schätzen wir, dass Genf im Zeitraum von 2001 bis 2011 mit einer Nachfrage nach 36'700 Wohnungen konfrontiert war. Demgegenüber wurde der Wohnungsbestand im selben Zeitraum lediglich um 21'800 Wohnungen ausgeweitet. Somit kamen seit 2001 pro Jahr 1490 Wohnungen zu wenig auf den Markt, obwohl die Leerstandsrate mit 0.38% bereits 2001 sehr tief war. Entscheidend ist dabei, dass die Wohnbautätigkeit in Genf auf die starke Nachfrage kaum reagierte und entsprechend verhalten blieb. Von 2005 bis 2011 wurde der Wohnungsbestand im Kanton insgesamt um 4% erweitert – also um weniger als 0.7% pro Jahr. Der Wohnungsbestand anderer expandierender Zentren, wie etwa der Region Zürich (6.1%) oder Zug (10.6%), wuchs im selben Zeitraum viel stärker. Das Wohnungsangebot in Genf konnte folglich bei Weitem nicht mit der dynamischen Nachfrage mithalten.

Auswirkungen auf den Genfer Alltag

Diese Entwicklung äussert sich im Genfer Alltag: Täglich pendeln 90'000 Personen aus dem französischen Grenzgebiet nach Genf zur Arbeit, unter anderem weil sie in der Schweiz vergebens nach Wohnungen suchen oder sie nicht bezahlen können. Ihre Zahl hat sich in den letzten zehn Jahren verdoppelt. Diese Grenzgänger sind keineswegs nur Ausländer, sondern vermehrt auch gut ausgebildete Schweizer. Für diese «Exilschweizer» hat sich mittlerweile sogar ein Ausdruck eingebürgert: «expulsés immobiliers» (Immobilien-Ausgewiesene). Jeder dritte Lohnempfänger in Genf wohnt ausserhalb des Kantons. Infolge der vielen Pendler sind überfüllte Züge und Staus an der Tagesordnung. 100'000 Fahrzeuge verkehren täglich zwischen Lausanne und Genf. Die Mietpreise sind wegen der Wohnungsknappheit markant gestiegen und heute in der gesamten Genferseeregion um mehr als 120% höher als noch im Jahr 2000. Zum Vergleich: Im selben Zeitraum sind die Mieten in der gesamten Schweiz um nicht einmal 50% und in keiner anderen Schweizer Region um mehr als 61% gestiegen. Die Preise von Eigentumswohnungen sind im Kanton Genf sogar 3.4-mal teurer als zur Jahrtausendwende – auch dies ein einseitiger Spitzenwert. Kein Wunder, hat auch die subjektive Wahrnehmung der Genfer Bevölke-

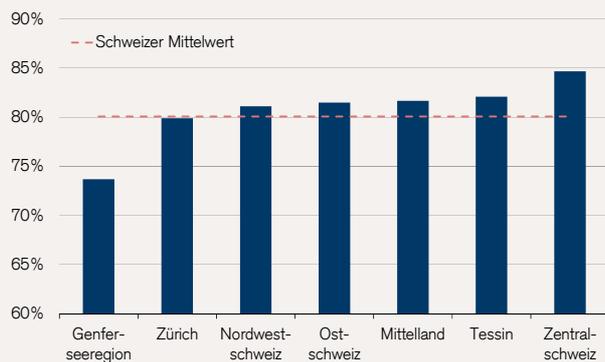
¹ Vergleiche hierzu insbesondere die sehr umfassende Problemanalyse der Genfer Wohnpolitik von Avenir Suisse inklusive Lösungsvorschläge von 2012: Marco Salvi (2012): «Une pénurie fait maison – le malaise immobilier genevois: ses causes, ses remèdes», Avenir Suisse, Zürich.

rung gelitten: Nirgends in der Schweiz sind die Bewohner mit ihrer Wohnsituation unzufriedener als in der Genferseeregion (vgl. Abb. 23), und nirgends sank die Zufriedenheit seit 2010 stärker (vgl. Abb. 24). Auch wenn der Anteil der Zufriedenen 74% der Bevölkerung ausmacht, weicht der Wert doch signifikant vom Schweizer Mittelwert ab. Erwähnenswert ist, dass bei dieser Erhebung nur die Ansässigen befragt wurden, die Befindlichkeiten der «expulsés immobiliers» darin also nicht berücksichtigt wurden. Warum nimmt Genf in der Schweiz eine derartige Sonderstellung ein?

Abbildung 23

Absolute Zufriedenheit mit der Wohnsituation

In % der Befragten



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abbildung 24

Veränderte Zufriedenheit mit der Wohnsituation

Abweichung der Zufriedenheit vom Schweizer Mittelwert, in Prozentpunkten



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Richtige Ziele – unerwünschte Ergebnisse

Auffallend ist, dass der Genfer Boden- und Wohnungsmarkt zu den am stärksten regulierten in der Schweiz zählt. Das Ziel der staatlichen Eingriffe ist es, der Bevölkerung bezahlbare Wohnungen bieten zu können. Tatsächlich sind Wohnungen in Genf aber heute rar, und die Mieten sind so stark gestiegen wie nirgends sonst in der Schweiz. Es gibt nun Stimmen, die ebendiesen staatlichen Eingriffen die Schuld geben, aber auch solche, die überzeugt sind, dass diese Eingriffe einfach nicht weit genug gegangen sind. Sollen die Ursachen für die Genfer Wohnungsknappheit ergründet werden, ist folglich die Frage zu beantworten, ob die Knappheit *trotz* oder *wegen* der Regulierungen entstand. Dazu lohnt sich ein analytischer Blick auf die einzelnen Regulierungsbestimmungen.

Beschränkte Bauzonen

Zunächst einmal ist der Bodenmarkt im Kanton Genf sehr beschränkt. Dies ist nicht nur geografischen Gegebenheiten zuzuschreiben, sondern auch dem Umstand, dass Genf von einem grosszügigen grünen Gürtel, der Agrarzone, umgeben ist. Diese Agrarfläche macht gemäss der letzten gesamtschweizerischen Arealstatistik 46% der gesamten Nutzfläche des Kantons aus, was knapp unter dem schweizerischen Durchschnitt von 48% liegt. Nimmt man die kantonale Zonenstatistik von 2012 zur Hand, macht die Agrarfläche von Genf sogar 53% der gesamten Nutzfläche aus. Damit leistet sich Genf als städtisch geprägter Kanton einen grösseren Anteil an Agrarfläche als eher ländliche Kantone wie Basel-Landschaft oder Solothurn. Grünflächen erhöhen zweifelsohne die Lebensqualität von städtischen Gebieten, sie gehen aber auch mit Opportunitätskosten einher. Im Fall Genf begrenzt die Agrarfläche die Bauzonen, schränkt damit die baulichen Platzverhältnisse weiter ein und zwingt Wohnungssuchende zum Ausweichen, zum Teil bis in den Kanton Freiburg bzw. ins Unterwallis. Anstelle von Genfer Agrarflächen werden dann einfach Freiburger Agrarflächen überbaut – mit den bekannten Folgen wachsender Pendlerströme.

Renditebeschränkungen hemmen Investitionen im Wohnungsbau

Allerdings ist die Beschränkung der Bauzone nicht allein dafür verantwortlich, dass in Genf nicht genügend Wohnungen gebaut werden. Die Bauzone selbst ist nochmals in eine normale Zone und die «zone de développement» aufgeteilt. Letztere Zone, die sich wie eine zusätzliche Schicht über die eigentlichen Bauzonen spannt, macht rund ein Drittel der Baulandflächen aus und verfolgt in erster Linie das Ziel der Verdichtung. In der «zone de développement» ist der Wohnungsmarkt sehr strikt reguliert. Hier bestimmt der Staat über die Boden- und Mietpreise sowie die Höhe der Rendite neuer Liegenschaften. Damit soll verhindert werden, dass Renditeobjekte

entstehen, die sich nicht an den Bedürfnissen der Bevölkerung orientieren. Den Investoren wird zwar eine Rendite zugesichert, doch beschränkt der Staat den Baulandpreis momentan auf höchstens CHF 1238 pro m². Im Median schätzt Wüest & Partner den Marktwert von Bauland für Mehrfamilienhäuser in Genf allerdings auf ungefähr CHF 4520 pro m², wobei die Preisspanne breit ist. Folglich wird der effektive Baulandpreis nicht nur massiv unterschätzt, sondern er kann bei erhöhter Nachfrage auch nicht steigen. Daher entgeht Investoren die Wertänderungsrendite, was das Verfolgen von Bauprojekten vergleichsweise unattraktiv macht.

Bürokratie blockiert Wohnbautätigkeit

Weiter ist im Genfer Gesetz bestimmt, dass neue Liegenschaften in der «zone de développement» einen Mindestanteil an Sozialwohnungen enthalten müssen oder dass ein Teil der Liegenschaft dauerhaft dem Staat oder einer nicht gewinnorientierten Organisation gehört, die dort Sozialwohnungen einrichtet. Das Ziel dieser Politik ist es, in Genf zwischen 2007 und 2017 35'000 Sozialwohnungen entstehen zu lassen, um so der Wohnungsknappheit und den hohen Mieten entgegenzutreten. Gefördert wird dieses Vorhaben von staatlicher Seite mit jährlich CHF 35 Millionen. Das Resultat ist bisher ernüchternd: Seit 2007 wurden pro Jahr insgesamt nicht mehr als 1850 Wohnungen gebaut, mit einem Maximalanteil von 552 Sozialwohnungen. Die CHF 35 Millionen, die der Staat pro Jahr in den Sozialwohnungspark investiert, sind ein Tropfen auf den heissen Stein. Das Ziel, die Wohnungsknappheit zu beseitigen, scheint nur erreichbar, wenn sich vermehrt Private am Wohnungsbau beteiligen. Die Miet-, Bodenpreis- und Renditekontrollen reduzieren allerdings den finanziellen Anreiz für den Bau neuer Wohnungen. Die verschiedenen Auflagen komplizieren die Planung und Bewilligung der Wohnprojekte und machen Bauvorhaben damit noch unattraktiver.

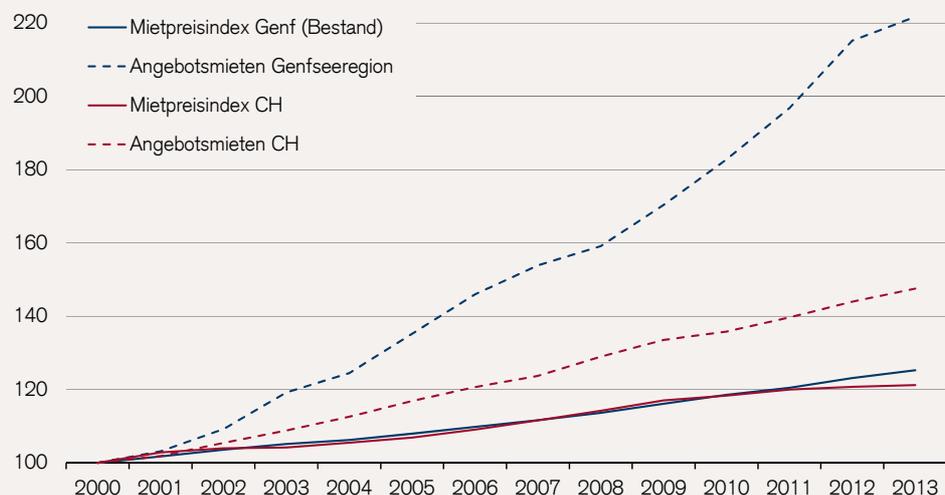
Neumieter werden diskriminiert

Im Genfer Wohnungsmarkt trifft demnach eine hohe Nachfrage auf ein unzureichendes Angebot, das zudem zu grossen Teilen preislich reguliert ist. Als Folge entlädt sich der Nachfrageüberhang mit voller Wucht auf dem unregulierten Teil des Angebots und löst dort die steilen Preisanstiege aus, für die Genf mittlerweile berühmt ist (vgl. Abb. 25). Nicht alle in Genf Ansässigen zahlen jedoch überbezahlte Mieten: Die Genfer Wohnungspolitik schafft im Namen des Mieterschutzes Insider (Bestandesmieter), die verhältnismässig sehr tiefe Mieten zahlen. Dies geht auf Kosten der Outsider (Neumieter), die dafür die höchsten Mieten in der Schweiz stemmen müssen – sofern sie überhaupt eine Wohnung finden. Zu diesen Verlierern zählen in erster Linie Neuankömmlinge, junge Mieter auf der Suche nach ihrer ersten Wohnung und junge Familien, die keine passenden oder nur überbezahlte Wohnungen finden. Diese Diskriminierung ist eine zwangsläufige Folge des Mietrechts und auch andernorts in der Schweiz zu beobachten. Weil das Angebot dort aber weniger stark reguliert wird, sind die Mietpreisdifferenzen – und damit auch die diskriminierenden Effekte – viel geringer.

Abbildung 25

Offizielle Mietpreisindizes und Angebotsmieten im Vergleich

Index: 2000 = 100



Quelle: Bundesamt für Statistik, Schweizerische Nationalbank, Office cantonal de la statistique Genève, Credit Suisse

10 Jahre warten auf den sicheren Jackpot

Ganz unattraktiv ist bauen in Genf trotzdem nicht, denn in den Wohnhäusern der «zones de développement» werden nicht nur Mietwohnungen gebaut. Promotoren dürfen einen Teil der erstellten Wohnungen auch als Eigentumswohnungen verkaufen. Dabei gelten jedoch staatlich festgelegte Preise von rund CHF 6500 pro m². Der Staat will damit mittelständischen Familien Wohneigentum zu erschwinglichen Preisen ermöglichen. Diese Preise sind ähnlich für alle Quartiere und gelten auch im Fall eines Wiederverkaufs während der ersten zehn Jahre. Solche Eigentumswohnungen sind natürlich heiss begehrt. Nach einer Wartezeit von zehn Jahren können die zu nicht marktgerechten, vom Staat festgelegten Preisen erworbenen Wohnungen auf dem freien Markt für einen viel höheren Preis verkauft werden. Daraus resultieren Gewinne von 50% und mehr, die mittels Fremdkapitalaufnahme noch beträchtlich gehebelt werden können. Es erstaunt daher nicht, dass es einen Run auf diese Wohnungen gibt und diese nicht nur mittelständische Familien anziehen.

Ein Markteingriff provoziert den nächsten

Zu Beginn des letzten Jahres wurde die «Affaire des Tulettes» in Cologny publik. In einer Grossüberbauung von 250 Wohnungen wurden 149 Einheiten als Eigentumswohnungen verkauft. In der Folge stellte sich heraus, dass bloss gut 20 Inhaber ihre Eigentumswohnung auch selber bewohnten. Viele Eigentümer hatten zwei, drei oder mehr Wohnungen gekauft und vermietet. Nach zehn Jahren können sie Kasse machen. Solche Praktiken sind völlig legal, entsprechen jedoch nicht dem Geist der Regulierung. Demnächst will die Genfer Regierung dieses Schlupfloch stopfen, indem der Erwerb nur noch erlaubt wird, wenn die Objekte von den Eigentümern selber bewohnt werden. Das Beispiel zeigt, dass Eingriffe in den Markt weitere Eingriffe nach sich ziehen. Vielfach ergeben sich regelrechte Regulierungskaskaden, weil immer neue Schlupflöcher auftauchen. Das Problem verschiebt sich daher jeweils nur, der Markt erstickt jedoch mit der Zeit am Übermass der Bestimmungen und kann seine Funktion der Versorgung mit Wohnraum nicht mehr erfüllen.

Überalterter Wohnungs- park, weil Renovations- anreize fehlen

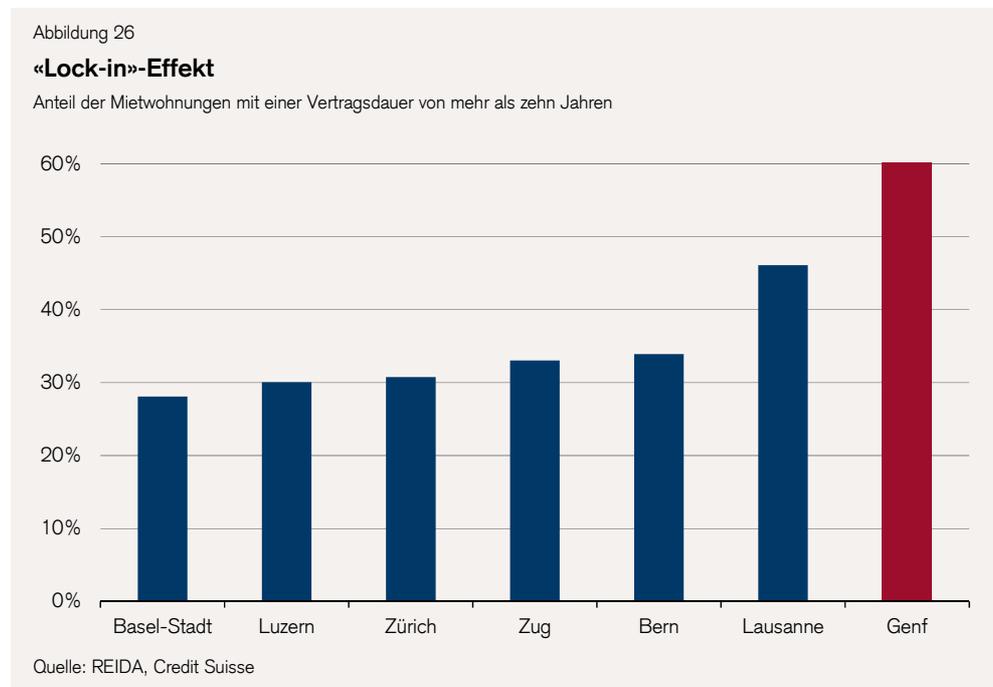
Auch für bereits bestehende Bauten gibt es mit dem Gesetz zu Abbrüchen, Umbauten und Renovationen von Wohnhäusern (Loi sur les démolitions, transformations et rénovations de maisons d'habitation, LDTR) ein in der Schweiz einzigartiges Gesetzeswerk. Abbrüche von Wohngebäuden sind gemäss LDTR nur erlaubt, wenn es die hygienische Sicherheit oder das öffentliche Interesse verlangt oder wenn die Ersatzneubauten eine erhebliche Erhöhung der Wohnfläche ermöglichen. Umnutzungen von Wohnungen sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mit diesen Beschränkungen will das Gesetz verhindern, dass Wohnungen zugunsten von Gewerbeflächen verschwinden, was angesichts der Wohnungsknappheit durchaus sinnvoll erscheint. Weiter werden Abbrüche und auch Umbauten nur bewilligt, wenn die neuen oder umgebauten Wohnungen dem Bedürfnis der Bevölkerung entsprechen. Mit diesem Bedürfnis sind insbesondere «bezahlbare» Mietzinsen gemeint. Dieser «bezahlbare» Mietzins orientiert sich am steuerbaren Medianeinkommen und wird vom Staatsrat alle zwei Jahre angepasst. Er darf nach Umbauten während drei bis fünf Jahren und für Ersatzbauten nach Abbrüchen während fünf bis zehn Jahren nicht erhöht werden. Dies führt dazu, dass die Kosten nur bedingt oder zum Teil gar nicht auf die Mieter überwältigt werden können und dass Vermieter den Anreiz haben, ihre Wohnhäuser nur bei äusserster Notwendigkeit zu renovieren oder zugunsten von Ersatzbauten abzubauen. Die Erneuerung der Fassaden zählt beispielsweise nicht zu den absolut notwendigen Sanierungsmassnahmen. Entsprechend vermitteln etliche Gebäude in Genf einen heruntergekommenen Eindruck, was der Attraktivität der Stadt schadet – ein weiteres Beispiel eines unerwünschten Folgeeffekts der Regulierung.

Bauliche Weisheiten wer- den in Genf ausser Kraft gesetzt

So kommt es, dass Genf nicht nur zu wenige, sondern auch überalterte Wohnungen hat: Mehr als 80% der Wohnungen wurden seit 40 oder mehr Jahren nicht mehr renoviert. Auch das ist unter den Schweizer Städten ein einsamer Spitzenwert. Zudem wird der Wohnungspark durch das LDTR nicht effizienter gestaltet: Alte Gebäude werden nicht abgerissen und durch neue mit grösserer Wohnfläche ersetzt, und es gibt weniger Umbauten, die neue Wohnungen (etwa in Dachgeschossen) schaffen. Dadurch wird die Wohnungsknappheit zusätzlich verschärft. Wird darüber hinaus renoviert, dann sehr ineffizient. Bautechnisch werden in der Schweiz üblicherweise gleich mehrere Wohnungen entlang derselben Steigzone renoviert. In Genf ist dagegen die Renovation von Wohnung zu Wohnung üblich, sodass beispielsweise nur ein Teil der vertikal verlaufenden Rohre ersetzt werden kann. Im Endeffekt verteuert dies Renovationen unnötigerweise, ohne dass Vermieter oder Mieter etwas davon hätten. Das LDTR zielte eigentlich auf eine Aufstockung des Wohnungsbestandes ab, doch geerntet hat man mehrheitlich unerwünschte Entwicklungen.

Blockade im Wohnungsmarkt infolge starken Mieterschutzes

Hinzu kommt der schweizweit geltende Mieterschutz, der in Kombination mit der angebotsseitigen Regulierung verstärkt zur Blockade des Wohnungsmarktes beiträgt. Der Mieterschutz limitiert das Ansteigen der Mieten, wenn die Mieter in ihrer Wohnung bleiben. Je länger ein Mietvertrag läuft, umso grösser wird dabei die Differenz zwischen der Bestandesmiete und der auf dem Markt bezahlten Miete. Das grosse Preisgefälle führt dazu, dass es in Genf viel weniger Mieterwechsel gibt. Bestandesmieter verharren in Wohnungen, die gemessen an ihren Bedürfnissen zu gross, aber dennoch billiger als kleinere Wohnungen nach einem Umzug sind. Dadurch wird der Wohnungsmarkt in Genf weitgehend blockiert und ineffizient. **Abbildung 26** zeigt, dass Genf unter den Schweizer Städten den höchsten Anteil an lang dauernden Mietverträgen aufweist und sich der so genannte «Lock-in»-Effekt dort somit weitaus stärker manifestiert als in anderen Schweizer Zentren. Andernorts führen der Mieterschutz und andere Instrumente wie die Kostenmiete zwar auch zu solchen «Lock-in»-Effekten, aber in geringerem Ausmass. Bestätigt wird dieser Befund auch durch eine schwache Umzugsrate. Diese ist in Genf mit weniger als 11% des gesamten Wohnungsparks denn auch tiefer als in ländlichen Gebieten wie Glarus oder Nidwalden, obwohl Umzugsquoten in ländlichen Gebieten typischerweise tiefer sind als in Städten. Wird die internationale Migration abgezogen und werden nur die innerkantonalen und die intrakantonalen Umzüge gemessen, weisen einzig die Bergkantone Uri, Graubünden und Tessin eine geringere Umzugsrate als Genf auf.



Verdichten im erweiterten Stadtgebiet

Die Genfer Wohnungsknappheit besteht also nicht *trotz*, sondern – in erheblichem Ausmass – *wegen* der staatlichen Regulierungen. Das eigentliche Problem in Genf ist, dass drei Ziele verfolgt werden, die miteinander in Konflikt stehen: Genf will weiter wachsen, moderate Mieten garantieren und die grosszügige Agrarfläche beibehalten. Wenn Genf weiter wachsen will, braucht es entweder mehr Wohnungen und damit grössere Bauzonen – oder aber die Mieten steigen weiter stark an. Eine naheliegende Lösung des Zielkonflikts ist die Verdichtung. Am 9. Februar 2014 wurde über einen Gesetzesvorschlag abgestimmt, der verdichtetes Bauen in Genf vorschreibt. Dies wäre also sicher ein Schritt in die richtige Richtung. Allerdings ist die Bevölkerungsdichte im Stadtzentrum von Genf mit 11'800 Einwohnern pro km² bereits 2.7-mal höher als im Stadtzentrum von Zürich, und es ist deshalb fraglich, wie stark hier noch verdichtet werden kann. Im erweiterten Stadtgebiet von Genf hingegen ist die Dichte mit 540 Einwohnern pro km² nur halb so hoch wie im entsprechenden Gebiet von Zürich. Die Verdichtung muss also vor allem im erweiterten Stadtgebiet stattfinden. Daneben bestehen auch Pläne, bis 2030 mittels Umzonungen aus der Agrarzone einen aktiveren Bau von Wohnungen zu ermöglichen. Gemäss Richtplan sind bis 2030 auf Basis verschiedener Massnahmen insgesamt 50'000 zusätzliche Wohnungen vorgesehen. Das käme praktisch einer Verdoppelung der bishe-

rigen Kadenz gleich. Ob sich diese neuen Ziele besser erreichen lassen, ist fraglich. Die 2006 erfolgte Änderung, wonach in den «zones de développement» nicht mehr volle zwei Drittel, sondern nur noch ein Drittel subventionierte Wohnungen entstehen müssen, brachte zwar eine Lockerung der Regulierung, wirkte sich jedoch auf die Wohnungsproduktion nicht signifikant aus.

**Fazit: Statt Win-Win-
resultiert eine Lose-Lose-
Situation**

Die Wohnungsmarktregulierung des Kantons Genf hat ihre Ziele in den letzten Jahren deutlich verfehlt. Die Eingriffe in das Preisgefüge sind nicht ohne Kollateralschäden geblieben, die je länger je mehr sichtbar werden. Mangels ausreichender Anreize bleibt das Angebot hinter der Nachfrage zurück, was in einem Markt mit einem hohen Anteil an regulierten Preisen umso höhere Preisanstiege bei den Wohnungen im freien Markt nach sich zieht und ein hohes Mass an Ungerechtigkeit zwischen Insidern und Outsidern schafft. Die Agglomeration Zürich beispielsweise war in den letzten Jahren einem ähnlichen Nachfragedruck ausgesetzt wie Genf, schaffte es aber dank geringerer Regulierung besser, die neue Nachfrage zu befriedigen und als Wohnungsmarkt attraktiv zu bleiben. Die Bestandesmieter als vermeintliche Gewinner der Genfer Wohnmarktpolitik sind ebenfalls nicht zufrieden, wie die [Abbildung 23](#) verdeutlicht. Sie sehen sich zunehmend mit einer schlechten Wohnqualität konfrontiert und verharren auch dann in ihren Wohnungen, wenn diese nicht mehr ihren Bedürfnissen entsprechen. Der derart regulierte Wohnungsmarkt produziert also nicht nur zu wenige Wohnungen, sondern sorgt auch für eine suboptimale Verteilung derselben. Ganz zu schweigen von den Verdichtungspotenzialen, die mangels Erneuerungsanreizen und infolge der fortschreitenden Zersiedelung durch die «expulsés immobiliers» unausgeschöpft bleiben.

**Marktmechanismen
ausnutzen und nicht
einschränken**

Das Praxisbeispiel Genf liefert ausreichend Anschauungsmaterial, um bei den Herausforderungen, denen sich die Wohnungsmärkte in den Zentren der Schweiz ausgesetzt sehen, nicht dieselben Fehler zu wiederholen. In erster Linie sollte darauf verzichtet werden, einen irgendwie gearteten «gerechten Preis» zu definieren. Einen solchen gibt es in einem freien Markt nicht. Der Preis ist stets das Resultat von Angebot und Nachfrage. Nur als Ergebnis eines freien Marktes bildet der Preis alle relevanten Informationen ab und führt zu sinnvollen Allokationen. Will man günstige Mietpreise, so sind Anreize für ein möglichst grosses Angebot zu setzen. Dabei ist ein Mindestmass an Regulierung in Form eines moderaten Mieterschutzes, einer Subjekthilfe für minderbemittelte Haushalte oder auch einer Mehrwertabschöpfung von Aufzoninggewinnen aus ökonomischer Warte kein Widerspruch und durchaus zielführend, um Marktergebnisse in die von der Gesellschaft gewünschte Richtung zu korrigieren. Dazu sollten die Marktmechanismen aber möglichst wenig eingeschränkt werden.

Büroflächen

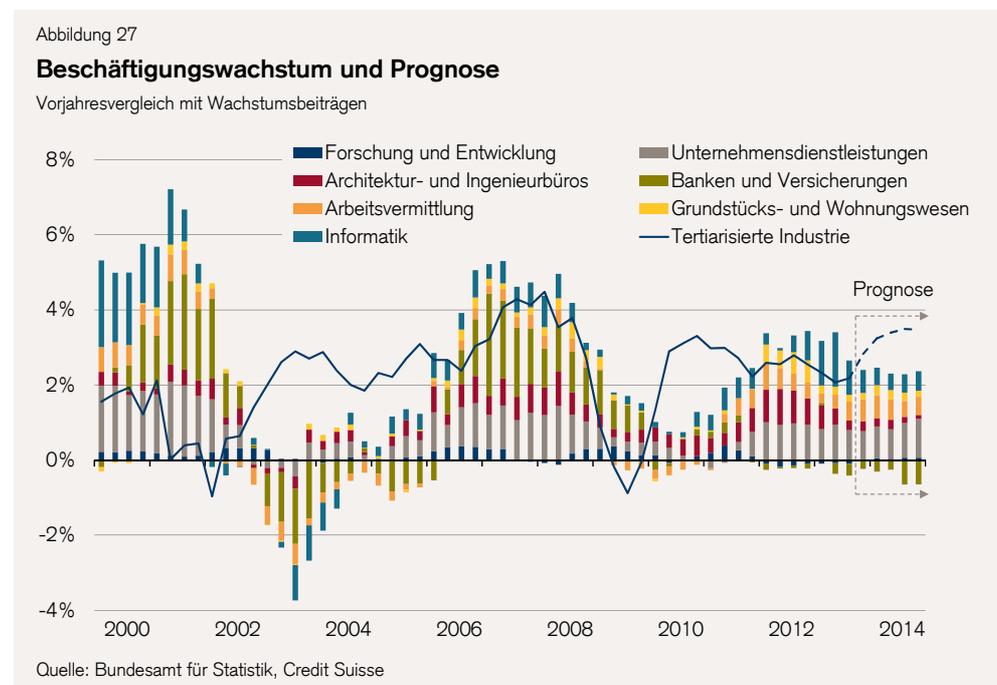
Im Schatten der Überhitzungsdiskussionen am Wohnungsmarkt hat sich am Büroflächenmarkt ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage entwickelt. Die tiefen Zinsen heizen den Bau neuer Bürogebäude seit geraumer Zeit an. Spätestens seit 2009 deckt sich jedoch das wachsende Angebot im Bestand immer weniger mit den Präferenzen und dem quantitativen Flächenbedarf vieler Dienstleistungsbranchen, die Einsparungen mittels Flächenoptimierungen anstreben. Wo liegen die Probleme im Detail, wo droht das grösste Überangebot, und wie lange wird es dauern, bis Angebot und Nachfrage wieder dem Gleichgewicht entgegensteuern?

Nachfrage: Wenig flächenwirksame Beschäftigungsentwicklung

Solide Beschäftigungsentwicklung hält an, aber Wachstumstreiber ändern sich

Die Nachfrage nach Büroflächen wies 2012 und 2013 kaum Schwankungen auf. Vor allem baunahe Dienstleister, Unternehmensberater und anderweitige Unternehmensdienstleister sowie Informatikunternehmen sind im letzten Jahr beschäftigungsmässig gewachsen und gehörten zu den Hauptinteressenten für Büroflächen. Im Laufe des Jahres rechnen wir indessen mit einer Veränderung hinsichtlich der Wachstumstreiber. Für baunahe Dienstleistungen wie Architekten und Ingenieure sowie Immobilienunternehmen erwarten wir aufgrund von Sättigungstendenzen im zuletzt stark gewachsenen Markt eine verlangsamte Wachstumsdynamik.

Dagegen dürften der robuste konjunkturelle Ausblick und die besseren Aussichten für exportorientierte Unternehmen dafür sorgen, dass klassische Unternehmensdienstleistungen wie Beratungen, Anwaltskanzleien oder PR- und Marketingagenturen wieder stärker wachsen. Sparanstrengungen der öffentlichen Hand dürften derweil den starken Beschäftigungsanstieg in der Verwaltung bremsen. Schwierig bleibt überdies das Markt- und Beschäftigungsumfeld in der Finanzindustrie (vgl. Abb. 27). Der Ausfall der Finanzindustrie als Flächennachfrager ist ein wesentlicher Grund dafür, dass der Flächenbedarf im aktuellen Zyklus auf einem flacheren Wachstumspfad verläuft.



Rationalisierung beschleunigt betriebliche Tertiarisierung

Aufgrund verbesserter Exportaussichten dürfte die Nachfrage nach Büroflächen nicht nur dank des Beschäftigungsaufbaus in den klassischen Bürobranchen anziehen, sondern auch dank neuer Dienstleistungsarbeitsplätze in Industriebetrieben (vgl. Abb. 27). Die auf Wechselkursfaktoren und Nachfrageschwäche beruhenden Marktschwierigkeiten der letzten Jahre haben viele

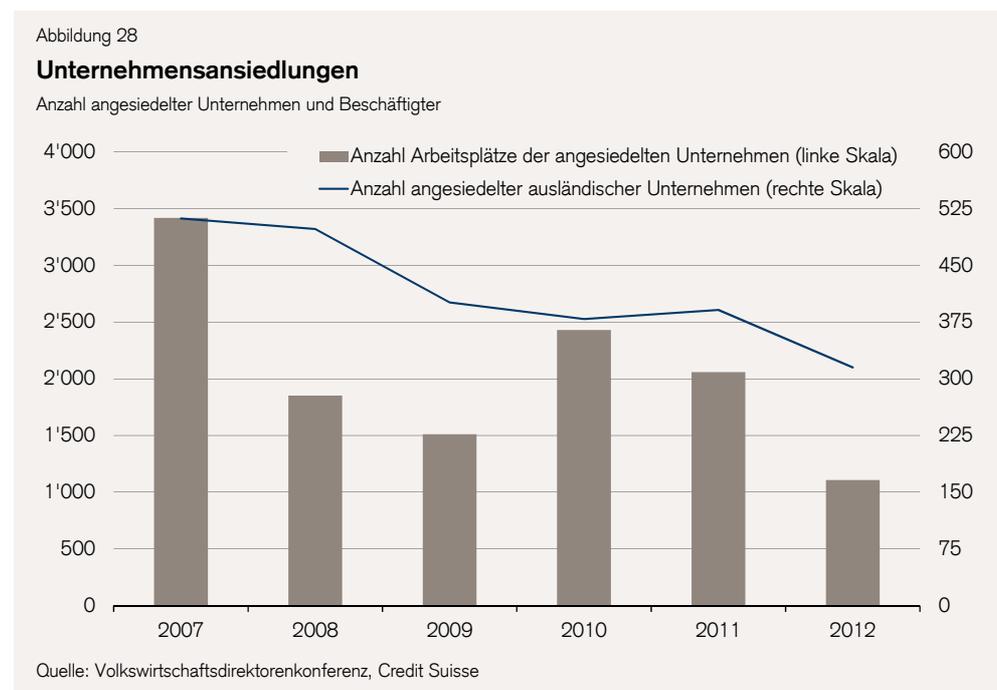
Unternehmen zu Rationalisierungsmassnahmen gezwungen. Die Entwicklungs- und Steuerungsarbeit in der industriellen Automation wird typischerweise am Büroarbeitsplatz verrichtet, sodass der Bedarf an Dienstleistungsflächen in der Industrie weiter steigen wird. Deutlich zum Ausdruck kommt diese Entwicklung in der Veränderung der Beschäftigungsstruktur der Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM): Gemäss Swissmem stieg der Anteil der Beschäftigten im Bereich Forschung, Entwicklung und Projektierung von 15.4% im Jahr 2009 auf 19.6% im Jahr 2012. Dagegen schrumpfte der Anteil der Beschäftigten im Bereich Produktion, Montage und Unterhalt im gleichen Zeitraum von 52.5% auf 45.2%.

Nachfragedämpfer 1: Industrieunternehmen bauen Dienstleistungsflächen selbst

Das doppelt robuste Beschäftigungswachstum (Bürobranchen und betriebliche Tertiarisierung) äussert sich dennoch nur begrenzt in einer zunehmenden Flächennachfrage. Drei Bremsklötze verzögern die Nachfrageentwicklung. Erstens sind Industrieunternehmen auch im Fall erhöhter Ansprüche an die Dienstleistungsflächen selten Nachfrager von klassischen Mietliegenschaften. Sie bauen und nutzen in der Regel ihre eigenen Immobilien, die branchenspezifischen Anforderungen genügen müssen und häufig eine Mischung aus Produktionsstätte, Dienstleistungsgelände und Logistikzentrum sind. Der Mietmarkt stellt den Bedürfnissen solcher hybrider Unternehmen verschiedener Branchen kaum ein adäquates Angebot gegenüber. Nur bei eindeutigen betrieblichen und geografischen Trennungen von Verwaltungseinheiten treten diese Unternehmen als Mieter von Büroflächen auf. Die bekanntesten Beispiele dafür sind die Hauptsitzaktivitäten grosser Industriekonzerne in Zürich, Zug und Genf.

Nachfragedämpfer 2: Standortattraktivität leidet unter Steuerreform und Regulierungen

Zweitens wird es immer schwieriger, ebendiese internationalen Firmen für neue Mietflächen zu gewinnen. Die Anzahl neu angesiedelter Unternehmen und besonders die Anzahl neuer Arbeitsplätze, die dadurch geschaffen werden, sind seit 2007 markant gesunken (vgl. Abb. 28). Die Gründe dafür sind vielfältig, doch die Planungsunsicherheiten aufgrund der noch ungewissen Ausgestaltung der Unternehmenssteuerreform III (USR III) dürften für diese Abschwächung eine zentrale Rolle spielen. Die Schweiz muss als Reaktion auf den zunehmenden internationalen Druck bestehende Sonderregelungen bei der Gewinnsteuer abschaffen und neue Lösungen finden, um die internationale Standortattraktivität zu wahren. Im Zentrum stehen zwei Massnahmen: Die Senkung der ordentlichen Gewinnsteuersätze auf 12%–14% und die Einführung neuer Sonderregelungen wie der «Lizenzbox». Der Beschluss dieser Massnahmen steht noch aus, und deren Umsetzung dürfte frühestens 2018 beginnen.



Internationale Unternehmen auf Standortsuche werden voraussichtlich auf ein klares Zeichen warten, um abschätzen zu können, wie zuverlässig die Standortattraktivität in Zeiten steuerlicher Reformen und wirtschaftsfeindlicher Initiativen langfristig ist. Daher dürfte auch 2014 kaum mit

Nachfragedämpfer 3: Viele Grossunternehmen haben Flächenoptimierung vorerst abgeschlossen

Nachfrageimpulsen seitens internationaler Unternehmen zu rechnen sein, und im schlechtesten Fall wird sich das eine oder andere ansässige Unternehmen gar dazu entschliessen, dem Land den Rücken zu kehren.

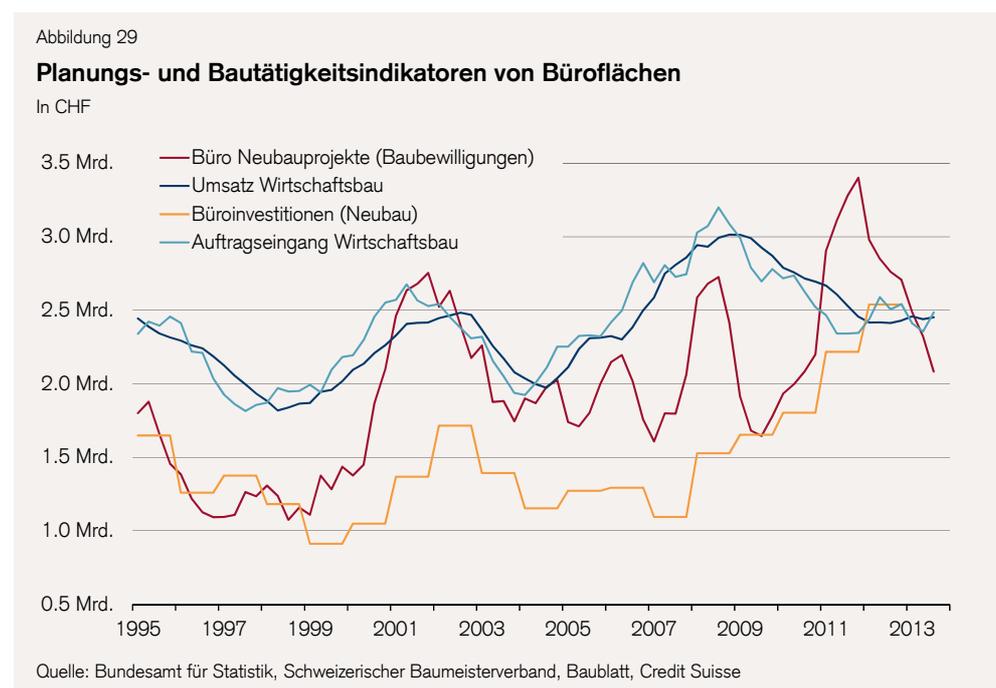
Drittens dürfte das Beschäftigungswachstum nicht direkt in einer zusätzlichen Flächennachfrage münden, weil grosse Teile des Nachfragepotenzials über die letzten fünf bis zehn Jahre abgeschöpft wurden. Die Liste an wertschöpfungsstarken, aussichtsreichen und grossen Dienstleistungsunternehmen, die in den letzten zehn Jahren neue und grosse Flächen bezogen haben oder dies in Kürze tun werden, ist lang und geografisch breit gestreut. Fast alle grossen Unternehmensberatungen, Steuerprüfer, Versicherungen, Banken oder banknahen Dienstleister sowie IT- und Kommunikationsunternehmen haben Flächenoptimierungen vorgenommen oder sind in diesem Prozess weit fortgeschritten. Dank einer effizienteren Raumnutzung in modernen Arbeitswelten benötigen sie in den neuen Liegenschaften in der Regel weniger Platz als in den alten und haben oftmals Pufferzonen eingerichtet, in denen das robuste Bürobeschäftigungswachstum zunächst noch Platz findet.

Wir schätzen, dass wertschöpfungsstarke Dienstleistungsunternehmen mit mehr als 200 Beschäftigten in den letzten fünf Jahren neue Flächen in der Grössenordnung von 850'000 m² bezogen haben oder dies in Kürze tun werden. Das entspricht einem Drittel der Mietflächen, die Unternehmen dieser Kategorie insgesamt ungefähr benötigen (2.5 Mio. m²). Das Mieterpotenzial für neue Flächen reduziert sich dadurch auf rund 1.7 Mio. m², sodass jährlich 15% der Beschäftigten auf neue Flächen verlagert werden müssten, um alle neu geplanten Mietliegenschaften aufnehmen zu können. Entsprechend intensiv werden jene Unternehmen umworben, von denen man weiss, dass ihr Optimierungspotenzial aufgrund älterer Liegenschaften hoch ist. Der Verdrängungswettbewerb auf dem Büroflächenmarkt ist bereits in vollem Gange und die Verhandlungsmacht von Mietern entsprechend hoch.

Angebot: Tiefzinsphase hat zyklisches Überschiessen verstärkt

Zwei Ausweitungsphasen seit 2000

Mit Blick auf die Umsatzentwicklung im Wirtschaftsbau sind zwei Wellen hoher Bautätigkeit im Bereich kommerziell genutzter Liegenschaften über die Schweiz gerollt. Die erste fand 2002 ihren Höhepunkt und bewirkte vielerorts noch Jahre später erhöhte Sockelleerstände. Die zweite Welle baute sich bis 2009 auf und ebte anschliessend rezessionsbedingt ab, blieb aber bis heute absolut gesehen kräftig. Die Bauinvestitionen für neue Dienstleistungsgebäude sind mit etwas Verzögerung 2011 und 2012 entsprechend stark gestiegen (vgl. Abb. 29).



Zinsbedingt überhöhtes Neu- und Umbauvolumen

Eine Anomalie im Vergleich zu früheren Ausweitungsphasen ist jedoch, dass gemäss Baubewilligungen immer noch sehr viel geplant wird, obwohl der Büroflächenmarkt den Wandel zu einem Mietermarkt seit längerem vollzogen hat und die Sockelleerstände auf deutlich höherem Niveau verblieben sind als im letzten Zyklus. In den Umsatzzahlen des Wirtschaftsbaus kommt diese Entwicklung zwar nur in Form eines anhaltend hohen Niveaus zum Ausdruck, die Statistik der Bauinvestitionen spricht aber eine klare Sprache. Die Investitionen in Büroflächen lagen im Jahr 2012 mit 48% markant über dem letzten zyklischen Hoch (vgl. Abb. 29). Es dürfte dem tiefen Zinsniveau zuzuschreiben sein, dass sich die Planung von Büroflächen trotz erfolgter Trendwende am Markt nur zögerlich abschwächt. Die Volumen sowohl der bewilligten Umbauten als auch der Neubauten liegen daher nach wie vor deutlich über dem langjährigen Mittel.

Zyklischer Höhepunkt der Bautätigkeit 2013 erreicht

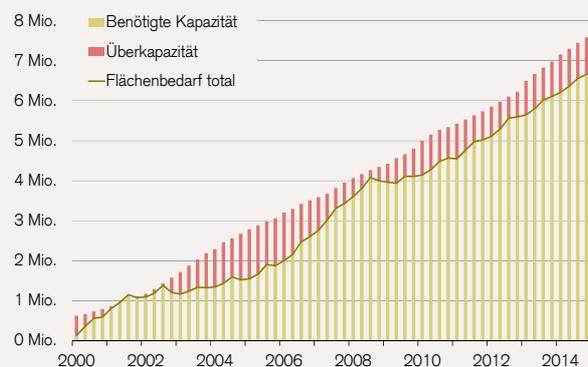
Allmählich beginnt sich der Markt jedoch selbst zu regulieren, denn meistens erfolgt der Baustart erst, wenn eine gewisse Vorvermietung der Liegenschaft erreicht ist. Die zuvor beschriebene verhaltene Nachfrageentwicklung sowie das wachsende Überangebot lassen die Vorvermietungsquote zu einer immer höheren Hürde werden, weshalb sich der Bau neuer Mietflächen vielerorts in die Länge zieht. Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass sich die Realisierung der noch ausstehenden Projekte zeitlich weiter verzögern oder gar hinfällig werden wird. Investitionsmässig dürfte der Höhepunkt der Flächenproduktion 2013 erreicht worden sein. Eine markante Abschwächung des Investitionsniveaus und damit eine baldige Korrektur der zyklischen Überproduktion sind angesichts der auf hohem Niveau verharrenden Planungszahlen aber bis 2015 nicht zu erwarten.

Mehr als 1 Mio. m² Überkapazität bis 2015

Verzögerte Baustarts infolge mangelnder Vorvermietung können Überkapazitäten am Schweizer Büroflächenmarkt somit nicht mehr verhindern. Dafür dauert die zu Überinvestitionen verleitende Tiefzinsphase schon zu lange. Die Gesamtkapazität des Schweizer Büroflächenmarktes liegt bei rund 50 Mio. m². Davon dürften zwei Drittel von Industrie- und Dienstleistungsunternehmen selbst genutzt werden. Weil diese Unternehmen bei Neufächen als Bauherren auftreten und die Büros nach Fertigstellung selbst beziehen, dürften die Überkapazitäten in diesem Bereich gering ausfallen. Entsprechend ist davon auszugehen, dass die Überkapazitäten vorrangig auf die rund 15 Mio. m² frei vermietbaren Flächen entfallen. Unseren Schätzungen zufolge wurde seit 2001, als der Markt weitestgehend im Gleichgewicht war, eine Überkapazität von 900'000 m² an Büroflächen aufgebaut (inklusive der Leerstände aus der Teilerhebung der öffentlichen Statistik, vgl. Abb. 30).

Abbildung 30

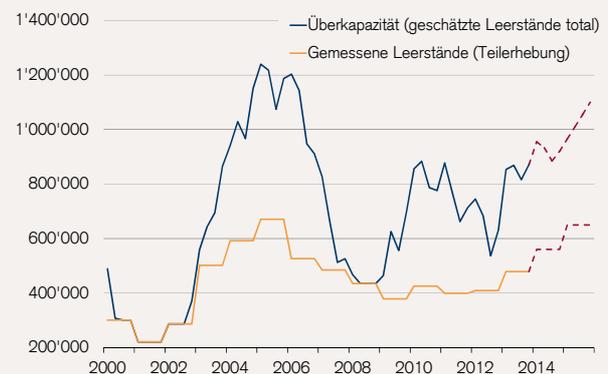
Flächenbedarf und Flächenwachstum

Kumuliert seit 2000, in m²

Quelle: Baublatt, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abbildung 31

Überkapazität und Leerstandsentwicklung

Leerstände in m² (Teilerhebung entspricht 43% des Büroflächenmarktes)

Quelle: Statistische Ämter, Credit Suisse

Damit revidieren wir unsere letztjährige Schätzung des Überangebots deutlich nach oben, was erstens durch die seither weiterhin dynamische Flächenplanung und zweitens durch die Berücksichtigung des rückläufigen Flächenverbrauchs pro Mitarbeiter bedingt ist. Die hohe Korrelation der gesamten Überkapazitätsentwicklung mit den messbaren Leerständen untermauert diese Schätzung (vgl. Abb. 31). Wir rechnen daher damit, dass die offiziell messbaren Leerstände bis

2015 von heute 480'000 m² auf 650'000 m² und die gesamten Überkapazitäten auf 1.1 Mio. m² zunehmen werden. Es müssten mehr als 60'000 Arbeitsplätze geschaffen werden, um diese Überkapazität zu absorbieren. Dies entspricht dem Beschäftigungswachstum der klassischen Bürobranchen inklusive öffentlicher Verwaltung der letzten vier Jahre. Vor allem in den Zürcher Wirtschaftsregionen Glattal, Furtal, Limmattal sowie im Knonaueramt und rund um Winterthur dürften in den kommenden zwei Jahren relativ zum Bestand noch überproportional viele Flächen auf den Markt kommen. Am Genfersee sind es vor allem die Ausweichregionen von Lausanne und Genf, sprich Morges/Rolle, Nyon und Vevey/Lavaux, die durch starke Büroflächenplanung auffallen.

Marktergebnis: Angebotsmieten fernab der Realität

Angebotsquote auf 4.6% gestiegen

Die zwei Ausweitungswellen der Jahre 2002 und 2009 haben das online inserierte Flächenangebot bereits in der Vergangenheit schwanken lassen. Doch jetzt spitzt sich die Situation zu: Weit vor Fertigstellung ausgeschriebene Neufächen und die für deren Vorvermietung erforderlichen Inserate treffen auf die Wiedervermietungsbemühungen der Besitzer älterer Liegenschaften. Daher ist die Summe der innerhalb eines Quartals zur Vermietung ausgeschriebenen Büroflächen auf 2.3 Mio. m² gestiegen (vgl. Abb. 32). Die Angebotsquote (inklusive Neufächenvermietung) hat sich in der Folge gegenüber dem Vorjahr leicht auf aktuell 4.6% des landesweiten Büroflächenbestandes erhöht und dürfte weiter ansteigen.

Überangebot verursacht grosse Diskrepanz zwischen Angebots- und Vertragsmieten

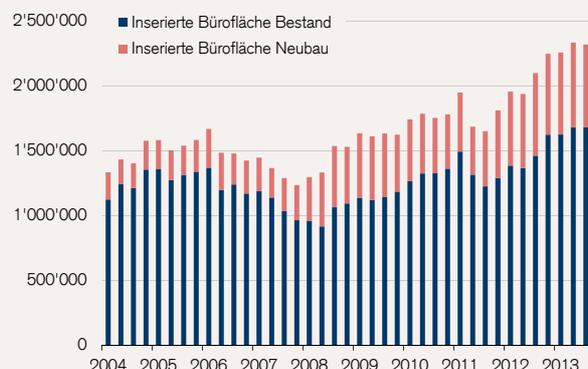
Wer in einem Marktumfeld mit zunehmenden Leerständen und heiss umworbenen Mietern noch an steigende Mieten glaubt, wie sie uns von den Angebotsdaten statistisch suggeriert werden, der irrt. [Abbildung 33](#) zeigt den Verlauf der Angebotsmieten für Büroflächen aus zwei Quellen – einmal indexiert und einmal als absolute Werte des 80%-Quantils, sprich für die teuersten 20% der ausgeschriebenen Flächen. Die Verläufe beider Quellen stimmen überein, doch beide Zeitreihen entwickeln sich seit 2008 gegenläufig zu den Median-Preisen der Vertragsabschlüsse, die einer Stichprobe mit rund 4000 Einzelverträgen entspringen.

Grund hierfür sind die Probleme bei der Vermietung teurer Flächen, welche die Angebotsdaten zunehmend dominieren und die Preisentwicklung deswegen nach oben verzerren. Dagegen sind Flächen mit Verträgen, die nach 2007 abgeschlossen wurden, im Median unter CHF 300/m² und Jahr gefallen und haben sich zwischen CHF 280 und CHF 300 eingependelt. In den Jahren 2006 bis 2008 waren Vertragsmieten und Angebotsmieten bei sinkendem Angebot um die Marke von CHF 300 noch ungefähr im Gleichgewicht. Die Entwicklung der Angebotsmieten der letzten Jahre sollte daher im gegenwärtigen Marktumfeld kritisch betrachtet und nicht zum Nennwert erhoben werden, weil diese Zahlen eindeutig verzerrt sind.

Abbildung 32

Angebotssituation Büroflächenmarkt

Summe der innerhalb eines Quartals angebotenen Büroflächen in m²

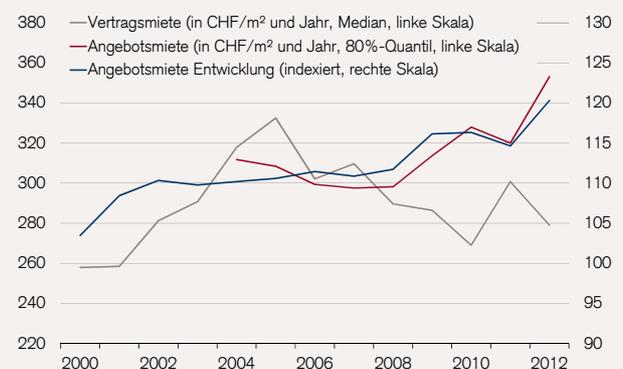


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Abbildung 33

Mietpreisentwicklung

Vertragsmieten nach Abschlussjahr und Angebotsmieten (absolut und Index)



Quelle: Meta-Sys AG, Wüest & Partner, REIDA, Credit Suisse

**Sinkende Mieten prägen
2014 das Bild**

Auch im laufenden Jahr werden die Vermieter versuchen, die Mieten so lange wie möglich hoch zu halten, denn reduzierte Mieten schlagen über geringere Erträge auf den Wert der Liegenschaft durch. Vorteilhafter ist es, die Mieten bei Neuvermietung auf dem bisherigen Niveau zu belassen und den Mietern stattdessen mit Kostenübernahmen für den Mieterausbau oder mietfreien Zeiten Zugeständnisse zu machen. Das hat bisher relativ gut funktioniert. Doch angesichts des wachsenden Überangebots steigt der Druck, die effektiven Mieten nach unten zu korrigieren, um lange Leerstandszeiten zu verhindern. Wir erwarten daher für 2014 verstärkt sinkende Marktmieten.

Marktergebnis im Überblick: Tiefzinsbedingte Überproduktion

Abbildung 34 fasst die Entwicklungen der 20 grössten Schweizer Büroflächenmärkte zusammen. Im 3. Quartal 2013 waren knapp 1.7 Mio. m² bestehende Büroflächen im Angebot. Die Schweizer Gesamtbürofläche lag 2013 gemäss unseren Schätzungen bei 50.3 Mio. m², was einem Wachstum von 1.3% gegenüber 2012 entspricht. Die Angebotsquote im Bestand ist mit 3.3% im Vorjahresvergleich zwar nahezu konstant, in gewichtigen Märkten wird das Überangebot aber immer deutlicher. Hiervon betroffen sind in erster Linie der Markt Zürich und die umliegenden Regionen wie das Glattal und das Limmattal sowie der Büroflächenmarkt Genf, wo die Angebotsquote mit 10.4% den zweistelligen Bereich erreicht hat. Sinkende Mieten, die sich in den teilweise verzerrten Angebotsdaten bis zum Ende 2013 noch nicht gezeigt haben, werden die Folge sein. In den kleineren Büroflächenmärkten der Mittelzentren sind die Übertreibungen dagegen deutlich weniger ausgeprägt.

Abbildung 34

Die 20 grössten Büroflächenmärkte im Überblick

Bestandesflächen (ohne Erstvermietungen) in m², per 3. Quartal 2013; Durchschnittspreise (brutto) 2013, flächengewichtet in CHF/m² und Jahr; Trends 2014

Wirtschaftsregion	Bürofläche Bestand	Angebotene Fläche*	Angebotsziffer*	Angebots-trend	Durchschnittsmiete*	Preis-trend
Zürich-Stadt	6'386'000	260'000	4.1%	↗	382	↘
Genève	4'042'000	422'000	10.4%	→	435	↘
Bern	3'275'000	39'000	1.2%	↗	228	→
Basel-Stadt	2'278'000	44'000	1.9%	↗	250	→
Lausanne	2'117'000	86'000	4.1%	→	290	→
Glattal	1'692'000	70'000	4.1%	↗	224	↘
Luzern	1'387'000	18'000	1.3%	↗	215	→
St.Gallen/Rorschach	1'382'000	18'000	1.3%	↗	194	→
Aarau	1'291'000	15'000	1.1%	↗	211	→
Lorzenebene/Ennetsee	1'221'000	45'000	3.7%	→	243	→
Lugano	1'142'000	45'000	4.0%	→	261	↘
Unteres Baselbiet	939'000	20'000	2.1%	↗	223	→
Winterthur-Stadt	737'000	31'000	4.2%	→	227	→
Baden	678'000	10'000	1.4%	→	217	↗
Neuchâtel	618'000	18'000	2.9%	↗	213	→
La Sarine	609'000	29'000	4.7%	↗	291	↘
Limmattal	566'000	35'000	6.1%	↗	186	→
Olten/Gösgen/Gäu	566'000	20'000	3.5%	→	160	↗
Oberes Baselbiet	561'000	15'000	2.7%	↗	197	→
Oberland-West	558'000	9'000	1.6%	↗	211	↘
Schweiz	50'265'000	1'680'000	3.3%	↗	304	↘

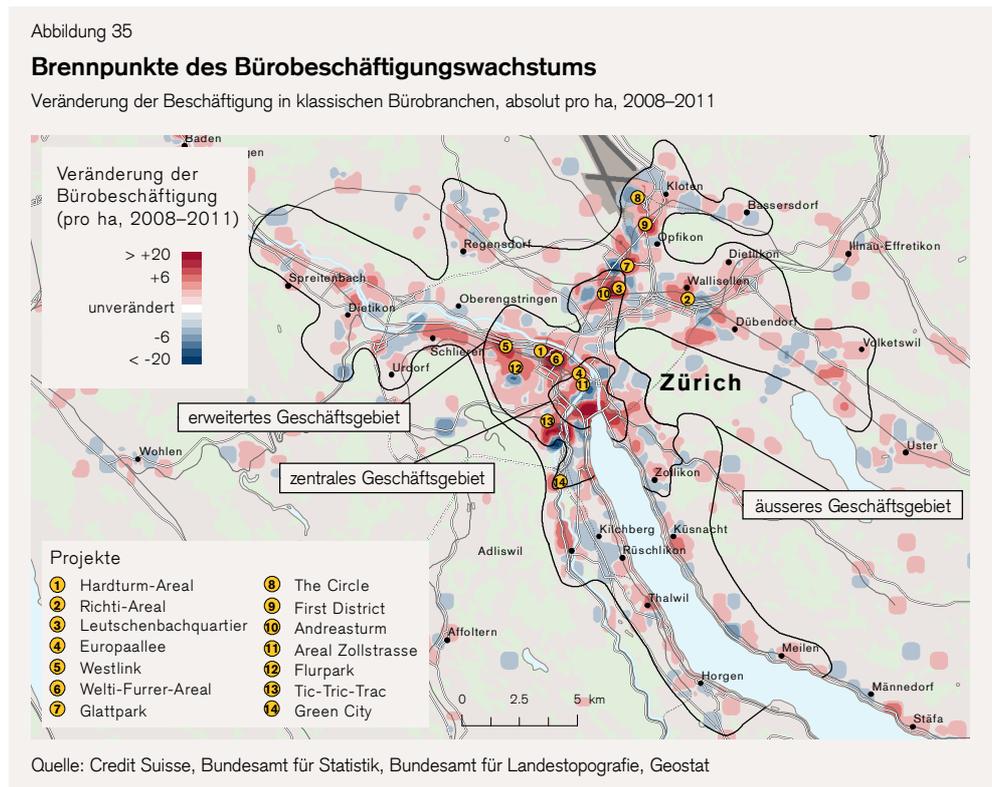
Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

* Bestand

Die fünf grössten Schweizer Büroflächenmärkte im Detail

Die fünf grössten Schweizer Büroflächenmärkte vereinen über 40% der gesamten Büroflächen in der Schweiz auf sich. Nicht nur deren Entwicklungen insgesamt, sondern insbesondere auch die Verschiebungen innerhalb dieser einzelnen Büroflächenmärkte bzw. zwischen ihren unterschiedlich ausgeprägten Geschäftsvierteln sind daher von Interesse. Aus solchen Veränderungen lassen sich Erkenntnisse über schweizweite Trends und Entwicklungen ableiten.

Zürich



2008 bis 2011: Starkes Nachfragewachstum ausserhalb des CBD

Der Zürcher Büroflächenmarkt wandelt sich seit geraumer Zeit und hat zwischen 2008 und 2011 mit einem Bürobeschäftigungswachstum von 14% im Durchschnitt leicht stärker zugelegt als die übrigen Büroflächenmärkte. Besonders beeindruckend verlief diese Expansion im erweiterten Geschäftsgebiet mit seinen schwergewichtigen Standorten Zürich-West und Zürich-Süd. Die klassische Bürobeschäftigung stieg dort um 20% oder 10'700 Beschäftigte. Besonders dynamisch war die Expansion im Gebiet Bahnhof Hardbrücke/Turbinenplatz/Hardturmstrasse, wo viele IT- und Kommunikationsdienstleister, aber auch Back-Office-Funktionen der SIX Group beheimatet sind. Diese Wachstumswahlen dürften die Beschäftigten des Prime Tower, der seine Tore am 6. Dezember 2011 und damit kurz vor dem Stichtag der Betriebszählung 2011 öffnete, teilweise bereits berücksichtigen. Zudem hat wohl auch der Umzug des Steuerprüfungsunternehmens Ernst & Young in den Annexbau Platform bereits zu diesem Wachstum beigetragen. Die Beschäftigung nahm im erweiterten Geschäftsgebiet alleine im Bereich der Rechts- und Steuerberater inklusive Wirtschaftsprüfer um 1300 Personen oder 44% zu. Dagegen schrumpfte sie im Central Business District (CBD) um 460 Beschäftigte oder 7%.

Anhaltende Verlagerungsbewegungen

Die klassische Bürobeschäftigung wuchs im Zürcher CBD mit 6% bzw. 3200 Beschäftigten generell nur noch verhalten. 78% dieses Wachstums ging auf das Konto von Unternehmenssitzaktivitäten, Unternehmensberatungen sowie Erbringern von Informationsdienstleistungen. Diese Branchen scheinen die innerstädtischen Lagen nach wie vor zu bevorzugen. Dagegen schrumpfte die Beschäftigung bei Finanzdienstleistern, die aufgrund des Kostendrucks schon vor längerer Zeit damit begonnen haben, ihre Aussenstandorte auf Kosten des CBD zu stärken und damit gewissermassen eine Vorreiterrolle in Bezug auf Standortverlagerungen zu spielen. In ihrem Schlepptau folgten die Wirtschaftsprüfung und Rechtsberatung, die ihre Arbeitsstätten ebenfalls in das erweiterte Geschäftsgebiet verlagerten. Im äusseren Geschäftsgebiet, das mit einem Beschäftigungswachstum von 12% in den Jahren 2008 bis 2011 aufwartete, fanden vor allem stark wachsende Branchen neue Standorte. Dazu zählen in erster Linie die Unternehmensberatung, die IT und baunaher Dienstleister des Grundstücks- und Wohnungswesens. Diese Verlagerungstendenz hat bis heute Bestand. Die Allianz-Versicherung zog beispielsweise im letzten November ins Richti-Areal um. Mit Zürich Versicherungen (Leutschenbach), UPC Cablecom (Richti-Areal) und SIX Group werden einige grosse Unternehmen ihre Standortoptimierung erst 2014/2015 abschliessen. Danach dürfte es in Bezug auf grössere Standortverlagerungen in Zürich etwas ruhiger werden.

Zürcher Markt im Zeichen steigender Leerstände

Das insgesamt solide Wachstum zwischen 2008 und 2011 konnte bis heute ein gravierendes Überangebot im Zürcher Büroflächenmarkt verhindern. Alleine im CBD und im erweiterten Geschäftsgebiet, die zusammen das Stadtgebiet weitestgehend abdecken, stieg die Bürobeschäftigung bis 2011 um knapp 16'000 Stellen, was einer Flächennachfrage von rund 270'000 m² entspricht. Mit geschätzten 240'000 m² blieb die Produktion indessen leicht hinter der Nachfrage zurück. Die Leerstände auf dem Stadtgebiet sanken bis 2011 entsprechend um 57'000 m² auf 134'500 m². Diese ausgewogene Marktsituation in Verbindung mit den tiefen Zinsen liess die Büroflächenproduktion jedoch auf hohem Niveau verharren, was jetzt dem Zürcher Markt wachsende Absorptionsprobleme bereitet. In der Folge nahmen die Leerstände in der Stadt per Mitte 2013 wieder auf 184'000 m² zu. Die Vorvermietung in zahlreichen weit vorangeschrittenen Projekten im Leutschenbach-Quartier, auf dem Richti-Areal in Wallisellen und am Zürcher Hauptbahnhof (Europaallee) verlief zwar erfolgreich, Baustartverzögerungen bei anderen Projekten deuten aber nun auch auf Probleme bei der Vermarktung neuer Flächen hin. So sollten in Zürich-Altstetten im Rahmen der zweiten Bauetappe des Projektes Westlink ursprünglich reine Bürogebäude entstehen. Doch nun zeichnet sich für die noch nicht im Bau befindlichen Gebäude Tower und Kubus eine Mischnutzung mit Wohnungen ab. Selbst an bester Lage, auf dem Welti-Furrer-Areal zwischen Prime Tower und Mobimo Tower, will man laut Medienberichten vorerst die weitere Büroflächenmarktentwicklung abwarten.

Glatttal gerät unter Druck

Auch im Zürcher Norden scheinen die geplanten Projekte mit wachsender Unsicherheit behaftet zu sein. Vor allem der Glattpark gerät in die Zange zwischen den Grossprojekten The Circle und First District unmittelbar am Flughafen (124'000 m²), dem dynamischen Zürich-Nord mit wachsenden Kapazitäten im Leutschenbach-Quartier und in Oerlikon (Andreasturm, 20'000 m²) und dem über die Europaallee hinaus weiterhin wachsenden Stadtgebiet (Areal Zollstrasse, Flurpark, Tic-Tric-Trac, Green City). Verläuft alles nach Plan, entstehen in den kommenden zwei bis drei Jahren im Glattpark neben diversen sanierten Flächen mehr als 50'000 m² neue Mietflächen. Eine derartige Ausweitung dürfte den Markt überfordern.

Angebotsmieten offenbaren hohe Anzahl teurer Ladenhüter im CBD

In den Angebotsdaten sind diese Umwälzungen genauso wenig zu übersehen wie das entstehende Überangebot. Besonders markant ist der Anstieg der im CBD ausgeschriebenen Büroflächen. Mit 146'000 m² übertrifft das Angebot dort erstmals jenes im äusseren Geschäftsgebiet (vgl. Abb. 36). Infolge der vorstehend genannten Neubauprojekte werden Bestandesflächen in den kommenden Jahren allerdings auch ausserhalb des CBD unter Druck geraten. Das Problem leerstehender Altflächen wird somit vom CBD auf alle Geschäftsgebiete übergreifen. In dieser schwierigen Marktsituation gibt die Angebotsstatistik die Mietpreisentwicklung im CBD nicht korrekt wieder. Im Mietpreisanstieg kommt lediglich der höhere Anteil teurer Ladenhüter zum Ausdruck (vgl. Abb. 37). Dagegen dürften die Mietentwicklung und das flächengewichtete Niveau der Bestandesobjekte im erweiterten und äusseren Geschäftsgebiet durchaus repräsentativ sein. Wir rechnen damit, dass der Abwärtstrend bei den Mieten in den ausgeschriebenen Flächen in den nächsten Quartalen noch deutlicher zum Ausdruck kommen wird.

Abbildung 36

Entwicklung der angebotenen Bürofläche

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Bestandesflächen in m²

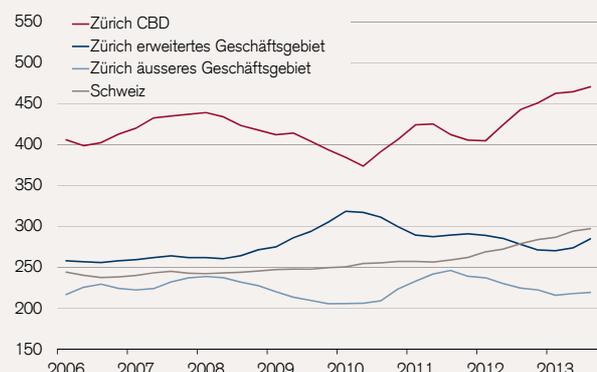


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Abbildung 37

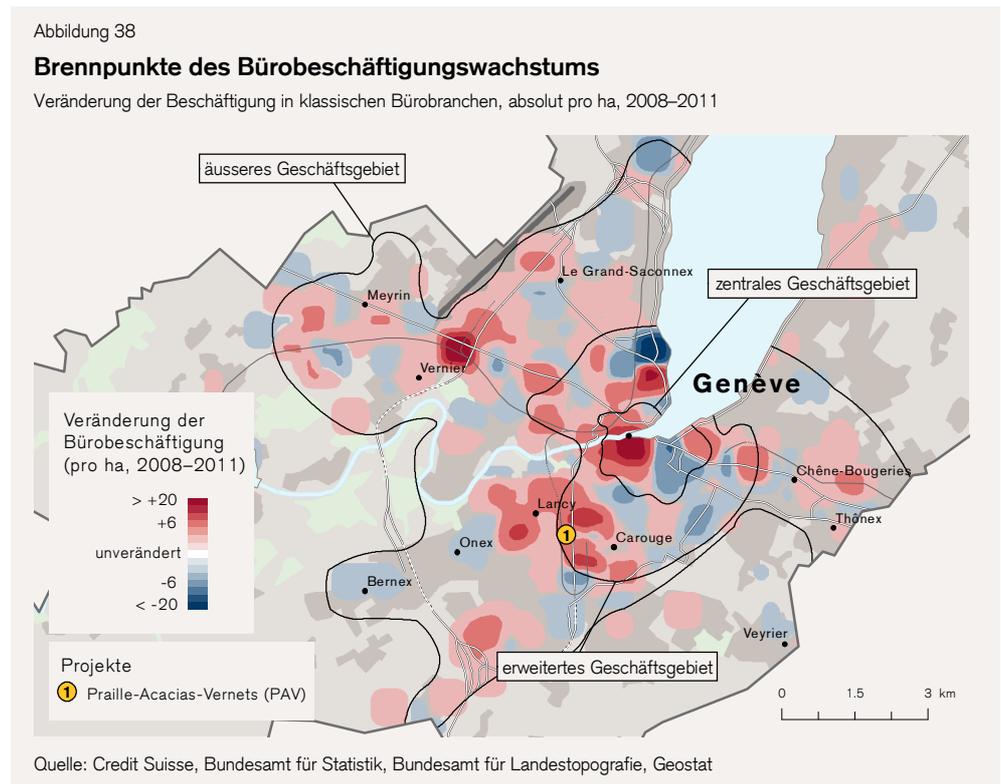
Entwicklung der Angebotsmieten

Flächengewichtetes Mittel der Bruttomietpreise (Bestand) in CHF/m² und Jahr



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Genf



CBD: Wachstum trotz Platzmangels

Von 2008 bis 2011 stieg die Beschäftigung in Genfs klassischen Bürobranchen um 6000 Stellen. Dies ergibt ein im Vergleich zu anderen grossen Büroflächenmärkten unterdurchschnittliches Wachstum von 11.4%. Ein Drittel dieses Wachstums ging auf das Konto von Firmensitzaktivitäten und Unternehmensberatung, die damit in Genf beschäftigungsmässig binnen drei Jahren um 43% zulegten und sich bis 2011 mit einem Anteil von 12% zur zweitstärksten Nachfragegruppe nach den Finanzdienstleistungen (35%) entwickelten. Im Central Business District (CBD) lieferten sich diese Branchen einen regelrechten Schlagabtausch: Während die Banken ihre Mitarbeitenden schon seit Längerem aus dem CBD in das erweiterte und das äussere Geschäftsgebiet abziehen (UBS: Carouge; Credit Suisse: Lancy; HSBC: Vernier) und im CBD von 2008 bis 2011 530 Stellen abgebaut haben, expandierte die Branche der Firmensitzaktivitäten und Unternehmensberatungen um 610 Beschäftigte. Das Wachstum konzentriert sich stark auf die Lagen südlich des Rhoneufers und ist im engen CBD insgesamt beeindruckend. Trotz Platzmangels wuchs die Bürobeschäftigung um 1600 Stellen bzw. um 6% und damit gleich stark wie jene des CBD Zürich. Ausserhalb des CBD zeigten die bestehenden Wachstumszonen in Flughafennähe, auf dem langfristigen Entwicklungsgebiet von Praille-Acacias-Vernets (PAV) und in Lancy eine akzentuiertere Expansion.

Finanzkrise, Steuerstreit und USR III stellen Nachfrage auf die Probe

Mit Ausnahme des Grossprojektes PAV, wo die Planung der Überbauung Pont-Rouge mit 110'000 m² Bürofläche bis 2020 Konturen annimmt, ist der Markt stark geprägt von Umbauarbeiten. 2012 wurde im Kanton Genf ein Bauvolumen von CHF 100 Mio. für Büroumbauten, Sanierungen und Erweiterungen bewilligt. Dies übertraf sogar die Neubaubewilligungen um 40%. Die geringe Bautätigkeit und die Knappheit von Dienstleistungsflächen waren für Genf jahrelang ein Problem, das sich in Form steigender Mieten und geringer Auswahl niederschlug. Doch jetzt hat sich das Blatt gewendet, und die schleppende Bautätigkeit könnte helfen ein umfassenderes Überangebot zu verhindern. Der hohe Anteil an der Flächennachfrage von 47% seitens der Banken, Firmensitzaktivitäten und Unternehmensberatungen stellt den Büroflächenstandort Genf aber vor eine doppelte Herausforderung. Erstens sind die Banken infolge der Finanzkrise 2008 und der Lockerung des Bankgeheimnisses unter Druck geraten und sparen unter anderem mittels Flächenoptimierungen. Zweitens muss die Schweiz als Reaktion auf den zunehmenden internationalen Druck bestehende Sonderregelungen bei der Gewinnsteuer im Rahmen der Unternehmenssteuerreform III (USR III) abschaffen. Genf weist indessen einen überdurchschnittlich hohen Anteil an jährlichen Gewinnsteuereinnahmen seitens von Unternehmen mit dem Status einer Holding-, Domizil- oder gemischten Gesellschaft auf. Von 2007 bis

2009 lag dieser Anteil gemäss Eidgenössischem Finanzdepartement (EFD) bei durchschnittlich 27.6%. Die entsprechenden Gesellschaften fallen in das nachfragestarke Segment der Firmensitzaktivitäten. Somit wird es für den Standort Genf und seinen Büroflächenmarkt wichtig sein, eine Lösung zu finden. Ein Lösungsweg, der andernorts gangbar wäre, stellt für den Kanton Genf allerdings ein Dilemma dar: Durch die Senkung der ordentlichen Gewinnsteuersätze liesse sich zwar die Abwanderung mobiler Firmensitze verhindern, aufgrund des heute hohen Niveaus des maximal effektiven Gewinnsteuersatzes am Hauptort von 24.2% gingen dem Kanton aber Steuereinnahmen verloren. Der zweite Lösungsweg, die Einführung neuer Sonderregelungen wie der «Lizenzbox», ist für Genf keine optimale Alternative. Hiervon würden in erster Linie Unternehmen im Bereich Forschung und Entwicklung profitieren. Unabhängig vom Lösungsweg entsteht heute für einige Unternehmen eine investitionsfeindliche Planungsunsicherheit, denn der Beschluss über die genaue Ausgestaltung steht noch aus und die Umsetzung der USR III dürfte nicht vor 2018 beginnen. Das internationale Genf ist ein attraktiver Standort, um die Abwanderung von Dienstleistungsunternehmen zu verhindern und weiterhin neue anzuziehen, braucht es aber eine klare Linie zur Meisterung dieser Herausforderungen.

Starker Anstieg von Flächenangebot und Leerständen

Die Leerstände reflektierten 2013 das Ausmass der beginnenden Vermarktungsprobleme im Kanton. Mit Leerständen von 84'000 m² wurde das höchste Niveau seit 1999 erreicht. Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einer Zunahme von 60%, gegenüber 2011 sogar einer solchen von 225%. Das Leerstandswachstum konzentriert sich hauptsächlich auf zwei Orte – das Stadtgebiet, das grösstenteils aus dem CBD und dem erweiterten Geschäftsgebiet ohne Carouge besteht, und das durch Flughafen- und Stadtnähe ausgezeichnete Gebiet um Vernier. Auf Stadtgebiet dürfte der Zwischenleerstand der ehemaligen Liegenschaft von Merck Serono auf dem Weg zum Biotech-Campus massgeblich zum Anstieg 2013 beigetragen haben. In Vernier sind mehrere Stockwerke im Blandonnet Business Center zur Vermietung ausgeschrieben, was die Zunahme des Leerstandes um 10'000 m² verursacht haben dürfte.

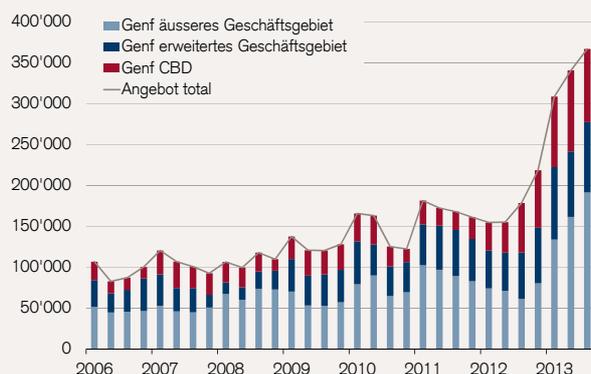
Zeit der überhöhten Mieten in Genf vorerst vorbei

Der massive Anstieg der zur Vermietung inserierten Bestandesflächen (vgl. Abb. 39) auf 366'000 m² (9%) signalisiert eindeutig, dass bezüglich Leerstandszunahme noch kein Ende erreicht ist. Mit Leerständen von über 100'000 m², wie sie letztmals in den 1990er-Jahren erreicht wurden, ist in den kommenden zwei Jahren aufgrund der Umwälzungen durchaus zu rechnen. Doch mit Ausnahme von Zwischenleerständen ist nicht davon auszugehen, dass sich die Leerstände in modernen und grossen Liegenschaften manifestieren werden, die in der Gunst der Unternehmen stehen und von denen es in Genf nur wenige gibt. Stattdessen werden sich die Vermietungsprobleme von kleinen bis mittelgrossen, alten und sanierungsbedürftigen Flächen akzentuieren. Der CBD wird hiervon nicht verschont. Schon heute verzerrt der hohe Anteil an älteren, aber teuren Flächen die Entwicklung der Angebotsmieten im CBD nach oben. Wie im Fall Zürichs ist diese verzerrte Entwicklung im schwierigen Marktumfeld nicht repräsentativ. Die Mieten im erweiterten und äusseren Geschäftsgebiet, die ausgehend von hohen Niveaus einen Sinkflug angetreten haben, dürften für die Situation des Marktes repräsentativer sein (vgl. Abb. 40).

Abbildung 39

Entwicklung der angebotenen Bürofläche

Summe der quartalsweise ausgeschrieben Bestandesflächen in m²

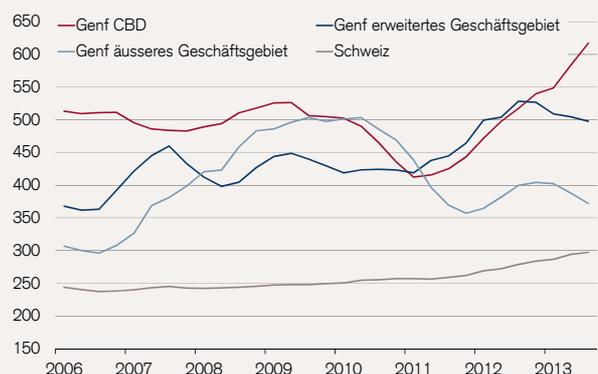


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Abbildung 40

Entwicklung der Angebotsmieten

Flächengewichtetes Mittel der Bruttomietpreise (Bestand) in CHF/m² und Jahr



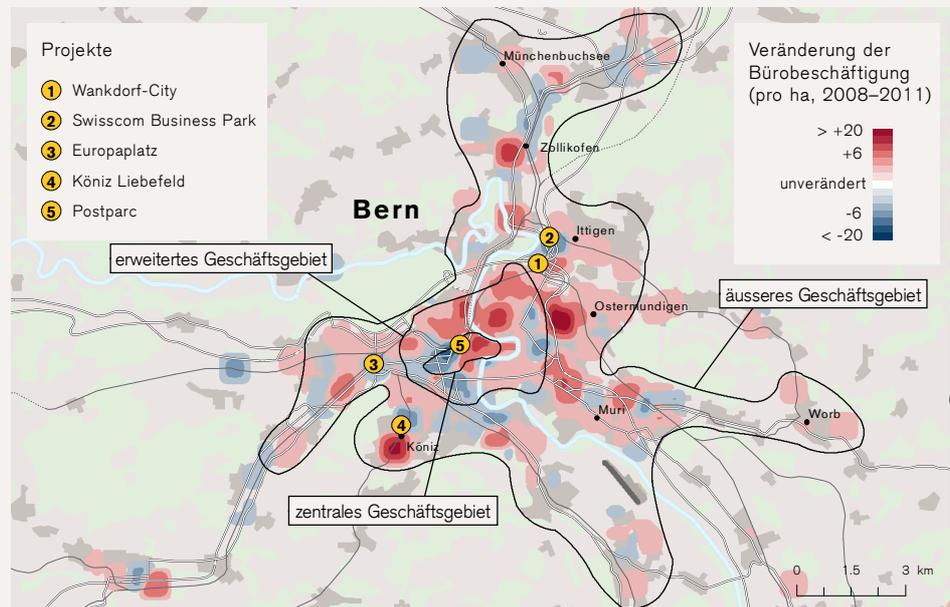
Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Bern

Abbildung 41

Brennpunkte des Bürobeschäftigungswachstums

Veränderung der Beschäftigung in klassischen Bürobranchen, absolut pro ha, 2008–2011



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

Grosse Unternehmen stärken Aussenstandorte

Von allen grossen Büroflächenmärkten ist die Nachfrage nach Büroflächen in Bern zwischen 2008 und 2011 anteilmässig am stärksten gewachsen. Insgesamt entstanden in diesem Zeitraum 6000 Stellen in den klassischen Bürobranchen, was einer Steigerung von 18.7% entspricht. Typisch ist dabei die Verteilung des Wachstums: Der Berner Central Business District (CBD) wuchs beschäftigungsmässig nur um 2%, während sich das äussere Geschäftsgebiet mit 4300 Stellen oder einem Plus von 34% am dynamischsten entwickelte. Die Platzverhältnisse und die Präferenzen der Unternehmen hinsichtlich Standortlage sind daraus klar ersichtlich. Wie auch in anderen Grosszentren sind es vor allem die grossen Unternehmen, die ihre Aussenstandorte stärken. Da das Wachstum in Bern in erster Linie dem IT- und Kommunikationsbereich sowie der Branche der Finanz- und Versicherungsdienstleister entspringt, dürften Swisscom, deren Zulieferer und PostFinance die Hauptwachstumsquellen sein. Doch wer meint, der Büroflächenmarkt Bern sei ausschliesslich von staatlichen und staatsnahen Betrieben gekennzeichnet, der irrt. In den vergangenen Jahren gelang es Bern immer wieder, Firmensitzaktivitäten internationaler Unternehmen aus den Bereichen IT, Technologie und Spitzenindustrie anzusiedeln. Alleine im erweiterten Geschäftsgebiet verdoppelte sich die Beschäftigung in der Branche Verwaltung und Führung von Unternehmen inklusive Unternehmensberatungen mit einem Plus von 800 Stellen.

Anstieg der tiefen Leerstände nur eine Frage der Zeit

Der Beschäftigungszuwachs von 6000 Stellen im Berner Büroflächenmarkt zwischen 2008 und 2011 entspricht einem Flächenbedarf von rund 100'000 m². Gebaut wurden in diesem Zeitraum unseren Schätzungen zufolge jedoch nur 66'000 m². Entsprechend sind die Leerstände auf Stadtgebiet gesunken. Die nachfolgend einsetzende massive Bautätigkeit und der Beginn grossflächiger Umzugsaktivitäten von Bundesstellen und staatsnahen Betrieben haben sich 2013 noch nicht in steigenden Leerständen bemerkbar gemacht. Ganz im Gegenteil: In der Innenstadt sank der Leerstand auf 1735 m² und damit auf den tiefsten Wert seit 2002. Ein Wiederanstieg der Leerstände ist jedoch nur eine Frage der Zeit, denn allein im Projekt Wankdorf City entstehen knapp 90'000 m² Büroflächen, von denen die ersten im laufenden Jahr von der SBB und der Post bezogen werden. Ebenfalls 2014 dürfte der Swisscom Business Park in Ittigen fertiggestellt werden, der die heutigen Büroräumlichkeiten von Swisscom IT-Services an der Ostermundigenstrasse, einen Wachstumsschwerpunkt der Jahre 2008 bis 2011, ersetzen wird. Als weitere Schwerpunkte des Beschäftigungswachstums bis 2011 lassen sich speziell Köniz und Zollikofen identifizieren.

Lackmustest für die Aufnahme zusätzlicher Neulflächen im laufenden Jahr

Aufgrund der hohen Flächenausweitung werden in Bern im Jahresverlauf zwangsläufig weitere ältere Mietflächen frei werden. Ob in Bern dadurch jedoch ein problematisches Überangebot entstehen wird, ist fraglich. Der Markt ist klein und kann vergleichsweise schnell reagieren. Bei neuen Grossflächen sind die Bauherren von Beginn an im Gespräch mit den späteren Mietern. Im Gegensatz zu den grossen Büroflächenmärkten Zürich oder Genf werden kaum Flächen ohne eindeutige Vorvermietung geplant, denn bei der überschaubaren Anzahl an Grossunternehmen ist das Risiko gross, keinen Mieter zu finden. Neue Projekte ohne klare Vorvermietung halten sich deshalb grössenmässig im Rahmen und sind auf die örtliche, von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) dominierte Struktur abgestimmt. Ende des Jahres dürfte zum Beispiel die Mischnutzungsüberbauung am Europaplatz fertiggestellt werden. Dort ist von 3000 m² an Büroflächen, die vielfältig unterteilbar sind und sich damit auch an mehrere kleine Unternehmen vermieten lassen, noch die Hälfte im Angebot. Grössere Projekte abseits des Berner Nordens werden im Laufe des Jahres mit 14'000 m² im Carba Center 30 in Bern-Liebfeld und im Folgejahr mit 30'000 m² im neuen Postparc direkt am Hauptbahnhof bezugsbereit sein. Diese beiden Projekte dürften sich als Gradmesser für die Vermietbarkeit neuer Büroflächen erweisen. Auch für Bern steht zu erwarten, dass in den kommenden Jahren vor allem im Bestand viele Dienstleistungsflächen frei werden, alleine schon aufgrund der Verlagerungsprozesse der Bundesverwaltung. Doch dies bietet auch Chancen. Bern empfiehlt sich als Standort für Unternehmen, deren Kunden sowohl in Zürich als auch im Genferseeraum aktiv sind. Der nächste grössere Flughafen ist zwar nicht so schnell erreichbar, dafür sind die Verbindungen zu den grossen Metropolitanräumen dank einstündiger Reisezeiten attraktiv. Ein höheres Angebot an Innenstadtlagen liesse sich als weiterer Trumpf für Ansiedlungen und Neugründungen verkaufen.

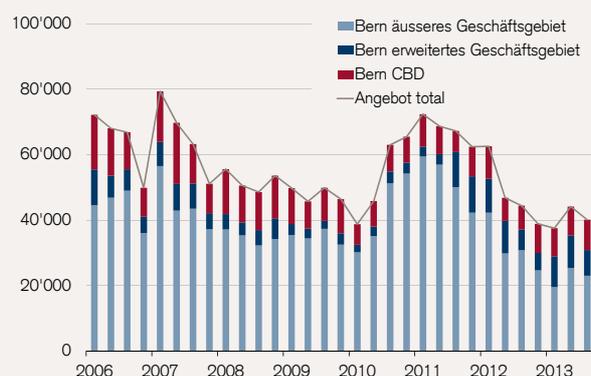
Fortsetzung der Mietpreiskorrektur im CBD nicht ausgeschlossen

Bis zum 3. Quartal 2013 waren Befürchtungen hinsichtlich eines künftigen Überangebots im Flächenbestand noch unbegründet. Mit 40'000 m² ausgeschriebenen Bestandesflächen bewegt sich das Angebot noch auf tiefem Niveau (vgl. Abb. 42). Vor allem im CBD und im erweiterten Geschäftsgebiet herrscht gemäss Angebotsdaten weiterhin Knappheit – und das obwohl der Büroflächenmarkt Bern eher von einer dezentralen Struktur geprägt ist, in der 45% aller klassischen Bürobeschäftigten auf das äussere Geschäftsgebiet entfallen. Auch dort ist das Bestandesangebot auf das tiefste Niveau seit 2006 gesunken. Dies im Gegensatz zum Neubau: Die Erstvermietungen, u.a. in den Projekten Wankdorf-City, Carba Center 30 und im Sanierungsprojekt Arco West, haben das Neulflächenangebot im äusseren Geschäftsgebiet auf über 30'000 m² anschwellen lassen. Das dürfte Umzugsbewegungen zur Folge haben und auch im Bestand wieder für einen Anstieg sorgen. Die Angebotsmieten für Bestandesflächen sind in Bern aufgrund des intakten Marktes repräsentativ. Sowohl der CBD als auch das äussere Geschäftsgebiet zeigen mit Mietkorrekturen erste Auswirkungen des Flächenwachstums und der Verlagerungen. Im äusseren Geschäftsgebiet dürften Bruttomieten von CHF 200/m² und Jahr dennoch die untere Grenze des Mietniveaus darstellen (vgl. Abb. 43). Im CBD ist dagegen angesichts der erwarteten Zunahme freier Flächen eine Fortsetzung der Korrektur nicht ausgeschlossen.

Abbildung 42

Entwicklung der angebotenen Bürofläche

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Bestandesflächen in m²

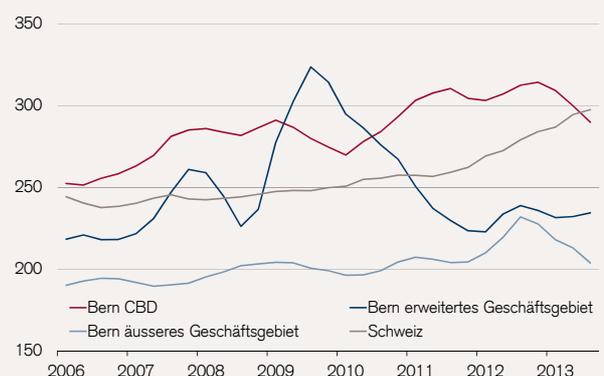


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Abbildung 43

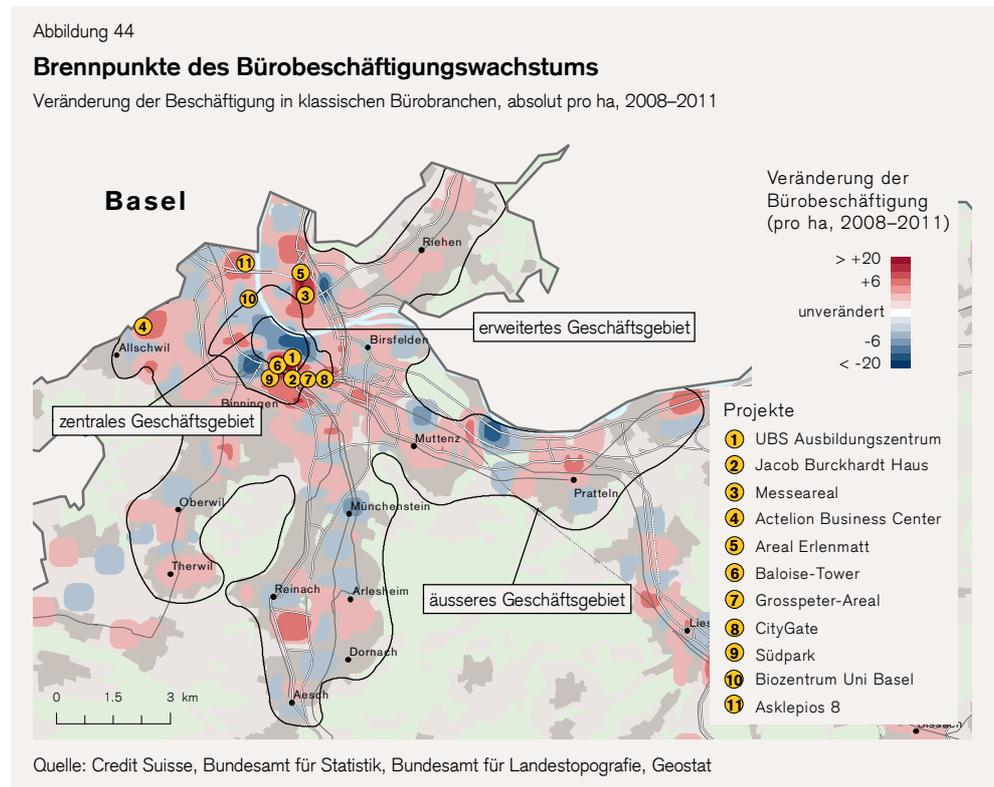
Entwicklung der Angebotsmieten

Flächengewichtetes Mittel der Bruttomietpreise (Bestand) in CHF/m² und Jahr



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Basel



Flau Nachfrage

In Anbetracht der schlechten Verfassung des Basler Büroflächenmarktes haben wir in den Vorjahren stets von einer schwachen Nachfrage gesprochen. Die neu vorliegenden Daten der Betriebszählung 2011 bestätigen nun diesen Befund. Die Nachfrage nach Büroflächen ist in Basel in den Jahren 2008 bis 2011 im schweizweiten Vergleich flau ausgefallen. Insgesamt wuchs die klassische Bürobeschäftigung um knapp 3000 Beschäftigte oder 8%. Frühere Trends des strukturellen Wandels und der Spezialisierung setzten sich dabei fort. Im Branchencluster der Life Sciences entwickelte sich der Bereich Forschung und Entwicklung mit einem Plus von 770 Beschäftigten gut. Demgegenüber stand ein Verlust von 700 Beschäftigten bei Finanzdienstleistern. Weiteres, wenn auch mässiges Wachstum wurde von Unternehmenssitzaktivitäten, vom Immobilienwesen und von Architektur- und Ingenieurbüros generiert.

Stillstand im CBD

Das Nachfragewachstum manifestierte sich zu 95% im äusseren Geschäftsgebiet. Der Basler Central Business District (CBD) ist der einzige unter den fünf Grosszentren, dessen Bürobeschäftigung von 2008 bis 2011 mit -1% leicht rückläufig war. So lässt sich im Basler Innenstadtbereich denn auch nur schwerlich von Wachstumszonen sprechen. Vielmehr handelt es sich um Verschiebungen. Die UBS beispielsweise verlegte ihre Mitarbeitenden aus dem Ausbildungszentrum an der Viaduktstrasse in die sanierte Liegenschaft Gartenstrasse 9 und an den Hauptsitz am Aeschenplatz. Nach einigen Monaten Leerstand konnte Roche 2012 als neue Mieterin gewonnen werden, die wiederum Abteilungen, die über Basel verstreut waren, im ehemaligen UBS-Ausbildungszentrum zusammenzog. Zu einem Beschäftigungsschwergewicht entwickelte sich zudem zunehmend der Bahnhof SBB, wo 2009 die zweite Bauetappe des Jacob-Burckhardt-Hauses bezugsbereit war. Weitere Brennpunkte des Wachstums lagen im Quartier Rosental, westlich des Badischen Bahnhofes, zu dem das Messiegelände zählt, in Allschwil, wo das Pharma- und Biotech-Unternehmen Actelion 2010 das neue Business Center bezog, oder stadtauswärts Richtung Osten im St. Jakob Turm, der Ende 2008 seine Türen öffnete.

Wachstumspunkte der Zukunft

Diese Wachstumsschwerpunkte am Rande bzw. ausserhalb des CBD sind gleichzeitig die Standorte der Zukunft. Mit einem Gebäude der Zürich Versicherung wird die Neugestaltung des Messeareals abgeschlossen. Nördlich der Messe werden auf dem Erlenmatt Areal, dem letzten grossen Entwicklungsgebiet der Stadt Basel, Wohn- und Arbeitsflächen geplant. Am Bahnhof SBB werden die alten Büros der Baloise Versicherung durch einen neuen, 86 Meter hohen Turm ersetzt. Östlich des Bahnhofs soll bis 2016 auf dem Grosspeter-Areal ebenfalls ein Turm

mit rund 11'000 m² mietbarer Bürofläche entstehen. Zwischen dem zukünftigen Grosspeter Tower und dem bestehenden St. Jakob Turm wächst zudem das Projekt City Gate mit ca. 18'000 m² Bürofläche. Ausstehend ist noch der Baustart des SBB-Hochhauses im Rahmen des Projekts Südpark am Bahnhof SBB, das bis 2017 rund 9500 m² zusätzliche Bürofläche generieren dürfte. Die Universität Basel wird künftig ebenfalls mit einem neuen Hochhaus aufwarten: An der Spitalstrasse entsteht bis 2017 ihr 73 Meter hohes Biozentrum für 600 Forschende und 800 Studierende. Es gibt den Startschuss für den Life-Science-Campus der Uni Basel, auf dem bis 2029 40 Standorte, die heute über die ganze Stadt verteilt liegen, zusammengefasst werden. Wie im Fall des Roche Tower und des Novartis Campus, wo derzeit das Hochhaus Asklepios 8 entsteht, wird auch diese Strategie zu neuen Kapazitäten und teilweise freien Flächen an den bisherigen Standorten führen.

Neue Projekte werden Bestand belasten

Mit diesen Projekten stünde dem Büroflächenmarkt Basel ein neuer Schub bevor. Die Hochhausprojekte belegen die Notwendigkeit zur Verdichtung. Die im Eigentum der ansässigen Konzerne entstehenden Projekte offenbaren deren Bedürfnisse nach massgeschneiderten Arbeitsräumen. Für die auf Büroflächen ausgelegten Hochhausprojekte schrumpft dadurch der Kreis potenzieller Nachfrager. Weil es jedoch in der Stadt an grossen, zusammenhängenden, modernen und verkehrstechnisch gut gelegenen Flächen mangelt, dürften die heute geplanten oder im Bau befindlichen Projekte Mieter finden. Im Bestand werden die neuen Kapazitäten in den kommenden Jahren jedoch Spuren hinterlassen. Für alte, reine Büroflächen wird die Mietersuche in Basel gleich doppelt erschwert. Erstens ist das Nachfragewachstum unterdurchschnittlich, und zweitens haben Unternehmen des dominierenden Pharma-, Chemie- und Life-Sciences-Cluster aufgrund des hohen Forschungs- und Entwicklungsanteils spezifischere Raumansprüche als Banken, Versicherungen oder Unternehmensberatungen. Das Zusammenführen von Flächenangebot und Flächenansprüchen ist gerade in alten Liegenschaften, die sich gar nicht oder nur sehr kostspielig umbauen lassen, besonders schwierig.

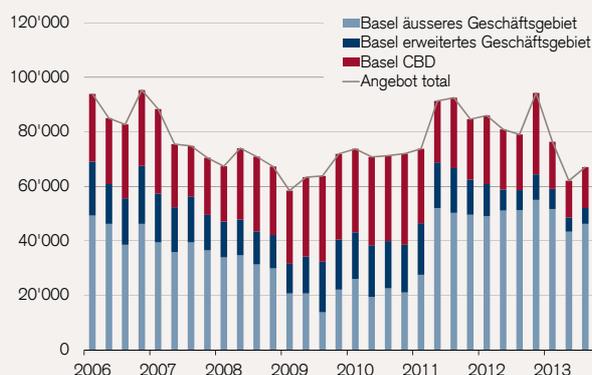
Leerstandentwicklung: Aufwärts mit Zwischentiefs

Die Leerstände bewegen sich sowohl in der Stadt als auch im Kanton Basel-Landschaft seit 2010 auf erhöhtem Niveau, auch wenn sie 2013 in der Stadt von zuvor 91'000 m² auf 71'000 m² gesunken sind, was zum Teil auf die Wiedervermietung des UBS-Ausbildungszentrums zurückzuführen sein dürfte. Weil der Grossteil der geplanten Neuf Flächen erst ab 2016 auf den Markt kommen wird, ist nicht auszuschliessen, dass die Leerstände zwischenzeitlich nochmals sinken. Diese Tendenz wird auch vom Flächenangebot untermauert, das 2013 auf den tiefsten Stand seit 2009 gesunken ist (vgl. Abb. 45). Das sollte jedoch als Zwischentief betrachtet werden, denn langfristig werden einige Bestandesliegenschaften mit Leerständen zu kämpfen haben. Mittelfristig werden der Flächenneubau und die sukzessiven Umzüge der Konzerne auf die eigenen Areale den Bestandesmarkt wieder unter Druck setzen. Die im CBD angebotenen Bestandesmieten dürften sich auch 2014 auf dem Niveau von CHF 300/m² und Jahr halten können. Im erweiterten und im äusseren Geschäftsgebiet dürften die Mieten mit CHF 240 bzw. CHF 220 den Boden gefunden haben (vgl. Abb. 46).

Abbildung 45

Entwicklung der angebotenen Bürofläche

Summe der quartalsweise ausgeschrieben Bestandesflächen in m²

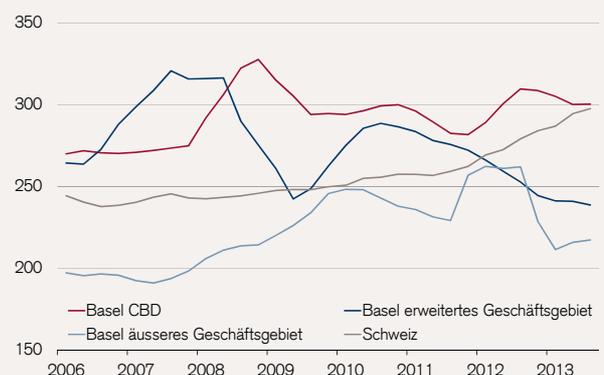


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Abbildung 46

Entwicklung der Angebotsmieten

Flächengewichtetes Mittel der Bruttomietpreise (Bestand) in CHF/m² und Jahr



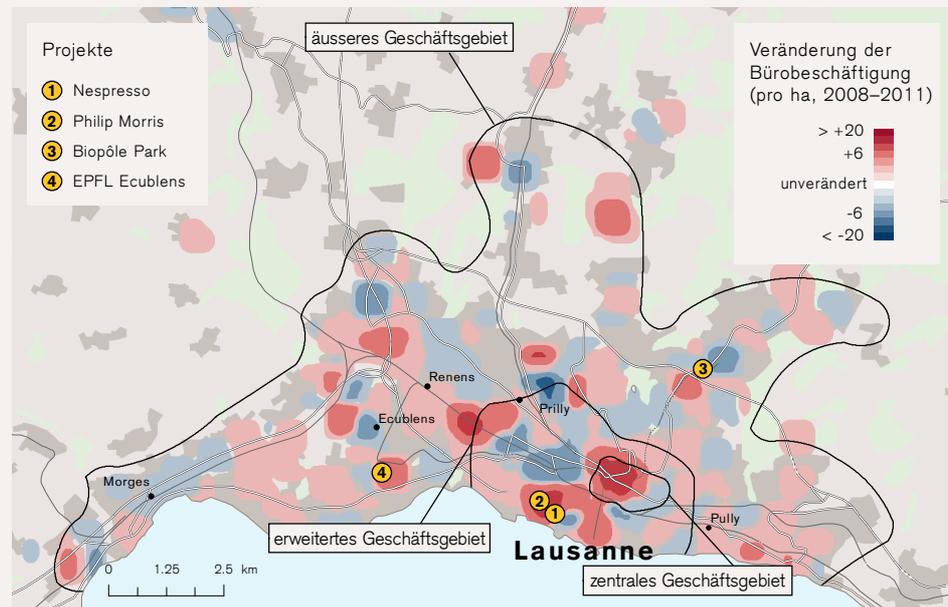
Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Lausanne

Abbildung 47

Brennpunkte des Bürobeschäftigungswachstums

Veränderung der Beschäftigung in klassischen Bürobranchen, absolut pro ha, 2008–2011



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

Beliebter CBD

Die Büroflächennachfrage hat sich im Markt Lausanne mit einem Wachstum der klassischen Bürobeschäftigung um 14% zwischen 2008 und 2011 recht dynamisch entwickelt. Das Wachstum steht zudem auf einer breiten Branchenbasis, was die bereits jetzt vorherrschende Vielfalt an Nachfragern für Büroflächen steigert. Die höchsten Wachstumsbeiträge erzielten IT-Unternehmen, gefolgt von Banken, Firmensitzaktivitäten, Unternehmensberatungen, Architekten, Ingenieuren und Versicherungen. Diese Nachfrageentwicklung sorgt für Stabilität im Lausanner Markt und stärkt den Central Business District (CBD). Gut ein Viertel des Beschäftigungswachstums bis 2011 spielte sich im Lausanner Zentrum ab. In keinem der übrigen grossen Büroflächenmärkte konnte sich der CBD so gut halten wie in Lausanne. Sorgen hinsichtlich einer Zentrumsflucht von Unternehmen und dadurch entstehender Leerstände sind unbegründet. Das Zentrum funktioniert weiterhin als Magnet. Das zeigt sich auch darin, dass mit gut 9000 Beschäftigten in den klassischen Bürobranchen auf kleinstem Raum ein Flächenbedarf von rund 150'000 m² besteht. Dieser ist im räumlich sehr weitläufigen äusseren Geschäftsgebiet mit 220'000 m² nicht wesentlich höher.

Breitflächiges, starkes Wachstum im äusseren Geschäftsgebiet

Der zweite Wachstumsbrennpunkt erstreckt sich im erweiterten Geschäftsgebiet vom CBD in Richtung See, was unter anderem auf die Firmensitze von Philip Morris und Nespresso zurückzuführen ist. Das äussere Geschäftsgebiet beeindruckte zwar insgesamt mit einem Nachfragewachstum von 19%, doch dieses fällt sehr grossflächig aus. Mit Ausnahme der Achse nach Westen über Malley-Renens-Crissier fehlen echte Wachstumsbrennpunkte, und die Zunahme ist eher der organischen Entwicklung ansässiger Unternehmen als grossen Neubauprojekten zuzuschreiben. Es scheint schwierig zu sein, Unternehmen in die Lausanner Peripherie zu locken, denn das Angebot an freien Flächen ist im äusseren Geschäftsgebiet vielfältig. Darüber hinaus erwecken einige Flächen bereits seit einem Jahr den Eindruck von Ladenhütern.

Zukünftige Wachstumsmotoren: CBD, Biopôle Park und EPFL

Zwei Standorte, die sich jedoch künftig neben den CBD-nahen Brennpunkten als Wachstumsmotoren weiter etablieren dürften, sind einerseits der Biopôle Park in Epalinges nord-östlich des CBD und andererseits der Campus der Eidgenössischen Technischen Hochschule Lausanne (EPFL) in Ecublens im Westen. Dadurch werden zwei Branchencluster in Lausanne in Campus-Form weiter ausgebaut. Die Flächen im Biopôle Park sind stark von Labors geprägt, und zukünftiges Wachstum dürfte besonders im Bereich Forschung und Entwicklung stattfinden. Dagegen entwickelt sich der Campus der EPFL vielfältiger und wirkt als Magnet im Technologiebereich. Der Computerzubehörhersteller Logitech, der 2010 ein Innovationscenter im Quartier

de l'Innovation auf dem Campus der EPFL eröffnete, verlegte im Sommer 2013 den gesamten Firmensitz von Morges dorthin und bekräftigte damit die Bedeutung des Standorts in der Nähe zur Wissenschaft. Zudem hat die Schweizerische Radio- und Fernsehgesellschaft (SRG SSR) im Dezember 2013 bekannt gegeben, den RTS-Produktionsstandort auf den Campus der EPFL zu verlegen. Mit der Ausschreibung eines Architekturwettbewerbes für das neue Gebäude zur Produktion von audiovisuellen Produkten ist für 2014 zu rechnen. Besonders bei der Weiterentwicklung im digitalen Bereich verspricht sich die SRG SSR Synergien mit Forschungseinrichtungen der EPFL. Das Modell des Lausanner Innovationsparks wird zunehmend zum Vorbild für die Planung des landesweiten Schweizer Innovationsparks mit den langfristigen Hauptstandorten Lausanne und Zürich, ergänzt um regionale Zentren. Umstritten in diesem Konzept ist, wie planbar der fruchtbare Austausch von hochrangiger Forschung und innovativen Unternehmen auf engem Raum ist. An der EPFL kommen schliesslich zwei wesentliche Faktoren zusammen, die andernorts in dieser Kombination fehlen: Erstens hat die EPFL weltweit eine erstklassige wissenschaftliche Reputation, und zweitens ist es in Ecublens platzmässig möglich, den unternehmerischen Innovationspark mit dem universitären Campus baulich verschmelzen zu lassen. Gerade diese räumliche Nähe zur technologischen Spitzenforschung ist es, die Unternehmen suchen.

Leerstände konzentrieren sich auf die Peripherie

Die Vermietungsschwierigkeiten abseits der Magnete Zentrum und EPFL werden am erhöhten Angebot von 89'000 m² Bürofläche ersichtlich, das zurzeit im weitläufigen äusseren Geschäftsgebiet zur Vermietung ausgeschrieben ist (vgl. Abb. 48). Darunter befinden sich zahlreiche kleine bis mittelgrosse ältere Flächen. Grössere Flächen stehen derzeit in Tolochenaz und Bussigny-près-Lausanne zum Angebot. Dagegen fällt das Angebot im CBD mit 16'700 m² knapp aus, besonders gemessen an der dortigen hohen Beschäftigungsdichte. Dieses Verhältnis kommt auch in den Leerständen zum Ausdruck. Mit 15'800 m² übertreffen die leerstehenden Büroflächen in Renens, Bussigny und Ecublens diejenigen des Lausanner Stadtgebietes um fast das Zweieinhalbfache. Insgesamt belief sich der gesamte Leerstand im Bezirk Ouest Lausannois 2013 auf 22'600 m², ein Plus von 34,5% im Vergleich zum Jahr 2012. Dagegen sank der Leerstand auf Lausanner Stadtgebiet um 38%.

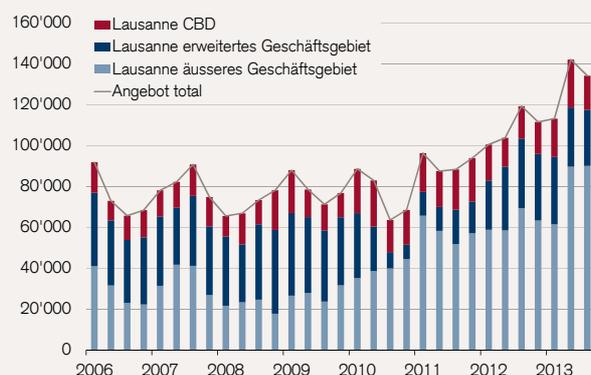
Ausser im äussersten Geschäftsgebiet dürften Mietpreise bald Boden finden

Auch dies ist ein Zeichen dafür, dass der CBD und das erweiterte Geschäftsgebiet ungeboren in der Gunst der Unternehmen stehen. Der 2012 beobachtete Rückgang der ausgeschriebenem Mieten im CBD dürfte daher auslaufen. Angesichts der rückläufigen Leerstände ist nicht auszuschliessen, dass die Mieten im CBD 2014 eine leichte Trendwende nach oben vollziehen und wieder der Marke von CHF 400/m² und Jahr (brutto) zustreben werden (vgl. Abb. 49). Auch im erweiterten Geschäftsgebiet dürften die Mieten bald Boden finden. Dagegen dürften die zusätzlichen Kapazitäten infolge der sich ihrem Ende zuneigenden Flächenexpansion der letzten zehn Jahren die Leerstände im äusseren Geschäftsgebiet weiter erhöhen und dazu führen, dass sich die dortigen Mieten, die im lokalen Vergleich derzeit überhöht sind, 2014 noch stärker auf die Marke von CHF 250/m² und Jahr zubewegen.

Abbildung 48

Entwicklung der angebotenen Bürofläche

Summe der quartalsweise ausgeschrieben Bestandesflächen in m²

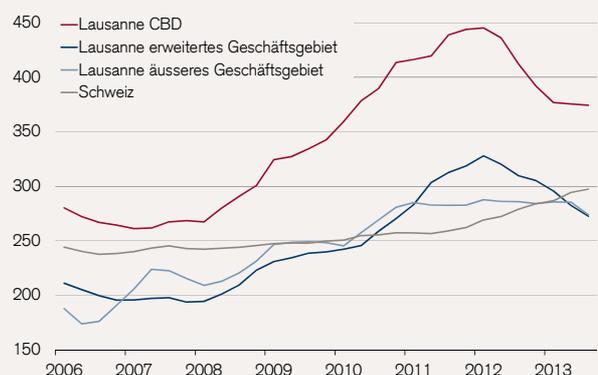


Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Abbildung 49

Entwicklung der Angebotsmieten

Flächengewichtetes Mittel der Bruttomietpreise (Bestand) in CHF/m² und Jahr



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse

Ausblick Büroflächen 2014

Hohe und weiter zunehmende Überkapazitäten

Der Büroflächenmarkt gerät immer mehr aus dem Gleichgewicht. Das für Büroflächen relevante Beschäftigungswachstum ist zwar solid, mündet aber nicht vollständig in einer Zusatznachfrage nach Mietflächen. Industrieorientierte Unternehmen bauen häufig selbst, grosse Dienstleistungsunternehmen haben vielfach bereits neue Flächen bezogen sowie Pufferzonen für weiteres Wachstum geschaffen, und die Ansiedlungen internationaler Unternehmen stocken aufgrund von Unsicherheiten in Bezug auf den Erhalt der Standortqualität in der Schweiz. Für Unternehmen mit Umzugsplänen wächst die Verhandlungsmacht angesichts eines Angebotes ausgeschriebener Flächen, das auf die Grössenordnung von 15% der vermietbaren Flächen zusteuert. Steigende Leerstände sind nicht mehr zu verhindern, sinkende Mieten ebenfalls nicht. In jenen Kantonen und Städten, in denen Messungen durchgeführt werden, dürften die Leerstände bis 2015 von heute 480'000 m² auf 650'000 m² steigen. Die gesamte Überkapazität bei den Mietflächen veranschlagen wir schon heute auf mehr als 900'000 m², was rund 5% der insgesamt vermietbaren Flächen entspricht. Im internationalen Vergleich ist dieses Überangebot noch nicht dramatisch, doch der Trend zeigt weiter aufwärts.

Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage

Entwicklung Bürobeschäftigung: Die verbesserten Aussichten für Konjunktur und Export dürften 2014 ein solides Beschäftigungswachstum von 10'000 Arbeitsplätzen in Bürobranchen garantieren. Auch die beschleunigte Tertiarisierung von Industriebetrieben sorgt für neue Büroarbeitsplätze. Allerdings dürfte dieser Stellenaufbau kaum flächenwirksam sein, sodass die Büroflächennachfrage das schnell wachsende Angebot nicht decken kann.

Situation in den einzelnen Branchen: Insbesondere Beratungsunternehmen, Anwaltskanzleien oder PR- und Marketingunternehmen dürften dank den verbesserten wirtschaftlichen Aussichten Stellen aufbauen. Für den zuletzt starken Beschäftigungsanstieg bei baunahen Unternehmen und der öffentlichen Hand rechnen wir hingegen mit einer verlangsamten Wachstumsdynamik. Die Finanzindustrie steht weiterhin unter enormem Kostendruck und wird kaum zum Stellenaufbau in der Bürobranche beitragen.

Ausgangslage



Ausblick



Angebot

Projektierungstätigkeit: Obwohl sich der Büroflächenmarkt zu einem Mietermarkt gewandelt hat, sind gemäss Baubewilligungen immer noch viele Büroflächen in Planung. Wegen des Überangebotes an Büroflächen werden jedoch immer mehr Projekte erst realisiert, wenn eine gewisse Vorvermietung der Liegenschaft erreicht ist. So wird die Produktion von Büroflächen zwar etwas gedrosselt, aufgrund der nach wie vor tiefen Zinsen verbleibt die Planung aber auf zu hohem Niveau und dürfte den Angebotsüberhang weiter verschärfen.

Angebotsstruktur: Kleine bis mittelgrosse, sanierungsbedürftige und lagebedingt dennoch teure Flächen dominieren das Angebot. Der Sanierungsdruck steigt. Dank Umbauarbeiten dürften zentral gelegene Flächen mittelfristig wieder Mieter aus den äusseren Geschäftsvierteln anlocken, sodass sich das Leerstandsrisiko in einer zweiten Phase verstärkt in die Agglomerationen verlagern wird.



Marktergebnis

Leerstände: 2013 haben sich die beobachteten Leerstände (Teilerhebung) gegenüber dem Vorjahr deutlich um 70'000 m² auf 480'000 m² erhöht. Auch die geschätzte gesamte Überkapazität hat weiter zugenommen und dürfte heute bei rund 900'000 m² liegen. Angesichts der verhaltenen Flächennachfrage und der regen Projektierung von Büroflächen rechnen wir damit, dass sowohl die gemessenen Leerstände als auch die Überkapazität bis 2015 nochmals deutlich ansteigen.



Mietpreise: Die Büromieten schwankten in den letzten Jahren zwischen Stagnation und leichtem Anstieg, wobei die schwierige Marktsituation für eine Verzerrung der Stichprobe sorgte und die Angebotsmieten von 2013 daher mit Vorsicht zu geniessen sind. Für 2014 erwarten wir sinkende Mieten, weil die Vermieter unter dem Druck des wachsenden Überangebots die effektiven Mieten senken müssen, um längere Leerstandszeiten zu verhindern.



Performance (Total Return): Die sinkenden Mieten und das steigende Leerstandsrisiko, das insbesondere bei älteren Flächen besteht, dürften die Nettocashflow-Renditen unter Druck setzen. Die Überkapazitäten sollten zudem das Preiswachstum und damit die Wertänderungsrendite nach oben begrenzen. Damit ist mit abnehmenden Gesamterträgen zu rechnen.



Quelle: Credit Suisse

Verkaufsflächen

Weil sich die Anleger in Bezug auf Investitionen in Verkaufsflächen zurückhalten, führt das Tiefzinsumfeld zu keiner übermässigen Flächenausweitung. Zum Glück, denn die Phase der Flächenexpansion liegt noch nicht lange zurück und der Schweizer Verkaufsflächenmarkt ist als gesättigt zu bezeichnen. Wenn sich Ungleichgewichte anbahnen, dann vielmehr aufgrund der Herausforderungen, denen die Detailhändler gegenüberstehen: Die besseren Umsatzaussichten werden den Detailhandel 2014 zwar stützen, der Druck aufgrund des wachsenden Onlinehandels und des steigenden Investitionsbedarfs wird aber grösser und hemmt die Flächennachfrage zunehmend.

Nachfrage

Harziger Geschäftsgang im Detailhandel hemmt Verkaufsflächennachfrage

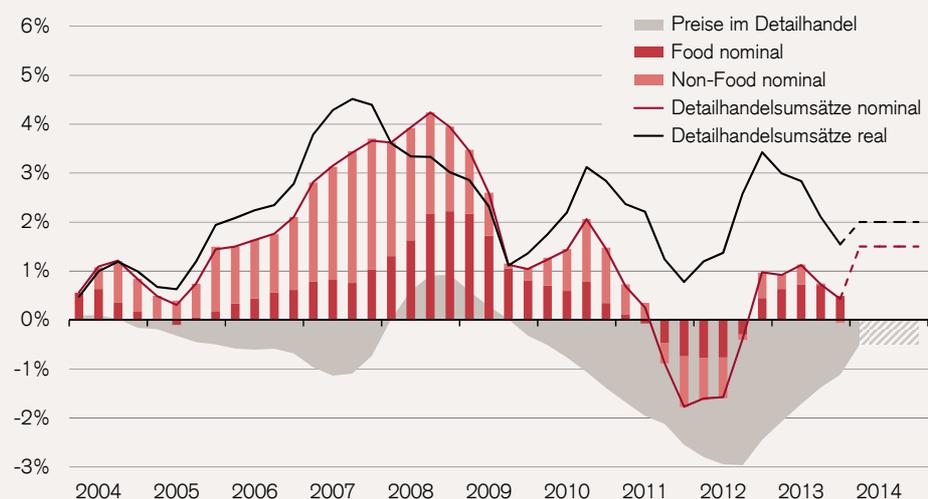
Detailhandel kam 2013 trotz guter Binnenkonjunktur nicht auf Touren

Die Schweizer Binnenwirtschaft befindet sich seit geraumer Zeit in einem «Super-Zyklus». Der florierende Privatkonsum wird von tiefen Zinsen und hoher Zuwanderung getragen. Dennoch durchlebte der Detailhandel 2013 ein harziges Geschäftsjahr, weil ein Teil der zusätzlichen Konsumausgaben in die Bereiche Immobilien, Gesundheit, Ferien und Transport und folglich nicht in den Detailhandel floss. Der nominale Privatkonsum stieg 2013 schätzungsweise um 2%, während die nominalen Detailhandelsumsätze infolge erneuter Preisnachlässe lediglich um 0.5% zulegten (vgl. Abb. 50). Real lag das Umsatzwachstum bei gut 1.5%. Die Preiserosion schwächte sich 2013 weiter ab. Nach Preisabschlägen von 2.5% in den beiden Vorjahren senkten die Detailhändler die Preise im Jahr 2013 noch um gut 1.0%.

Abbildung 50

Detailhandelsumsätze und Detailhandelspreise

Jahresveränderung der Vierquartalsumme; Wachstumsbeiträge (nominal); 2014: Prognose



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Schwierig zu erklärendes schwaches Umsatzjahr

Das sowohl real als auch nominal tiefere Wachstum der Detailhandelsumsätze findet in den klassischen Einflussfaktoren wenig Entsprechung: Der Arbeitsmarkt entwickelte sich robust, die Reallöhne stiegen leicht, und die Konsumentenstimmung setzte ihre Erholung fort. Auch die Zuwanderung erwies sich 2013 einmal mehr als wichtige Konsumstütze. Ebenso wenig vermag der Einkaufstourismus das harzige Geschäftsjahr zu erklären. Obwohl der Kaufkraftabfluss von mehr als CHF 4.5 Mrd. dem hiesigen Detailhandel erneut einiges abverlangte, nahm der Einkaufstourismus nur noch geringfügig zu. Zu leiden hatte im letzten Jahr besonders das Non-

Food-Segment, in welchem die nominalen Umsätze durch die Preiserosion stärker belastet wurden (vgl. Abb. 50). Vorgezogene Käufe mit starken Preisnachlässen in den Jahren 2011 und 2012 sowie ein ungünstiger Wetterverlauf mögen als Erklärung dienen. Das schlechte Frühlingwetter drückte beispielsweise in den wettersensitiven Segmenten Schuhe und Bekleidung sowie Do-It und Freizeit auf die nominalen Umsätze. Letztlich deutet indes alles auf eine typische Sättigung im Detailhandel hin.

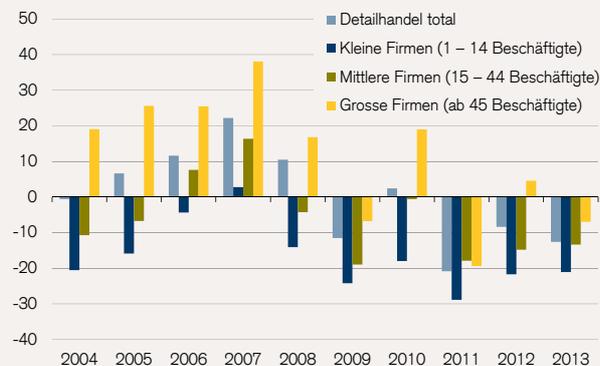
Dritte Verschlechterung der Ertragslage in Folge

Wie stark die schwachen Umsatzzahlen und die Preiserosion der vergangenen Jahre der Detailhandelsbranche zusetzen, verdeutlichen die Ergebnisse der Befragung zur Ertragslage durch die Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (vgl. Abb. 51). Nur einmal in den vergangenen fünf Jahren fiel die Ertragslage im gesamten Detailhandel per Saldo positiv aus – und das auch im Jahr 2010 nur knapp. Die grösseren Detailhändler, die noch Mitte des letzten Jahrzehnts zu den Gewinnern zählten, gaben mehrheitlich ebenfalls eine sich verschlechternde Ertragslage zu Protokoll.

Abbildung 51

Ertragslage der Detailhändler

Saldo des Anteils der positiven (= verbessert) und negativen (= verschlechtert) Antworten, in Prozentpunkten

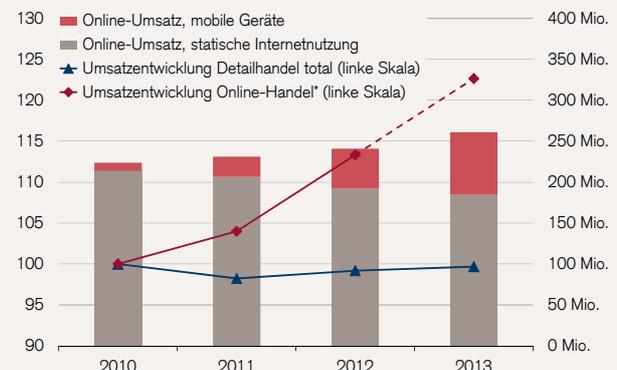


Quelle: KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich, Credit Suisse

Abbildung 52

Umsatzentwicklung im Lebensmittel-Detailhandel

Umsatz im Lebensmittel-Online-Handel nach Bestellart, in CHF; Umsatzentwicklung (nominal), Index: 2010 = 100, * 2013: Schätzung



Quelle: GfK, VSV, Coop, Migros Genossenschaft

Ausblick 2014: Leichte Beschleunigung des Umsatzwachstums im Detailhandel

Für das Jahr 2014 sind wir verhalten optimistisch. Die Binnenwirtschaft bleibt in der Positivspirale und dürfte durch das leicht schwächere Wachstum der Reallöhne nicht stark beeinflusst werden. Wir rechnen mit einer ähnlich hohen Nettozuwanderung wie im Vorjahr, sodass dem hiesigen Detailhandel eine der wichtigsten Konsumstützen erhalten bleibt. Eine Annahme der migrationspolitischen Vorlagen stellt ein gewisses Risiko dar. Neben der konsumdämpfenden Verunsicherung würde eine mittelfristig sinkende Zahl an Einwanderern eine bisher jährlich wachsende Konsumentenbasis schmälern, die sich aufgrund ihres Alters und Ausbildungsstands als um einiges konsumfreudiger als der Schweizer Durchschnittskonsument erwiesen hat. Wir erwarten für 2014 ein nominales Umsatzplus von rund 1.5% (vgl. Abb. 50). Weil die Detailhandelspreise nur noch leicht nachlassen dürften, sollten die realen Detailhandelsumsätze um rund 2.0% steigen. Die Aussichten für die nominalen Umsätze im Detailhandel sind damit wieder besser, wozu auch der sich stabilisierende Einkaufstourismus beiträgt, der als Bremsfaktor wegfällt.

E-Commerce schwächt strukturell bedingte Zusatznachfrage

Die erwartete Umsatzbeschleunigung im Detailhandel dürfte sich nicht direkt auf die Nachfrage nach Verkaufsflächen übertragen, weil die konjunkturelle Entwicklung des Detailhandels von strukturellen Faktoren überlagert wird. Zu diesem Strukturwandel zählen die veränderten Einkaufsbedürfnisse (Convenience und Online-Handel), das Verschwinden der Tante-Emma-Läden zugunsten grösserer Formate, das Wachstum der Fachmärkte und die Expansion grosser, oftmals ausländischer Händler. Bis anhin hatten diese strukturellen Veränderungen unter dem Strich einen positiven Einfluss auf die Flächennachfrage. Sie heizten insbesondere Mitte des vergangenen Jahrzehnts die Flächenexpansion an. Mit der wachsenden Bedeutung des E-Commerce dürfte sich der Saldo der strukturell bedingten Zusatznachfrage nach neuen Flächen zunehmend abschwächen. Denn keine andere strukturelle Veränderung wird dem Detailhandel und insbesondere den Verkaufsflächen so stark zusetzen wie der Online-Handel. Gemäss Zah-

len des Marktforschungsunternehmens GfK und des Verbands des Schweizerischen Versandhandels wurden 2012 schätzungsweise erst 5% des gesamten Detailhandelsumsatzes über den Online-Kanal (nur Schweiz, ohne Auktionshäuser) generiert. Ende des nächsten Jahrzehnts dürfte es gemäss unserer Schätzung ein Drittel sein. Auch wenn sich die Umsatzverlagerung vom stationären Handel in den Online-Kanal nicht im gleichen Masse auf die Flächen auswirken dürfte, ist die Bedrohung der Verkaufsflächen insbesondere mittel- bis langfristig dennoch gross.

Wie der Online-Handel die Flächennachfrage beeinflusst

1. Durch Online-Handel nachgefragte Flächen verschmelzen mit Logistikknutzung

Im Zusammenhang mit dem boomenden Online-Handel werden nicht nur Flächen bedroht, sondern wird auch eine gewisse Zusatznachfrage generiert. Ein Beispiel für diese Mehrnachfrage sind Showrooms, die das Bedürfnis der Kunden nach persönlicher Beratung und Augenschein vor Ort erfüllen. Ein anderes Beispiel sind Logistikflächen, da der Online-Handel erhöhte Ansprüche an die Distribution der Güter stellt (vgl. Exkurs S. 58 ff.). Vor diesem Hintergrund sehen wir grosses Potenzial für Umnutzungen leer stehender Bestandesflächen aus den Bereichen Verkauf, Gewerbe und Industrie. Indessen dürfte es immer schwieriger werden, zwischen Logistik- und Verkaufsflächen zu unterscheiden, weil die beiden Nutzungen miteinander verschmelzen.

Auswirkung auf Flächennachfrage: Online-Handel generiert Zusatznachfrage nach Verkaufs- und Logistikflächen (Verlagerung der Flächennachfrage).

2. Mobiles Einkaufen beschleunigt Umsatzwachstum im Online-Handel

Seit Jahren wachsen die Umsätze im Online-Handel stärker als der Gesamtmarkt (vgl. Abb. 52). Die mobile Internetnutzung verleiht dem Online-Handel zusätzlichen Aufwind – insbesondere mit der Bereitstellung spezieller Bestell-Applikationen (Apps). Die Nutzung via App ist oftmals intuitiver und einfacher, was die Nachfrage erhöht. Wie wichtig die Präsenz mit mobilen Lösungen für Online-Shops ist, zeigt das Beispiel der Lebensmittel-Webshops der beiden Grossverteiler. LeShop und Coop@Home verfügen beide über spezielle Apps. Dies stösst auf Anklang: Der Anteil des Umsatzes, der mit mobilen Geräten getätigt wurde, hat sich seit 2010 mehr als versiebenfacht (vgl. Abb. 52). Da eine Lancierung spezieller Apps – sei es für Smart-Phones und Tablets zusammen (z.B. Coop@Home) oder getrennt (z.B. LeShop) – zusätzliche IT-Investitionen voraussetzt, dürfte eine Einführung solcher Dienstleistungen aufgrund von Skaleneffekten nur für grössere Branchenakteure infrage kommen.

Auswirkung auf Flächennachfrage: Bedrohung der Verkaufsflächen wird beschleunigt.

3. Online-Shopping: Kostenintensives, aber (überlebens-) wichtiges Unterfangen

Aus Sicht der stationären Händler ist es wichtig, auch mit einem Online-Shop präsent zu sein. Wie komplex und kostenintensiv ein solches Unterfangen ist, kommt auf die Umsetzung an. Dabei reicht die Palette von Online-Shops, die parallel zum stationären Geschäft geführt werden, bis hin zu komplexen Cross-Selling-Management-Strategien mit speziellen Lösungen für mobile Geräte und ausgeklügelten Logistikdienstleistungen. Der Investitionsbedarf in die IT und Logistik ist insbesondere bei komplexen Lösungen gross und die Umsetzung zeitintensiv. Da der Markt hart umkämpft ist und einem starken Wandel unterliegt, darf auch der laufende Investitionsbedarf nicht unterschätzt werden. Steht der Webshop einmal, bedarf es laufend weiterer Investitionen, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Generell gilt, dass der Online-Kanal ein eigenes Geschäftsmodell erfordert.

Auswirkung auf Flächennachfrage: Online-Kanal schwächt die Flächennachfrage, weil die stationäre Fläche reduziert wird.

4. Stationärer Handel: Ausspielen der komparativen Vorteile erfordert Investitionen

Der stationäre Detailhandel muss sich auf die wachsende Bedrohung durch den Online-Handel einstellen. Indessen verfügt auch der stationäre Handel über komparative Vorteile, die es besser hervorzuheben gilt. Dazu zählen die persönliche Beratung, das Einkaufserlebnis, eine Inszenierung der Produkte, die beim Kunden Emotionen auslöst, und der sofortige Kaufabschluss. Kurz: Der Online-Handel zwingt die stationären Händler, sich und die Inszenierung ihrer Produkte neu zu erfinden. Weil dies ohne zusätzliche Kosten kaum umsetzbar ist, wird der Investitionsbedarf auch für den stationären Handel steigen.

Auswirkung auf Flächennachfrage: Investitionsbedarf hemmt Flächennachfrage kurzfristig, langfristig wird die Nachfrage nach neuen und bestehenden Verkaufsflächen aber gestützt.

Verhaltene Flächennachfrage

Die Nachfrage nach neuen Verkaufsflächen hatte 2013 angesichts der schwachen Umsatzentwicklung und der verschlechterten Ertragslage sowie der Herausforderungen seitens des E-Commerce einen schweren Stand. Sie stützte sich wie bereits in vergangenen Jahren insbesondere auf das Bevölkerungswachstum und den Strukturwandel. Daran dürfte sich im laufenden Jahr nicht viel ändern. Die Flächennachfrage wird sich voraussichtlich wie in der Vergangenheit auf diejenigen Regionen mit hohem Bevölkerungswachstum konzentrieren (vgl. Abb. 57 und Abb. 58). Während die Zuwanderung insbesondere für zusätzliche Konsumenten in den Gross- und Mittelzentren sorgt, führt die Binnenmigration dazu, dass an Standorten ausserhalb der Zentren mit guter Erreichbarkeit zusätzliches Kundenpotenzial entsteht.

Die Verlagerung von Umsätzen in den Online-Kanal wird die Flächennachfrage dagegen reduzieren – direkt über geringere Umsätze im stationären Handel, indirekt, weil die Online-Herausforderung die Detailhändler zu Investitionen zwingt, sodass Mittel für die Flächenexpansion fehlen dürften. Die Ergebnisse einer Befragung von Fuhrer & Hotz zur Flächenplanung der grösseren Detailhändler zeigen eine stärkere Ausdifferenzierung.² Mit 11% plant im Vergleich zum Vorjahr ein grösserer Anteil der Detailhändler für 2014 eine Reduktion der Verkaufsflächen. Gleichzeitig nahm aber auch der Anteil der Detailhändler, die für 2014 eine Flächenexpansion planen, auf 60% der Befragten zu. 2013 waren es erst 46% gewesen. Das Ausmass der Mehrnachfrage fällt aber dennoch moderater aus als in den beiden Vorjahren.

Filialisierung im Detailhandel schreitet voran

Filialisierung im Detailhandel weit verbreitet

Die Expansionsabsichten in- und ausländischer Filialketten in der Schweiz waren in der Vergangenheit der Megatrend der Branche und beeinflussten die Verkaufsflächennachfrage massgeblich. Zum Zeitpunkt der Betriebszählung 2011 war die Filialisierung im Schweizer Detailhandel denn auch weit verbreitet. 58% der Detailhandelsbeschäftigten waren in einem Mehrbetriebsunternehmen tätig (vgl. Abb. 53). 17% der Beschäftigten arbeiteten für einen Detailhändler mit einem kleinen Filialnetz (ein bis neun Filialen), 19% für einen Detailhändler mit einem mittleren bis grossen Filialnetz (zehn bis 99 Filialen) und 22% für einen Detailhändler mit einem Filialnetz ab 100 Filialen. Die Unterschiede innerhalb der Subbranchen sind gross. Am stärksten sind die Warenhäuser (97%) sowie die Kategorie Supermärkte, Dorf- und Quartierläden (87%) filialisiert, während die Bereiche Elektronikhandel, Apotheken/Drogerien, Papeterien und Sporthandel allesamt einen Filialisierungsgrad von weniger als 40% aufweisen.

Hoher Filialisierungsgrad in den Zentrumsregionen

Obwohl es noch einige Tante-Emma-Läden gibt, hat die Filialisierung in den Schweizer Zentren klar die Oberhand (vgl. Abb. 54). Die Dominanz der in- und ausländischen Filialketten in den Innenstädten führt zu einem Filialisierungsgrad von durchschnittlich 60% in den Schweizer Gross- und Mittelzentren. In den Regionen ausserhalb der Zentren variiert der Grad der Filialisierung zwischen tiefen 20% in Mesolcina und hohen 77% im Glattal.

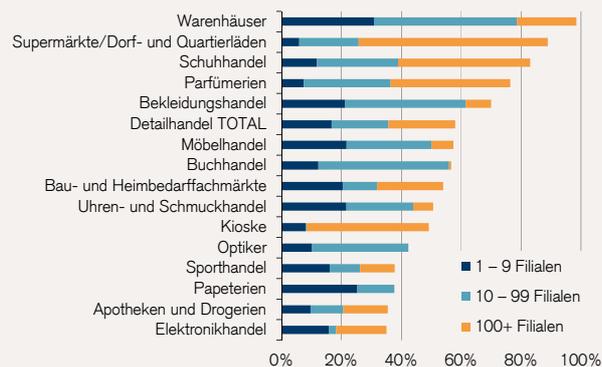
² Vgl. Credit Suisse Economic Research (2014): Swiss Issues Branchen – Retail Outlook 2014, Fakten und Trends, S. 38 f.

Der sehr hohe Wert für das Glatttal erklärt sich mit den zahlreichen Einkaufszentren und Fachmärkten, die sich in der Region niedergelassen haben und die stark filialisiert sind. Die zwei genannten Beispiele bestätigen die Regel: Regionen, die gut mit Fachmärkten und Einkaufszentren versorgt sind, weisen einen hohen Filialisierungsgrad auf.

Abbildung 53

Filialisierungsgrad 2011, nach Segment

Beschäftigungsanteil von Mehrbetriebsunternehmen an der gesamten Branchenbeschäftigung, in %

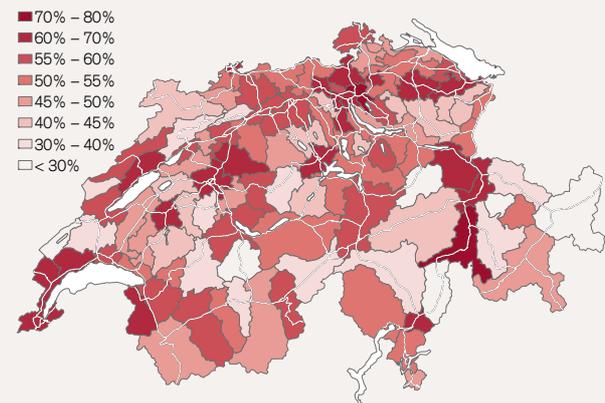


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abbildung 54

Filialisierungsgrad 2011, nach Regionen

Beschäftigungsanteil von Mehrbetriebsunternehmen an der gesamten Branchenbeschäftigung, in % (ohne Kleingewerbe/Reisebüros)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, Geostat

Filialisierung setzt sich fort

Bei Vergleichen auf der Zeitachse ist allerdings Vorsicht geboten, zumal die Betriebszählung 2011, auf der die Analyse basiert, neu auch Kleinstunternehmen berücksichtigt. Der Filialisierungsgrad ist im Vergleich zum Jahr 2008 trotz Kleinstunternehmen, die eher nicht in einem Filialnetz organisiert sind, gestiegen. Somit kann dennoch mit hoher Sicherheit gefolgert werden, dass sich der branchenweite Trend zur Filialisierung bis 2011 fortsetzte. Da sich zahlreiche Filialketten weiterhin auf Expansionskurs befinden und etliche ausländische Firmen den Markteintritt suchen, wird die Filialisierung weiter voranschreiten und entsprechend zusätzliches Nachfragepotenzial schaffen, gleichzeitig aber auch den Wettbewerb anheizen. Die ausländischen Filialketten werden sich auf Standorte mit ausgezeichneter Mikrolage (z.B. Innenstadtlagen oder etablierte Einkaufszentren) konzentrieren. Werden solche Flächen frei, dürften folglich ohne weitere Schwierigkeiten Nachfolger zu finden sein, die aus Prestige Gründen auch horrendes Mietpreisniveau akzeptieren.

Angebot

Geringe Flächenausweitung in schwierigem und gesättigtem Markt

Das vergangene Jahrzehnt war von einer ausgeprägten Flächenexpansion gekennzeichnet. Alleine von 2000 bis 2009 öffneten 47 Einkaufszentren ihre Tore – also jedes dritte Schweizer Einkaufszentrum mit mehr als 7000 m² Fläche und Lebensmittelangebot. In der Folge stiegen die Bauinvestitionen von Neubaufächen im Mittel der Jahre 2004 bis 2010 auf über CHF 1 Mrd. (vgl. Abb. 55). Dagegen flossen in dieser Phase deutlich weniger Investitionen in Umbauten. Das Ende dieser Expansionsphase kommt in der Baubewilligungsstatistik des Rezessionsjahres 2009 deutlich zum Ausdruck. Seit 2009 bewegt sich das Volumen baubewilligter Projekte mit Ausnahme des Jahres 2012 auf einem deutlich tieferen Niveau. Gemessen an den aktuellen Baugesuchen für neue Verkaufsflächenprojekte, wird die Flächenausweitung vorerst tief bleiben: Die Jahressumme der eingereichten Gesuche sank im Dezember 2013 auf den tiefsten Wert seit 1995.

Bauboom im vergangenen Jahrzehnt bis zum Rezessionsjahr 2009

Unsichere Realisierungsquote seit Langem geplanter Einkaufszentren

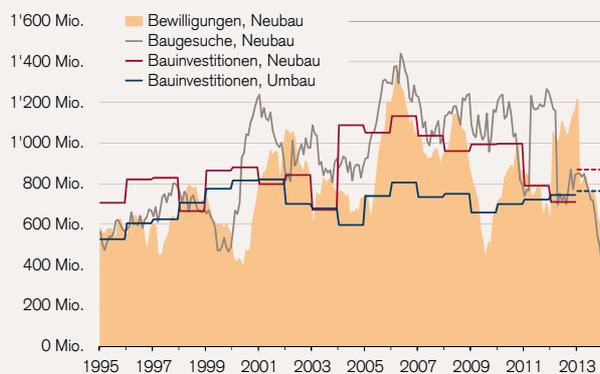
Die geringe Zahl der Baugesuche im Jahr 2013 sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass einige Einkaufszentren zum Teil seit Jahren in der Planung sind. Grosse und im öffentlichen Fokus stehende Bauprojekte wie Einkaufszentren müssen von langer Hand geplant werden. Die Hür-

den, zu denen die Investorensuche, die Vorvermietung sowie Einsprachen gehören, sind hoch und führen oft zu einer langen Verzögerung zwischen Gesucheingabe und Eröffnung. Trotz abebbender Flächenplanung ist die Nutzfläche in Einkaufszentren insbesondere in den Jahren 2011 und 2013 mit rund 75'000 m² bzw. 60'000 m² markant gestiegen (vgl. Abb. 56). Auch 2014 wird mit knapp 50'000 m² eine stolze Fläche hinzukommen, 2015 dürften es noch 20'000 m² sein. Nach 2014 steigt die Unsicherheit darüber, wie viele der geplanten Zentren tatsächlich noch realisiert werden. Bei einigen Projekten setzen wir grosse Fragezeichen hinter deren Fertigstellung, da die Hürden hoch sind. Berücksichtigt man zudem die nachfrageseitige Sättigung und das Ausmass der vergangenen Flächenexpansion, dürfte sich die Ausweitung neuer Flächen trotz der noch offenen Projekte abkühlen.

Abbildung 55

Projektierungs- und Investitionstätigkeit

Gesuche/Bewilligungen Verkaufsflächen (Neubau), Bauinvestitionen (Neu- und Umbau; 2013: provisorische Daten gemäss Bauvorhaben), in CHF



Quelle: Baublatt, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abbildung 56

Flächenausweitung in Einkaufszentren

Flächenausweitung in Einkaufszentren (Neubau), in m²; mindestens 7000 m² Fläche und mit Lebensmittelangebot



Quelle: Credit Suisse, GfK, Wüest & Partner

Hoher zukünftiger Bedarf an Umbauinvestitionen

Die Neubauwelle des letzten Jahrzehntes und die zunehmende Konkurrenz im dichten Netz der Einkaufszentren haben dafür gesorgt, dass vielerorts Erneuerungen und Umbauten im Fokus stehen. Alleine von 2000 bis 2009 wurden an 43 Zentren Erneuerungen oder Umbauten (inklusive kleinerer Arbeiten) vorgenommen. Seit 2010 wurden an weiteren 49 Zentren Arbeiten ausgeführt bzw. sind im Gange. Auch wenn ein Teil davon auf reguläre Unterhaltsarbeiten entfallen dürfte, wird der Investitionsbedarf kaum abnehmen. Bei einem angenommenen Investitionszyklus von 15 Jahren zählen wir 31 Zentren, bei denen bis 2018 eine Erneuerung oder ein Umbau anstehen dürfte. Weil auch die Einkaufszentren auf ihre komparativen Vorteile setzen müssen (vgl. Kasten S. 52), um in einem Markt mit boomendem E-Commerce bestehen zu können, steigt der Investitionsbedarf über die zahlreichen anstehenden regulären Unterhaltsarbeiten hinaus. Obwohl die negative Entwicklung des Flächenumsatzes in den Einkaufszentren in den Jahren 2011 und 2012 eine denkbar ungünstige Ausgangslage darstellt, dürften die tiefen Zinsen die Umsetzung von Investitionsvorhaben letztlich begünstigen.

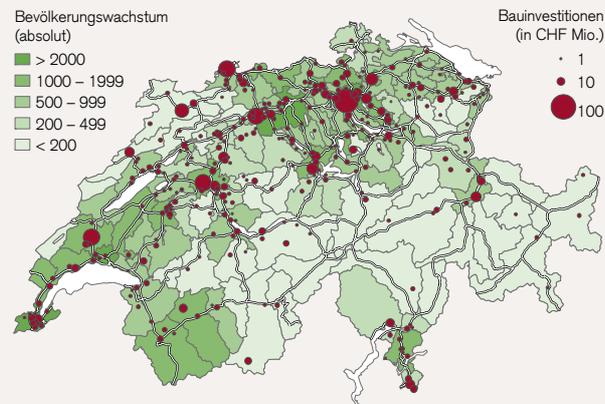
Erreichbarkeit als Treiber der Flächenausweitung entlang des Nationalstrassennetzes

Abbildung 57 zeigt, wo in den letzten zehn Jahren baulich in neue Verkaufsgeschäfte investiert wurde. Die höchsten Investitionen flossen in den Grossraum Zürich. Aber auch in den Regionen Genf, Gros-de-Vaud, Bern, Basel-Stadt sowie im Raum Olten sind zahlreiche zusätzliche Verkaufsflächen entstanden. Das sind just die Regionen, in deren Umkreis die Einwohnerzahl in der Vergangenheit am stärksten zunahm. Da ein Grossteil der Investitionen der vergangenen zehn Jahre in Einkaufszentren, Fachmärkte und Verkaufsgeschäfte mit Fachmarktcharakter (z.B. Aldi und Lidl) floss, war die Erreichbarkeit mit dem motorisierten Individualverkehr ein gewichtiger Einflussfaktor für die Flächenexpansion. Folglich sind auch viele der neuen Flächen entlang dem Nationalstrassennetz entstanden. Das trotz hohen Bevölkerungswachstums scheinbar tiefe Investitionsvolumen im Kanton Wallis täuscht: 2013 sind im Wallis diverse Einkaufszentren eröffnet worden, die in die Investitionsstatistik noch nicht eingeflossen sind, und 2014 werden weitere Flächen folgen. Legt man das zukünftige Bevölkerungswachstum als Konsumwachstum zugrunde, dürften sich auch die künftigen Investitionen auf diese Regionen konzentrieren, wenn auch weniger dynamisch als im vergangenen Jahrzehnt (vgl. Abb. 58).

Abbildung 57

Bevölkerungswachstum und Bauinvestitionen

Mittleres jährliches Bevölkerungswachstum, 2003–2012; mittlere jährliche Bauinvestitionen in Verkaufsflächen, 2003–2012 (> CHF 1 Mio.)

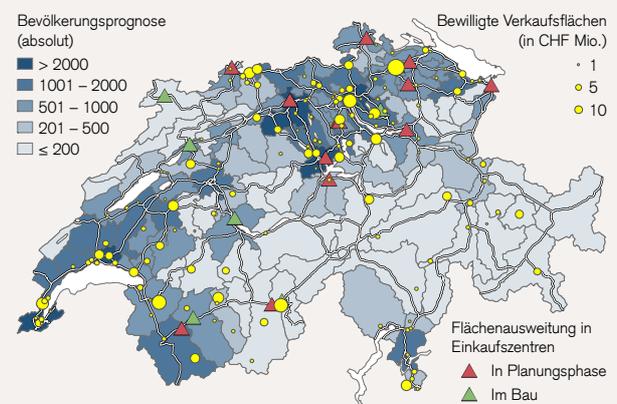


Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik, Geostat

Abbildung 58

Bevölkerungsprognose und Flächenausweitung

Prognostiziertes mittleres jährliches Bevölkerungswachstum, 2013–2023; bewilligte Verkaufsflächen (letzte 18 Monate; > CHF 1 Mio.)



Quelle: Credit Suisse, Baublatt, GfK, Wüest & Partner, Geostat

Insgesamt lässt sich die zurückhaltende Flächenplanung der Investoren und Detailhändler also gleichermaßen mit angebotsseitigen Entwicklungen und Strukturen einerseits und nachfrage-seitigen Herausforderungen andererseits erklären. Erstens liegt die starke Flächenausweitung noch nicht sehr lange zurück. Zweitens befinden sich noch zahlreiche Einkaufszentren im Bau oder in der Planungsphase, obwohl die Flächenproduktivität im Shoppingcenter-Segment rückläufig ist. Drittens ist der Schweizer Markt für Verkaufsflächen gesättigt, und viertens sind sich viele Investoren der Herausforderungen aufgrund des Strukturwandels bewusst. Die Konzentration vieler institutioneller Anleger auf Investitionen in Wohn- und Büroflächen dürfte letztlich auch darauf zurückzuführen sein, dass der Verkaufsflächenmarkt ein flächentechnisch kleiner und anspruchsvoller Immobilienmarkt ist.

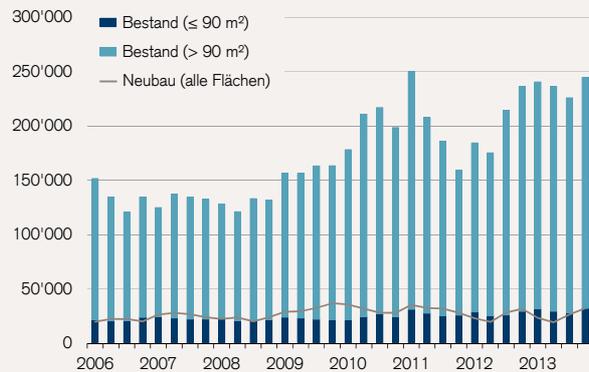
Marktergebnis: Herausforderungen werden zunehmend sichtbar**Hohes Flächenangebot widerspiegelt Nachfrageschwäche**

Obwohl sich die Phase der Flächenexpansion seit Ende 2010 stark abschwächte und die Schweiz nur bedingt von der Wirtschaftskrise betroffen war, stieg das Angebot von Bestandesflächen im Jahr 2012 nach kurzer Erholung an und verharrt seitdem auf hohem Niveau. Im 4. Quartal 2013 wurden in den Online-Portalen knapp 245'000 m² an Verkaufs- und Kleingewerbeflächen ausgeschrieben. Dass das Flächenangebot im Bestand hoch bleibt, ist auf die nachfragebedingten Schwierigkeiten zurückzuführen. Weil seitens der strukturellen Veränderungen und des damit verbundenen hohen Investitionsbedarfs im laufenden Jahr keine Linderung zu erwarten ist, dürfte sich das Volumen der ausgeschrieben Detailhandelsflächen weiter auf hohem Niveau bewegen. In der vorherigen Welle von 2009 bis 2011 war das erhöhte Flächenangebot dagegen auf die zuvor erfolgte Flächenexpansion zurückzuführen. Bis 2008 fanden neue Flächen dagegen mehrheitlich mühelos neue Mieter, und die bestehenden Verkaufsflächen mussten nicht in hohem Mass neu ausgeschrieben werden. Dies geht aus dem Flächenangebot sowohl für Neubau- als auch Bestandesflächen hervor, das sich im Zeitraum von 2006 bis Ende 2008 stabil entwickelte (vgl. Abb. 59).

Irreführender Verlauf der Angebotsmieten

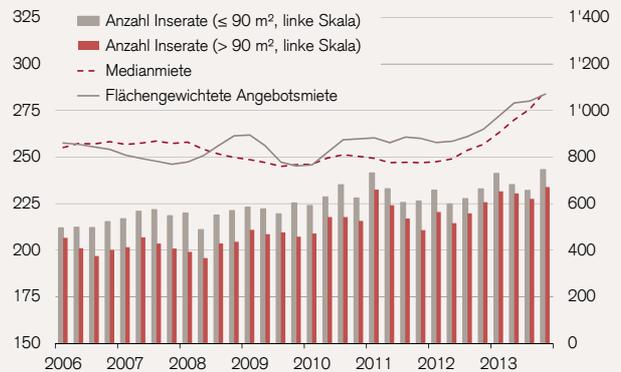
Der Anstieg der Angebotsmieten, der sich bereits Ende 2012 abzeichnete, setzte sich im Jahr 2013 fort. Ende 2013 erklomm die Medianmiete (brutto) den Wert von CHF 285 pro m² und lag damit um 11% über dem Mittel seit 2006 (vgl. Abb. 60). In Anbetracht der Marktlage erscheinen die steigenden Mieten widersprüchlich. Weil es sich hierbei um Angebotsmieten handelt, also um Mieten, die in Online-Inseraten publiziert werden, drängt sich allerdings eine vorsichtige Interpretation auf. Derzeit ist der Mietanstieg auf ein zunehmendes Angebot an teuren Flächen zurückzuführen.

Abbildung 59

Inserierte Verkaufs- und KleingewerbeflächenAusgeschriebenes Flächenangebot in m², Bestand und Neubau

Quelle: Credit Suisse, Meta-Sys AG

Abbildung 60

Entwicklung Angebotsmieten und Zahl der InserateGeglättete Bruttomietpreise in CHF/m² und Jahr; Anzahl Inserate nach Fläche

Quelle: Credit Suisse, Meta-Sys AG

Lagebedingt zunehmende Mietzinsdiskrepanz

Der Verkaufsflächenmarkt ist ohnehin von einem sehr heterogenen Preisgefüge auf kleinem Raum gekennzeichnet. Entscheidend sind die Passanten- bzw. Verkehrsfrequenzen und die Visibilität der Lage. Die kleinräumige Mietzinsgestaltung kommt in den Innenstädten besonders gut zum Ausdruck: Nur wenige Meter neben einer gut sichtbaren und hoch frequentierten Lage kann der Mietzinsabschlag beträchtlich ausfallen. Wir gehen davon aus, dass sich die Mietzinschere zwischen hoch frequentierten Toplagen und jenen mit geringeren Frequenzen künftig noch weiter öffnen wird. Vor allem in Zeiten, in denen selbst in der Innenstadt verankerte Bekleidungsketten verstärkt auf den Online-Kanal setzen, bekommt die Visibilität eine ganz neue Bedeutung: Sie muss nicht mehr nur die Kundschaft in den Laden locken, sondern die Marke zudem in den Köpfen auch jener Konsumenten mit hoher Internet-Affinität verankern. Besonders wichtig ist diese lageabhängige Funktion für «Flagship Stores» internationaler Marken, die nur an wenigen Orten physisch vertreten sind und den Hauptteil ihres Handels online abwickeln. Der kombinierte Showroom- und Marketingeffekt dieser Geschäfte übersteigt ihren effektiven Flächenumsatz bei Weitem. Entsprechend hoch ist die Zahlungsbereitschaft der Mieter.

Erhöhte Leerstände in Genf und Basel-Landschaft

Das erhöhte Angebot an Verkaufsflächen kommt in den Leerständen nicht zum Ausdruck. Gemäss den verfügbaren Daten, die schätzungsweise ein Drittel des Marktes abbilden, waren die leer stehenden Flächen 2013 gegenüber dem Vorjahr weiter leicht rückläufig. Nach knapp 68'000 m² im Jahr 2012 wurden in der Erhebung 2013 noch 66'300 m² leer stehende Verkaufsflächen gemessen, ein Minus von 2.4%. Da die rückläufige Entwicklung nur auf zwei Kantonen – Waadt und Basel-Stadt – fusste, kann insgesamt von einer stabilen Situation gesprochen werden. Im Kanton Basel-Landschaft hingegen haben die Leerstandsflächen seit einigen Jahren laufend zugenommen. Die Nähe zum Ausland dürfte dabei ein bedeutender Faktor gewesen sein. Im Kanton Genf stiegen die leer stehenden Flächen im Verlauf der vergangenen Jahre in Einklang mit der Anzahl inserierter Flächen ebenfalls an. Auch hier könnte der Einkaufstourismus eine gewisse Rolle spielen.

Stabile Entwicklung der leer stehenden Verkaufsflächen, leichter Anstieg 2014

Trotz vereinzelt beobachteter Absorptionsprobleme zeugen die Leerstandsflächen insgesamt von einer stabilen Entwicklung. Dank der geringeren Ausweitung neuer Verkaufsflächen konnten die Ungleichgewichte aufgrund der zahlreichen nachfrageseitigen Herausforderungen bis anhin in überschaubarem Rahmen gehalten werden. Obgleich die Ampeln für den Konsum im kommenden Jahr auf grün stehen, werden die Herausforderungen in Bezug auf den Investitionsbedarf und den Online-Handel nicht kleiner. Wir erwarten daher, dass die Leerstandsflächen 2014 steigen und sich der Marke von 70'000 m² nähern werden.

Ausblick Verkaufsflächen 2014

Zurückhaltung im Verkaufsflächenmarkt

Trotz tiefer Zinsen und damit idealer Rahmenbedingungen für Immobilieninvestitionen halten sich Anleger im Verkaufsflächenmarkt zurück. Die letzte grosse Flächenexpansion der Jahre 2004 bis 2010, die vor allem vom Bau von Einkaufs- und Fachmarktzentren angetrieben wurde, liegt noch nicht weit zurück und hat den Wettbewerb verschärft. Die umsatzbedingt grundsätzlich positive Nachfrage wird durch anhaltende Herausforderungen, wie z.B. wachsende Umsatzanteile des Online-Handels und einen erhöhten Investitionsbedarf zur Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit, geschwächt. Im Gegensatz zum Wohn- und Büroflächenmarkt ist somit weiterhin mit einer unterdurchschnittlichen Ausweitung der Detailhandelsflächen zu rechnen. Das hält den Markt im Gleichgewicht und verhindert trotz Nachfrageschwächen ein Überangebot. Weil der Erfolg von Verkaufsflächen stark von den Passanten- und Verkehrsfrequenzen abhängt, bleibt die Lagequalität für die Vermietbarkeit entscheidend.

Nachfrage, Angebot und Marktergebnis

Nachfrage	Ausgangslage	Ausblick
<p>Detailhandel: Wir erwarten eine leichte Beschleunigung der Umsätze im Detailhandel. Diese Beschleunigung resultiert aus einer stabilen Arbeitsmarktsituation, einer graduell verbesserten Konsumentenstimmung, einem leichten Reallohnplus sowie einer anhaltend starken Zuwanderung. Die bremsenden Effekte des Einkaufstourismus und vorgezogener Einkäufe dürften an Wirkung verlieren. Nominal rechnen wir mit einem Umsatzplus von 1.5%, real mit einem solchen von gut 2%. Die Detailhandelspreise werden nur noch leicht sinken.</p>	↘	↗
<p>Strukturwandel: Der Strukturwandel, der durch den Online-Handel, Fachmärkte, Convenience-Läden und das Verschwinden der Tante-Emma-Läden zugunsten grösserer Formate gekennzeichnet ist, fördert grundsätzlich die Flächennachfrage. Diese Zusatznachfrage wird jedoch zunehmend durch die Konkurrenz seitens der Online-Shops reduziert. Unter dem Strich wird die vom Strukturwandel ausgelöste Zusatznachfrage daher voraussichtlich schwächer wachsen.</p>	↗	↗
<p>Angebot</p> <p>Projektierungstätigkeit: Die Anleger richten ihr Augenmerk trotz Tiefzinsumfeld weniger auf den Verkaufsflächenmarkt. Die Jahressumme der Baugesuche für neue Verkaufsflächen lag 2013 auf dem tiefsten Wert seit 1995, und auch die bewilligten Verkaufsflächen deuten auf eine flauere Projektierungstätigkeit hin, sodass die Flächenausweitung gering ausfallen wird.</p>	↘	↘
<p>Ausweitung Einkaufszentren: Trotz insgesamt verhaltener Flächenplanung befinden sich noch zahlreiche Einkaufszentren seit längerem in der Planung. Auch 2014 werden einige Zentren eröffnet. Wir rechnen für 2014 mit einem Wachstum des Flächenbestands in Einkaufszentren (ab 7000 m² Fläche und mit Lebensmittelangebot) von 50'000 m², was einem Plus von rund 2% entspricht. Nach 2014 sind viele Projekte mit einer hohen Unsicherheit und einer geringen Realisierungswahrscheinlichkeit behaftet.</p>	↗	↘
<p>Marktergebnis</p> <p>Leerstände: Die Leerstandsflächen zeugten 2013 insgesamt von einer stabilen Entwicklung auf dem Verkaufsflächenmarkt – auch wenn sich vereinzelt Absorptionsprobleme bemerkbar machten. Angesichts der nachfrageseitigen Herausforderungen, die sich 2014 weiter verschärfen dürften, erwarten wir eine Umkehr bei der Entwicklung der Leerstandsflächen, wenn auch in geringem Ausmass.</p>	↘	↗
<p>Angebotsmieten: Im 4. Quartal 2013 lag die Angebotsmiete (brutto) bei CHF 285 pro m² und Jahr, was einem Plus von 11% im Jahresvergleich entspricht. Allerdings täuscht der steigende Verlauf der Angebotsmieten, weil nicht etwa die effektiv bezahlten Mieten gestiegen sind, sondern das Angebot teurer Flächen zugenommen hat. Da der Druck auf die Detailhändler hoch bleibt, dürften die Mieten entgegen der Angebotsstatistik unter Druck bleiben. Ausnahmen bilden hoch frequentierte Lagen mit guter Visibilität, für welche die Zahlungsbereitschaft weiter steigen dürfte.</p>	↗	→

Quelle: Credit Suisse

Logistikimmobilien: Eine wachstumsträchtige Investitionsmöglichkeit

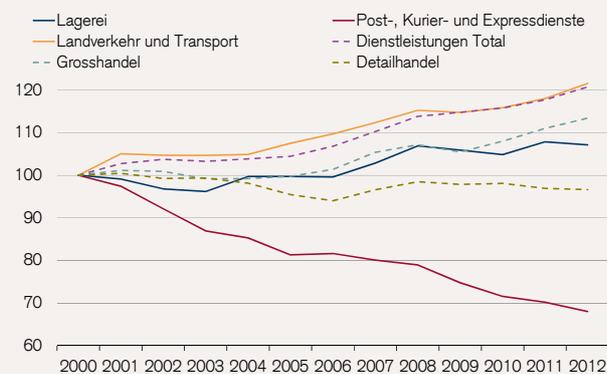
Die Logistik als Rückgrat funktionierender Gütermärkte

Die Logistik beschäftigt sich mit dem Transport, dem Umschlag und der Lagerung von Gütern und erbringt somit Dienstleistungen, die eine Grundvoraussetzung für einen funktionierenden Gütermarkt bilden. Das Schweizer Logistikmarktvolumen wird auf rund CHF 38 Mrd. geschätzt und ist seit 2006 mit durchschnittlich 3% schneller gewachsen als das BIP.³ **Abbildung 61** zeigt die Beschäftigungsentwicklung in logistiknahen Branchen⁴ in den letzten Jahren. Die Beschäftigung in der Branche Lagerei, die neben dem Betrieb von Lagereinrichtungen auch die Erbringung von sonstigen Dienstleistungen für den Verkehr umfasst, ist seit 2000 um 7% gewachsen. Gemäss Zahlen der Betriebszählung des Bundesamts für Statistik lag dabei der Beschäftigungszuwachs in der klassischen Lagerei (Betrieb von Lagereinrichtungen) mit 15% zwischen 2005 und 2011 jedoch deutlich höher. Die Kategorie Landverkehr und Transport entwickelte sich mit einem Zuwachs von 22% (inklusive Personentransporte)⁵ seit dem Jahr 2000 ähnlich wie der gesamte Dienstleistungssektor. Einen Beschäftigungseinbruch (um über 30% seit dem Jahr 2000) erfuhren indes die Post-, Kurier- und Expressdienste. Dieser Rückgang war hauptsächlich durch den technologischen Fortschritt (Automatisierung, Internet/E-Mail) sowie durch Konsolidierungsprozesse in der Branche (z.B. Aufgabe von Postfilialen) bedingt. Die Gesamtbeschäftigung (vollzeitäquivalent) in den Branchen Lagerei, Kurier-, Post- und Expressdienste sowie Güterbeförderung betrug 2011 gemäss Betriebszählung 112'000. Wichtige Nachfrager von Logistikdienstleistungen sind der Gross- und der Detailhandel sowie verschiedene Branchen der produzierenden Industrie. Während der Trend in Richtung Auslagerung an spezialisierte Logistikdienstleister geht, führen diese Branchen einen Teil der Logistikaufgaben selbst durch. Der Branchenverband GS1 Schweiz schätzt die Gesamtzahl der in logistikrelevanten Berufen tätigen Beschäftigten auf knapp 175'000 (Stand 2012).

Abbildung 61

Beschäftigung in logistiknahen Branchen

In Vollzeitäquivalenten, Index: 2000 = 100



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abbildung 62

Aussen- und Detailhandel als Investitionstreiber

Investitionen in Neubau von Lagerhallen und Depots in CHF Mio.



Quelle: Bundesamt für Statistik, Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

Wachsende Ansprüche an Logistikimmobilien

Das Spektrum an Logistikimmobilien ist breit und reicht von einfachen Lagerhallen über Umschlagshallen, Verteilzentren und Hochregallagern bis zu modernsten Logistikparks. Die direkten Nachfrager von Logistikimmobilien sind zum einen spezialisierte Logistikdienstleister und zum anderen Unternehmen aus der produzierenden Industrie sowie dem Gross- und Detailhandel, die ihre Güter verladen. Neue Trends in der Industrie und im Handel schlagen sich dabei in

3 Vgl. Stölzle/Hofmann/Lampe (2014): Einblick in den Schweizer Logistikmarkt 2014, GS1 Schweiz, Bern, S. 14.

4 Die Beschäftigungsdaten für die Logistik lassen sich aus der amtlichen Statistik nicht direkt ableiten, da die Kategorie Logistik in der Allgemeinen Systematik der Wirtschaftszweige (NOGA) nicht existiert. Die Kategorien, welche die Kernaufgaben der Logistik am ehesten abdecken, sind die Lagerei (NOGA 521), die Post-, Kurier- und Expressdienste (NOGA 53) sowie die Güterbeförderung (verschiedene Unterkategorien von NOGA 49–51).

5 Die jährliche Beschäftigungsstatistik BESTA des Bundesamts für Statistik erlaubt keine Aufschlüsselung in Personen- und Gütertransport. Gemäss Zahlen der Betriebszählung des Bundesamts für Statistik ging zwischen 2005 und 2011 knapp ein Viertel des Beschäftigungswachstums auf das Konto der Gütertransporte.

rekt auf die Ansprüche an solche Immobilien nieder. Insbesondere führte in den letzten Jahren die steigende Bedeutung des E-Commerce und des Multi- und Cross-Channel-Detailhandels zu einem erhöhten Druck auf die Lieferzeiten und zu zusätzlichen Aufgaben für Logistikanbieter, wie z.B. Bewirtschaftung verschiedener Lieferungsmodelle, Abwicklung von Rücksendungen und Anbieten verschiedener «Value-added»-Services (vgl. Kasten S. 62 f.). Gleichzeitig ermöglichen technische Innovationen wie Kommissionierroboter eine immer stärkere Automatisierung der Güterabwicklung. Insgesamt werden die Aufgaben der Logistikbranche komplexer und vielfältiger. Logistikimmobilien müssen den individuellen Ansprüchen der Logistikanbieter gerecht werden, sollten aber gleichzeitig wiederverwertbar (bzw. weitervermietbar) sein, um für Investoren und Kreditgeber attraktiv zu sein.

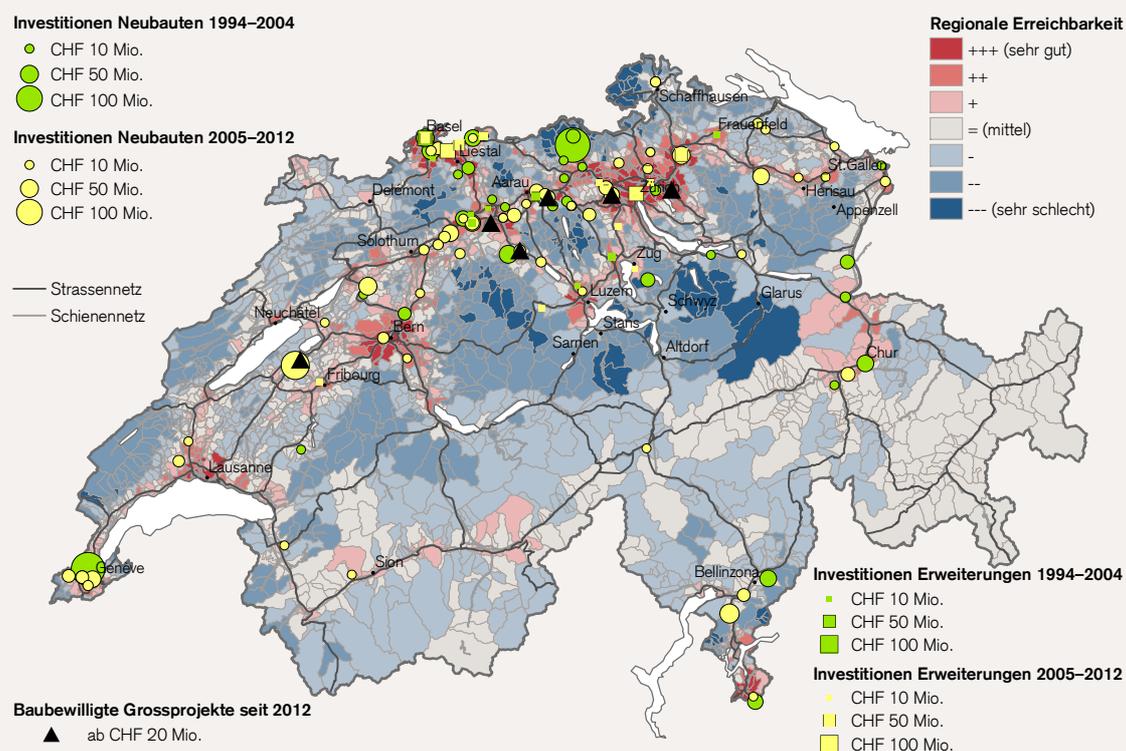
Entscheidende Standortfaktoren: Erreichbarkeit ...

Die zentralen Standortfaktoren für Logistikimmobilien sind die Erreichbarkeit und die Nähe zu den wirtschaftlichen Ballungszentren und Infrastrukturen. Als Verkehrsträger ist dabei in der Schweiz nach wie vor die Strasse am bedeutendsten: Gemessen am Gewicht der transportierten Güter entfallen über 85% der Landtransporte auf den Verkehrsträger Strasse. Die Bahn spielt vor allem bei Langstreckentransporten eine wichtige Rolle: Werden neben dem Gewicht der transportierten Güter auch die geleisteten Fahrkilometer berücksichtigt, kommt der Verkehrsträger Schiene immerhin auf einen Anteil von knapp 40%. In [Abbildung 63](#) wird die geografische Verteilung der Bauinvestitionen in Lager und Depots in Relation zur regionalen Erreichbarkeit (vgl. [Abb. 4, S. 10](#)) mit dem motorisierten Individualverkehr und dem öffentlichen Verkehr gesetzt. Dies ergibt ein deutliches Bild: Die Logistikbauten konzentrieren sich stark an den Hauptverkehrsachsen der Schweiz, vor allem entlang der Autobahn A1 und besonders ausgeprägt in der Umgebung des Autobahnkreuzes A1/A2, das verkehrstechnisch gesehen die Mitte der Schweiz markiert. Weitere Logistik-Hotspots sind die Grossräume Bern und Zürich, sowie die Grenzregionen Basel, Genf und Tessin (quellenorientierte Logistikstandorte). In jüngerer Zeit an Bedeutung gewonnen haben Standorte an den Hauptverkehrsachsen der Nordostschweiz sowie zentrumsnahe Standorte in den Regionen Zürich, Basel und Genf. Ansonsten wird bei neueren Projekten hauptsächlich auf bewährte Standorte gesetzt.

Abbildung 63

Bauinvestitionen in Lager und Depots: Erreichbarkeit als zentraler Standortfaktor

Investitionen für Neubauten und Erweiterungen 1994–2012, sowie baubewilligte Grossprojekte ab 2012



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

... und Verfügbarkeit von grossen Grundstücken

Weitere wichtige Standortfaktoren für Logistikimmobilien sind die Verfügbarkeit von ausreichend grossen Grundstücken und der Bodenpreis. Logistikimmobilien sind meist sehr flächenintensiv und verfügen nicht selten über nur eine Etage. Ausserdem werden oft Baulandreserven für geplante zukünftige Erweiterungen gehalten. Folglich ist es wenig erstaunlich, dass grössere Logistikanlagen meistens weit ausserhalb der Zentren angesiedelt sind, während die zentrumsnahen Standorte vor allem von kleineren, auf die regionale Feinverteilung der Güter spezialisierten Betrieben besetzt werden (z.B. für die Feinverteilung von Gütern an den Detailhandel und an Endverbraucher). Ein weiterer wichtiger Standortfaktor kann die Nähe zu Transportfirmen und Paketzentren sein. Zudem können Förderungsmassnahmen (aktive Wirtschaftsförderung) die Standortwahl beeinflussen, insbesondere die vergünstigte Vergabe von Bauland durch Gemeinde oder Kanton. Mit der zunehmenden Komplexität und Automatisierung von Logistikbetrieben spielt ausserdem die Verfügbarkeit hoch qualifizierter Arbeitskräfte eine zunehmende Rolle.

Nachfrage nach Logistikimmobilien profitiert gleich von mehreren Megatrends

Die Nachfrage nach Logistikimmobilien ist volatil und hängt primär von Entwicklungen im Gütermarkt (Industrie, Gross- und Detailhandel) ab. [Abbildung 62](#) illustriert diesen Zusammenhang anhand des Detail- und Aussenhandels. Investitionen in Logistikimmobilien verlaufen annähernd parallel zum Wachstum der Detailhandelsumsätze und des Aussenhandelsvolumens. Neben diesen konjunkturellen Nachfragefaktoren ist der Logistikmarkt stark von strukturellen Trends getrieben. Zu diesen zählen seit Jahren und Jahrzehnten zwei Megatrends. Der eine ist die kontinuierliche Weiterentwicklung der Arbeitsteilung. Im Produktionsprozess hat diese zur Folge, dass immer mehr Halbfabrikate und Vorprodukte bewegt werden müssen. Der zweite Megatrend, die Globalisierung, ist nichts anderes als die Ausweitung der Arbeitsteilung auf eine weltweite Ebene. Ein neuerer Trend, der die Veränderung der Nachfrage nach Logistikimmobilien zunehmend prägen dürfte, ist die steigende Bedeutung des E-Commerce und des Multi-Channel-Einzelhandels.⁶ Dieser Trend wird dazu führen, dass sich ein Teil der Nachfrage nach Verkaufsflächen auf die Logistikflächen verlagert (vgl. [Kasten S. 62 f.](#)), weil «Tür zu Tür»-Logistikketten den stationären Detailhandel überflüssig machen.

Logistikdienstleistungen und -immobilien werden absatzrelevant

Angesichts unserer in der letztjährigen Immobilienstudie vorgestellten Schätzung, wonach in 15 Jahren ein Drittel des Detailhandelsumsatzes online abgewickelt werden wird, ist das Potenzial beträchtlich. Transportaufkommen und Feinjustierung der Distribution werden dabei immer wichtiger, weil die Sendungsgrössen sehr viel kleiner werden. Aber noch wichtiger ist, dass damit Logistikdienstleistungen und der Lieferservice absatzrelevant werden. Für die Endkunden wird neben dem Preis und der Produktqualität der Lieferservice zum wichtigsten Kriterium für die Kaufentscheidung. Damit gewinnen Logistikdienstleistungen massiv an Bedeutung. Logistikdienstleister und mit ihnen Logistikimmobilien müssen sich wie keine andere Branche diesen Herausforderungen stellen und immer effizientere Prozesse anbieten.

Begrenztes Angebot an sehr grossen, gut erschlossenen Flächen sowie zentrumsnahen Logistikimmobilien

Aufgrund der grossen Heterogenität der Bedürfnisse der Logistikanbieter und verladender Industrie- und Handelsunternehmen ist ein Angebot erforderlich, das dieser Diversität gerecht wird. Ein angebotsseitig limitierender Faktor ist dabei die in der Schweiz an gut erschlossenen Standorten begrenzte Verfügbarkeit von sehr grossen, zusammenhängenden Flächen. Dies führt in Verbindung mit den hohen Preisen der Produktionsfaktoren Boden und Arbeit dazu, dass die Schweiz als Standort für grosse europäische Distributionszentren und Logistikparks trotz wachsenden Nachfragepotenzials wenig attraktiv ist. Grundstücke für mittlere und kleinere Anlagen sind aber grundsätzlich in ausreichender Quantität vorhanden. Neue Flächen kommen durch den Rückgang der produzierenden Industrie hinzu. Auch vom Online-Handel verdrängte Detailhandelsflächen könnten teilweise zu Logistikflächen umgenutzt werden. In den letzten zehn Jahren wurden in der Schweiz im Durchschnitt rund CHF 0.5 Mrd. in den Neubau von Logistikimmobilien investiert (vgl. [Abb. 62](#)). Trotzdem ist der Bestand an Logistikimmobilien relativ alt. So sind etwa in den Kantonen Aargau, Basel-Landschaft und St. Gallen über 50% der Logistikbauten mehr als 40 Jahre alt.⁷ Diese Objekte vermögen den Ansprüchen einer komplexeren und stärker automatisierten Logistik nicht immer zu genügen. Entsprechend werden jährlich mehr als CHF 200 Mio. in den Umbau und die Erweiterung von Logistikimmobilien investiert.

6 Vgl. Credit Suisse Global Research (2013): Swiss Issues Immobilien – Immobilienmarkt 2013, Struktur und Perspektiven, S. 46 ff. sowie Jones Lang LaSalle (2013): Ein neues Umfeld für Logistikimmobilien: Der Einfluss des Multichannel-Einzelhandels auf die Logistik.

7 Vgl. Stölzle/Hofmann/Gebert (2010): Logistikmarkt 2010, GS1 Schweiz, Bern, S. 57.

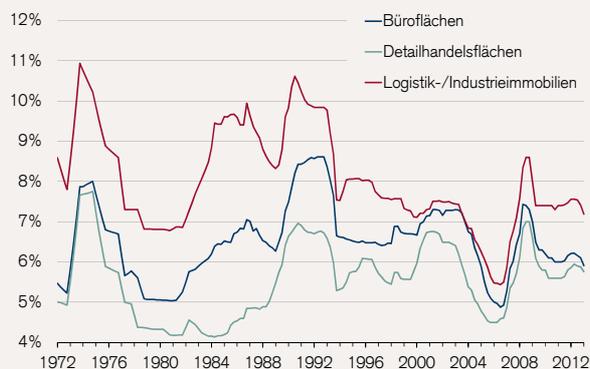
Internationaler Trend zu Logistikimmobilien als Anlageklasse ...

Im angelsächsischen Raum und zunehmend auch in Europa haben sich Logistikimmobilien als eigene Anlageklasse durchgesetzt. Durch ihre hohen Cashflow-Renditen übertreffen sie im Durchschnitt die Gesamrenditen anderer Immobilienanlageklassen (vgl. Abb. 64 und Abb. 65). Spezialisierte Immobilieninvestmentunternehmen wie Prologis (USA), Segro (Grossbritannien) und Garbe (Deutschland) entwickeln Projekte (teilweise gar spekulativ – trotz der stark nutzerabhängigen Ansprüche an Logistikimmobilien), vermieten die Objekte und betreiben Asset Management und Beratungsdienstleistungen. Zentrales Kriterium der Investoren ist dabei die Drittverwendbarkeit von Immobilien. Massgeblich dafür sind der Standort, aber auch verschiedene gebäudespezifischen Eigenschaften wie Höhe, Bodenbelastbarkeit, Grösse und Anteil Büroflächen.

Abbildung 64

Renditen kommerzieller Immobilien: UK

Durchschnittliche Anfangsrendite, in %



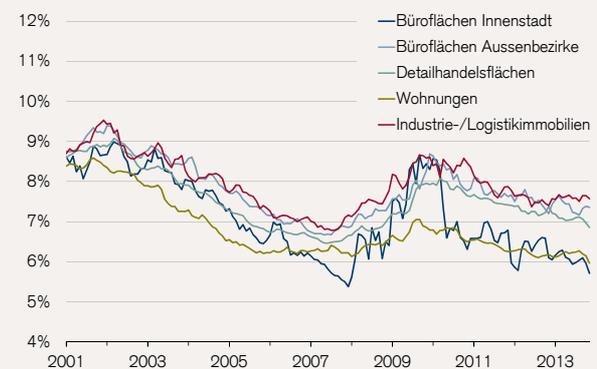
Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Datastream, Credit Suisse

Abbildung 65

Renditen kommerzieller Immobilien: USA

Durchschnittsrendite in %



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: Moody's/RCA, Credit Suisse

... hat die Schweiz erst begrenzt erfasst

In der Schweiz spielen Logistikimmobilien im Bereich der Immobilienanlagen hingegen noch immer eine Nebenrolle. Der Markt ist mit einem jährlichen Investitionsvolumen von rund CHF 0.5 Mrd.⁸ (Neubauten) relativ klein, die Eigentumsquote hoch. Mehr als die Hälfte der Lager- und Umschlagshallen wird von den Nutzern im Eigentum gehalten. Die Miete gewinnt aber allmählich an Bedeutung.⁹ Institutionelle Anleger aus dem In- und Ausland haben in den letzten Jahren verschiedene Logistikimmobilien in der Schweiz entwickelt oder erworben. Die an der SIX Swiss Exchange notierten Schweizer Immobilienaktiengesellschaften engagieren sich bisher relativ zurückhaltend in Logistikimmobilien, die in ihren Portfolios verglichen mit Wohn-, Büro- und Detailhandelsflächen grösstenteils eine Nebenrolle spielen. Viele der börsennotierten Anlagegefässe, die in kommerzielle Liegenschaften investieren, halten jedoch Positionen von rund 4%–7% an artverwandten Lagerflächen. Dabei handelt es sich jedoch zumeist um kleinteilige Mischnutzungen und keine reine Logistikflächen.

Fazit: Interessante Ergänzung zu Investitionen in Büro- und Detailhandelsflächen

Die Chancen der Logistikimmobilien liegen aus Investorensicht in einer hohen erwarteten Rendite. Ausserdem ermöglichen Investitionen in Logistikobjekte eine stärkere Diversifikation der Immobilienportfolios. Die Risiken sind aber trotz generell unterstützender struktureller Trends wie der Verlagerung vom stationären Detailhandel zum Online-Handel nicht zu vernachlässigen: Der Logistikmarkt hat – bedingt durch Innovationen und Trends im Handel und Distributionswesen sowie durch technische Innovationen – deutlich an Komplexität gewonnen. Für den nachhaltigen Erfolg bei Investitionen in Logistikimmobilien sind deshalb profunde Kenntnisse des Logistikmarkts und seiner Submärkte unabdingbar. Ausserdem ist das Volumen des Schweizer Lo-

⁸ Bei den Büroimmobilien betragen die durchschnittlichen jährlichen Bauinvestitionen für Neubauten über die letzten zehn Jahre rund CHF 1.5 Mrd.; CHF 1 Mrd. wurde in Detailhandelsflächen investiert.

⁹ Vgl. Stölzle/Hofmann/Gebert (2010): Logistikmarkt 2010, GS1 Schweiz, Bern, S. 61 ff.

Logistikimmobilienmarktes relativ überschaubar und das Potenzial für spezialisierte Investoren und Fonds damit begrenzt. Aufgrund von Outsourcing-Prozessen sowie Trends im Handel und Distributionswesen bestehen zwar gute Wachstumsaussichten, die Schweiz bleibt aber, insbesondere wegen zu hoher Faktorkosten, einer sinkenden Baulandverfügbarkeit und der geografischen Lage, ein Standort mit stark limitiertem Potenzial für die internationale Logistik. Insgesamt bieten Schweizer Logistikimmobilien für institutionelle Anleger jedoch interessante Möglichkeiten zur Diversifikation bestehender Portfolios aus kommerziellen Immobilien.

Die letzte Meile: Wie kommt die online bestellte Ware am besten zum Kunden?

Der Online- und Multi-Channel-Detailhandel wird seinen Siegeszug in den nächsten Jahren fortsetzen (vgl. S. 50 ff.). Dieser Trend wird die Logistikbranche entscheidend prägen, da der Lieferservice der Anbieter im Wettbewerb um Kunden eine zentrale Rolle spielt. Wichtige Wettbewerbsvorteile sind dabei eine kurze Lieferzeit und eine hohe Liefertreue. Mehrwert für die Kunden schafft ausserdem die Möglichkeit, den Auftragsstatus jederzeit online verfolgen zu können. Bei Problemen mit der Auslieferung der Ware erwarten die Kunden einen benutzerfreundlichen und effektiven Kundendienst. Zentral ist die Frage des Warenlieferungsmodells: Insbesondere Single- oder Doppeldienstleisterhaushalte wünschen hier zunehmend flexible Modelle, die als Alternative zum klassischen Post- oder Kurierversand zur Verfügung stehen (vgl. nachstehende Tabelle). Dies gilt etwa für grössere Lieferungen, die nicht in den Briefkasten passen, oder Lieferungen mit hohem Wert oder persönlichem Inhalt. Gleichzeitig ist die Lieferung in den Briefkasten oder an die Haustür teuer, wodurch alternative Modelle für die Händler und Logistikdienstleister aus Kostengründen attraktiv sein können. Zentrale Abholstationen mit öffentlichem Verkehrsanschluss schneiden ausserdem bezüglich Umweltverträglichkeit gut ab. Dementsprechend sind in letzter Zeit verschiedene alternative Warenlieferungsmodelle entstanden, die in Ländern wie Frankreich oder Grossbritannien teilweise bereits weit verbreitet sind.

Wichtigste alternative Warenlieferungsmodelle im Vergleich

Modell	Beschreibung	Verbreitung, Potenzial und Auswirkungen auf den (Logistik-) Immobilienmarkt
Abholung im Laden oder Showroom	Die Waren werden online bestellt bzw. bezahlt und können im Ladenlokal abgeholt werden. Beispiele: digitec, books.ch	Bereits etabliertes Modell (z.B. Unterhaltungselektronik). Konsument: (+) Kann Zusatzdienstleistungen (Beratung, Einkauf, Retouren) in Anspruch nehmen; keine direkten Lieferkosten. (-) Zeit- und Wegkosten für Abholung. Detailhändler: (+) Synergieeffekte mit stationärem Verkauf im Logistikbereich; stärkere Kundenbindung. (-) Zusätzlicher Personal- und Flächenbedarf. Immobilienmarkt: Festigt Nachfrage nach Verkaufsflächen.
Abholung in gut erreichbaren Abholstationen (betrieben von Drittanbieter)	Die Waren verschiedener Händler können online bestellt bzw. bezahlt und anschliessend in zentral gelegenen Abholstationen (z.B. Post-/Bahnschalter, Tankstellenshops) abgeholt werden. Beispiel: PickPost	Modell gewinnt in der Schweiz gegenwärtig an Bedeutung. Konsument: (+) Kann Zusatzleistungen (z.B. Rücksendungen) in Anspruch nehmen; keine direkten Lieferkosten; höhere Flexibilität gegenüber Abholung in Laden. Detailhändler: (+) stärkere Kundenbindung. (-) Koordination mit Drittanbieter (Abholstation). Immobilienmarkt: Erhöht Nachfrage nach spezialisierten Logistikdienstleistungen; Chance für Umnutzung von Verkaufsflächen.
Abholung in Drive-in-Abholstationen	Die Waren werden online bestellt bzw. bezahlt und können in einer gut erschlossenen Drive-in-Abholstation abgeholt werden. Beispiele: LeShop DRIVE, coop@home Drive In	Gegenwärtig erste Versuche in der Schweiz, im angrenzenden Ausland teilweise schon etabliert. Konsument: (+) Kann Zusatzleistungen (z.B. Entsorgung von Leergut) in Anspruch nehmen; keine direkten Lieferkosten; pendlerfreundlich. Detailhändler: (+) Stärkere Kundenbindung. (-) Zusätzlicher Personal- und Flächenbedarf. Immobilienmarkt: Erfordert spezialisierte, über die Strasse gut erreichbare Infrastrukturen; Chance für Erweiterung/Umnutzung bestehender Logistik-, Verkaufs- und Gewerbeimmobilien.

Abholung in Schliessfächern bzw. Abholautomaten (betrieben von Drittanbieter)

Die Waren verschiedener Händler können online bestellt bzw. bezahlt und anschliessend in Schliessfächern bzw. Abholautomaten an zentralen Orten (z.B. Bahnhof) abgeholt werden.
Beispiele: SBB GoodBox, My Post 24

Gegenwärtig erste Versuche in der Schweiz.

Konsument: (+) Höchstmögliche zeitliche Flexibilität; keine direkten Lieferkosten; pendlerfreundlich.

Detailhändler: (+) stärkere Kundenbindung. (-) Koordination mit Drittpartei (Betreiber von Abholautomaten).

Immobilienmarkt: Chance für Umnutzung von Parterreflächen an zentralen Standorten; erhöht Nachfrage nach spezialisierten Logistikdienstleistungen.

Die Warenlieferungsmodelle reichen von Abholkonzepten, bei denen die Waren in Schliessfächern im öffentlichen Raum geliefert werden oder mit dem Auto abgeholt werden können, bis hin zu utopisch anmutenden Konzepten wie dem jüngst von Amazon.com kommunizierten Projekt, das im Rahmen eines Premium-Service die schnelle Auslieferung von Waren mithilfe kleiner Flugdrohnen vorsieht. Gemeinsam ist obigen Warenlieferungsmodellen, dass sie einen Einfluss auf die Struktur der Nachfrage nach Logistikdienstleistungen haben. So erfordert etwa die Güterfeinverteilung über Abholstationen Investitionen in städtische Kleinlogistikzentren. Ein Teil der durch den Online-Handel bedrohten Detailhandelsflächen könnte für Logistikdienstleistungen und Abholstationen umgenutzt werden. Abholstationen mit Schliessfächern stellen ausserdem eine potenziell attraktive Nutzungsalternative für leer stehende Parterreflächen dar.

Immobilien als Anlage

Schweizer Immobilienanlagen haben sich 2013 unterschiedlich entwickelt. Während die Marktwerte von Direktanlagen im Allgemeinen weiter stiegen, mussten die Börsennotierungen indirekter Anlagen Rückschläge hinnehmen. Diese unterschiedliche Dynamik im letzten Jahr liefert einen Vorgeschmack auf künftige Herausforderungen. Kurz- und mittelfristig sind wieder vermehrt Schwankungen bei den Börsenbewertungen bzw. den Transaktionspreisen zu erwarten. Fundamental hat sich der Ausblick nur leicht eingetrübt. Im Wohnflächensegment herrscht eine unverändert stabile Situation, wogegen das Überangebot bei den Büroflächen zusehends auf deren Bewertungen durchschlägt.

Direkte Immobilienanlagen: Investitionen werden anspruchsvoller

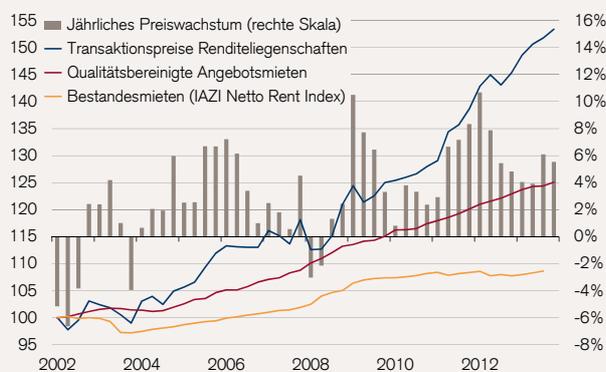
Preiswachstum verliert an Schwung

Die Preisdynamik von Wohn- und gemischten Renditeliegenschaften hat jüngst etwas an Schwung verloren, da der erwartete weitere Anstieg der Langfristzinsen und immer tiefere Bruttoanfangsrenditen die Kauflust der Investoren dämpfen. Die Preise kletterten gemäss IAZI im 4. Quartal 2013 gegenüber dem Vorquartal noch um 1.1%. Dies ergibt ein erneut stolzes Jahreswachstum von 5.5%. Die Preise von Renditeliegenschaften legen damit noch immer schneller zu als relevante Vergleichsgrössen wie die Wirtschaftskraft oder die Mieten (vgl. Abb. 66). Sie sind daher einem wachsenden Korrekturpotenzial ausgesetzt. Obwohl die Preisentwicklung im 2. Halbjahr 2013 merklich verhaltener verlief, ist eine Preiswende noch nicht in Sicht.

Abbildung 66

Preisentwicklung von Renditeliegenschaften

Jahreswachstumsrate in %, Indizes der Preisentwicklung: 1. Q 2002 = 100

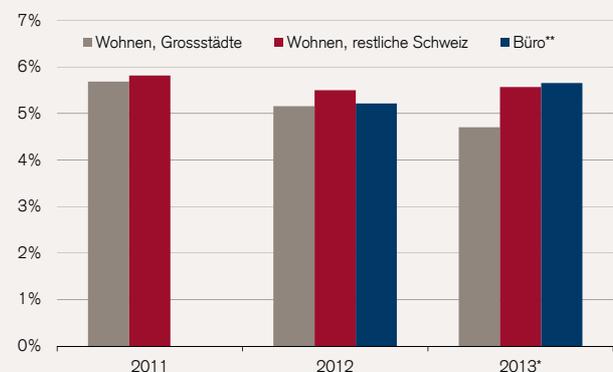


Quelle: IAZI, Homegate, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abbildung 67

Entwicklung der Anfangsrenditen

Bruttoanfangsrendite (Mediane) = Bruttomiettertrag / Transaktionspreis in %



* 1. Halbjahr, ** Stichprobe für 2011 zu klein

Quelle: Credit Suisse, REIDA

Rückbesinnung auf Qualität

Wohnliegenschaftspreise, die stärker als die Mieterträge steigen, haben tiefere Bruttoanfangsrenditen zur Folge (vgl. Abb. 67). Verglichen mit 2012 hat sich der Renditerückgang etwas abgeschwächt. Er lässt sich allerdings nur noch in den Grossstädten beobachten. Dahinter verbergen sich zwei Entwicklungen. Zum einen spüren die Akteure am Immobilienmarkt, dass sich die Goldgräberstimmung allmählich dem Ende zuneigt. Sie konzentrieren sich folglich wieder vermehrt auf Qualität und damit auf zentrale Lagen. An diesen Lagen werden sehr hohe Preise bezahlt, sodass sich die Bruttoanfangsrendite der gehandelten Objekte der Schwelle von 4.5% annähert. Zum anderen weicht infolge des Anlagedrucks ein Teil der Käufer auf der Suche nach Rendite in immer entlegeneren Regionen aus. Weil die Renditen typischerweise mit wachsender Distanz zu den Zentren höher liegen, konnten sich die Bruttoanfangsrenditen ausserhalb der Grossstädte auf dem Vorjahresniveau halten. Insgesamt lässt sich aus der zunehmenden Differenz zwischen den Renditen in den Grossstädten und denjenigen ausserhalb folgern, dass die Anleger jenseits der zentralen Lagen wieder einen Risikoaufschlag verlangen. Generell fällt auf,

dass die Käufer auch in peripheren Regionen bereit sind, für die dortigen Verhältnisse erstaunlich tiefe Renditen zu akzeptieren. Transaktionen ganz oben auf der Renditeskala sind dagegen kaum zu finden. Wir vermuten, dass im Zuge einer sich anbahnenden Rückbesinnung auf Qualität schlecht unterhaltene oder schlecht gelegene Objekte immer seltener einen Käufer finden und die Preisvorstellungen von Anbietern und Nachfragern zunehmend auseinanderdriften. Das würde erklären, weshalb nur wenige Transaktionen mit hoher Rendite zustande kommen.

Renditeausblick 2014

Die Renditedifferenz zwischen Immobilien und Staatsanleihen (Yield Spread) bleibt trotz einer leichten Verengung im letzten Jahr noch immer gross. Renditesuchendes Kapital fliesst deshalb auch 2014 bereitwillig in den Wohnimmobilienmarkt und wird die Bruttoanfangsrenditen nochmals leicht senken. Die Rückbesinnung auf Qualität dürfte sich dabei weiter verstärken, sodass der Renditeabschlag in den Grossstädten sicherlich bestehen bleiben oder gar noch zunehmen wird. Anders die Entwicklung bei den Büroliegenschaften: Hier ist die Korrektur bereits im Gange. Die Preise vollziehen eine Kehrtwende und lassen die Bruttoanfangsrenditen langsam wieder steigen. Der aktuelle Risikoaufschlag von Büroliegenschaften, die sich zumeist in den Grossstädten befinden, gegenüber dortigen Wohnliegenschaften widerspiegelt bereits das erhöhte Risiko in Form eingetrübter Fundamentalfaktoren.

Preise für Wohnobjekte können und werden noch weiter steigen

Die tiefen Renditen erwecken den Eindruck, dass der Preiswachstumstrend von Wohnanlageobjekten bald ein Ende haben oder sogar eine Kehrtwende vollziehen könnte. Mehrere Gründe legen jedoch den Schluss nahe, dass die Zeit dafür im laufenden Jahr noch nicht reif ist. Vielmehr dürften sich die Quartalswachstumsraten der Preise 2014 im positiven Bereich, aber unter der Marke von 1% einpendeln.

Pensionskassen setzen weiterhin auf Immobilien

In Anbetracht des Anlagedrucks, insbesondere bei institutionellen Anlegern wie Pensionskassen, führt nach wie vor kein Weg an Immobilienanlagen vorbei. Zwar sank deren Portfolioanteil gemäss dem CS-Pensionskassenindex aufgrund der starken Aktienentwicklung 2013 im Mittel leicht auf 19.8% per Ende des letzten Jahres, doch Neugelder werden unverändert auch in Immobilien angelegt. Angesichts des Umstands, dass Schweizer Aktien bereits wieder recht hoch bewertet sind und Anlagen in Obligationen aufgrund der anstehenden Erhöhung der Langfristzinsen vor Herausforderungen stehen, sind Investments in Immobilien weiterhin gefragt. Zwar reagieren auch Immobilienanlagen sensibel auf Zinserhöhungen, gerade weil ihre Duration lang ist. Da jedoch die Mieterträge von Immobilien positiv mit dem Zinsniveau verknüpft sind (kommerzielle Mietverträge sind meist indexiert und Wohnverträge an den Referenzzinssatz gekoppelt), sind die Zinsänderungsrisiken im Vergleich zu langlaufenden Obligationen geringer.

In der Vergangenheit gab es weit tiefere Renditen und stärkere Preisanstiege

Mehrere Aspekte sprechen dafür, dass der Höhepunkt des Preiszyklus für Wohn- und gemischte Immobilien noch nicht erreicht ist. Immobilienpreiszyklen sind üblicherweise sehr lang, wie Wüest & Partner anhand der Preisentwicklung von Mehrfamilienhäusern ab 1930 gezeigt hat. Sie dauern wesentlich länger als Konjunkturzyklen – üblicherweise mindestens doppelt solange –, und ihre Höhenflüge werden nicht selten durch eine Immobilienkrise beendet. In jedem der langen Anstiege seit 1930 erfuhren die Preise von Renditeliegenschaften real mindestens eine Verdoppelung. Davon sind wir im aktuellen Aufschwung, der seit 2002 andauert, mit einer Aufwertung von real knapp unter 50% gemäss IAZI noch weit entfernt. Gemäss den Daten für die Stadt Zürich lag die Netto-Cashflowrendite in 20% aller Jahre unter 3.1%. Dies war insbesondere zwischen Mitte der 1950er- und Mitte der 1960er-Jahre sowie in der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre der Fall. Die Rendite dieser Stichprobe aus der Stadt Zürich dürfte zwar tiefer liegen als in der Gesamtschweiz, die Netto-Cashflowrendite im Bestand Schweiz liegt aber mit derzeit 4.2% nach wie vor deutlich über den historischen Tiefständen.

Superzyklus der Schweizer Wirtschaft treibt Preise von Immobilienanlagen

Fundamental spricht ebenfalls wenig für einen Marschhalt der Preise für Wohn- und gemischte Liegenschaften. Die Schweizer Wirtschaft befindet sich in einem Superzyklus, der insbesondere von der Zuwanderung und den tiefen Zinsen getragen wird und auch 2014 Bestand haben dürfte. Das starke Wirtschaftswachstum stützt die Preise. Wir gehen davon aus, dass ein zusätzliches Wirtschaftswachstum von 1 Prozentpunkt die Preise von Wohn- und gemischten Anlageliegenschaften um etwas mehr als 1% erhöht, wenn alle anderen Faktoren konstant bleiben. Die bis jetzt ergriffenen und zur Diskussion stehenden regulatorischen Massnahmen rei-

chen zudem nicht aus, um das Preiswachstum nachhaltig zu bremsen. Alleine deutlich steigende Zinsen, eine rigorose Beschränkung der Zuwanderung oder ein unerwarteter Konjunkturreinbruch würden dies zustande bringen.

Neubauprojekte nicht mehr gleich vielversprechend

Stimmt das Timing, um heute noch ein Neubauprojekt in Angriff zu nehmen? Dazu gibt es keine eindeutige Antwort. Auf der einen Seite sind die Zinsen und die Baupreisteuerung weiterhin tief, was die unmittelbaren Kosten dämpft und die Option offen lässt, Wohnungen auch als Eigentumsobjekt zu verkaufen. Neubauten können sich zudem in einem Verdrängungsmarkt relativ gut behaupten, wenn sie preislich einigermaßen konkurrenzfähig sind. Einzig in Regionen mit einer grossen Differenz zwischen Bestandes- und Marktmieten und damit einer wenig umzugsfreudigen Mieterschaft kann die Absorption von Neubauten harzen. Letzteres scheint gemäss REIDA-Daten¹⁰ ausgeprägter in der Romandie als in der Deutschschweiz der Fall zu sein. Auf der anderen Seite steigt bei heutigem Projektierungsstart die Wahrscheinlichkeit, zu einem schlechteren Zeitpunkt, sprich bei höheren Leerständen und weniger attraktivem Zinsniveau, auf den Markt zu kommen.

Korrektur bei den Büroflächen

Investitionen in Büroflächen sind mit zunehmenden Risiken verbunden, da der Markt immer noch viele Flächen produziert, die Nachfrage verhalten ist, die Leerstände steigen und die Mieten in Tat und Wahrheit bereits am Sinken sind (siehe Kapitel Büroflächen, ab Seite 31). Dies gilt sowohl für Neubauten mit suboptimaler Standortqualität als auch für Bestandesobjekte an zentralen Lagen, wo die Ist-Miete teilweise über der Marktmiete liegt, oder für Bestandesobjekte, die in die Jahre gekommen sind und einen hohen Anteil bald auslaufender Mietverträge aufweisen. Der Büroflächenmarkt differenziert die einzelnen Lagequalitäten und individuellen Marktchancen weitaus stärker, als das derzeit im Wohnungsmarkt der Fall ist. Insofern sind die Risiken einer Fehlinvestition im Büroflächenmarkt nicht zwingend höher. Mit Fortsetzung der Korrektur dürften sich auch bald erste Opportunitäten für professionelle Anleger ergeben. Der Zeitpunkt für Investitionen in Büroflächen erscheint uns allerdings noch etwas verfrüht, weil die Preise die sich verschlechternde Marktsituation nach unserem Dafürhalten noch nicht vollständig eskomptieren.

Unterschiedliche räumliche Verteilung der Risiken

Wenn die latenten Risiken steigen, wird die Standortwahl wieder wichtiger

In einem Umfeld stabiler Leerstände und stetig steigender Mieten und Liegenschaftspreise konnten in den letzten Jahre über fast alle räumlichen und preislichen Segmente des Wohnungsmarktes hinweg zuverlässige Renditen bei überschaubaren Risiken erwirtschaftet werden. Die jüngst zu beobachtende instinktive Hinwendung zur Qualität – oder anders gesagt: die Wiederentdeckung des Risikoaufschlags für zweitklassige Objekte – erfolgt nicht nur, weil sich der Immobilienmarkt zyklisch in einer sehr reifen Phase befindet, sondern auch, weil sich die fundamentalen Parameter zwischen Stadt und Land immer mehr unterscheiden. Bei einer künftigen Abschwächung der Nachfragedynamik würde sich die Spreu wieder klarer vom Weizen trennen und dürften vertiefte Kenntnisse über die lokalen Märkte seitens der Entwickler und Investoren wieder zur Generierung einer Überrendite beitragen – nach Jahren, in denen die Preise auch ohne lokales Know-how nur eine Richtung kannten und kaum etwas schiefgehen konnte.

Zunehmende Risiken im ländlichen Raum

In Regionen ausserhalb der Gross- und Mittelzentren sowie deren Agglomerationsgürteln wird das Thema Überangebot in den nächsten Jahren vermehrt in den Vordergrund rücken. Ein Auseinanderdriften der Wohnungsmarktsituationen in den städtischen und ländlichen Räumen ist schon seit Längerem zu beobachten und dürfte sich in den kommenden Jahren noch akzentuieren. Der Grund dafür ist einfach: Die Nachfrage konzentriert sich stark auf den urbanen Raum, während das Angebot aufgrund der hohen Bodenpreise und des Flächenmangels in den Zentren in die Peripherie ausweicht. Das geht solange gut, wie die Nachfrage hoch bleibt und die zum Teil hausgemachte Wohnraumknappheit in den Zentren die Haushalte zu Ausweichbewegungen veranlasst. Verbesserungen in der Verkehrsinfrastruktur, eine höhere Mobilitätsbereitschaft seitens der Haushalte und eine steigenden Bedeutung naturnaher Erholungsräume haben solche ausgeprägten Binnenmigrationsströme aus den Zentren hinaus flankiert.

10 REIDA (Real Estate Investment Data Association) ist eine nicht profitorientierte Organisation, die Daten für Immobilien-Anlageobjekte poolt und aufbereitet.

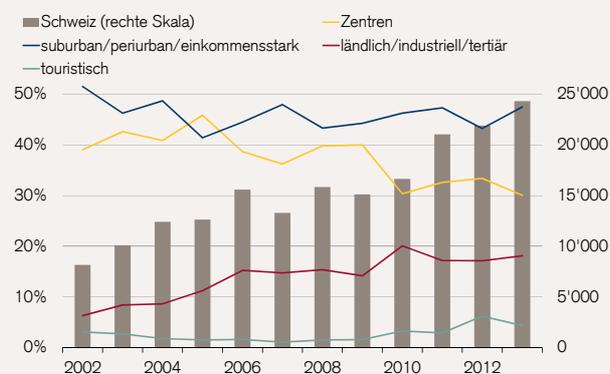
Forcierter Mietwohnungsbau im ländlichen Raum

Abbildung 68 verdeutlicht nochmals, worauf wir bereits im Kapitel Wohnflächen (vgl. S. 17) hingewiesen haben: Der Bau von Mietwohnungen wird immer stärker forciert, wobei sich der räumliche Fokus in die Peripherie verschiebt. Die Zunahme des Mietwohnungsbaus im ländlichen Raum ist eindrücklich: Innerhalb von nur zehn Jahren hat sich der Anteil der Baubewilligungen für Mietwohnungen in ländlichen/tertiären/industriellen Gemeinden von 6% auf 18% erhöht. Im gleichen Zeitraum verdreifachte sich die absolute Zahl der baubewilligten Mietwohnungen. Der Anteil der in den Zentren projektierten Wohnungen nimmt dagegen kontinuierlich ab. Eine Verdichtung nach innen findet daher nur begrenzt statt. Diese Entwicklung dauert an, obwohl bereits das bisherige Angebot steigende Leerstände verursacht hat. Ausgehend von hohem Niveau dürfte die Zahl leer stehender Wohnungen in ländlichen Regionen und Kleinagglomerationen in den nächsten Jahren daher abermals zunehmen (vgl. Abb. 69).

Abbildung 68

Mietwohnungsbau nach Raumtyp

Baubewilligte Mietwohnungen in % des Totals sowie Gesamtsumme

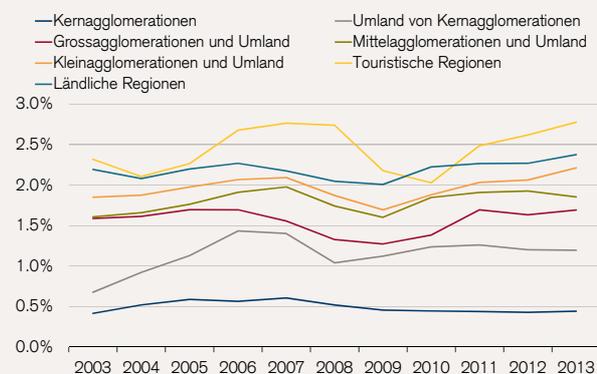


Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Bundesamt für Statistik

Abbildung 69

Leerstandsziffern von Mietwohnungen

In % des Wohnungsbestandes, jeweils per 1. Juni



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Indikator zur Beurteilung des regionalen Überangebotsrisikos

Um die regionale Verteilung der Risiken besser zu verstehen, haben wir unseren Nachfrageindikator für Mietwohnungen aus der letztjährigen Immobilienstudie¹¹ verfeinert und um die Angebotsseite (aktuelle Projektierungstätigkeit sowie verfügbare Baulandreserven) ergänzt. Entstanden ist ein Risikoindikator für ein Überangebot an Mietwohnungen auf Stufe Region. Horizont sind die nächsten zwei bis fünf Jahre. Kalibriert ist der Indikator so, dass er ungefähr dem Szenario eines sanften Rückgangs der Zuwanderung aufgrund eines verminderten Wachstumsgefälles gegenüber dem grenznahen Ausland sowie kontinuierlich steigenden Zinsen entspricht. Würde allerdings die Zuwanderung auf hohem Niveau verharren oder gar zunehmen, so fiel das Überangebotsrisiko entsprechend geringer aus. Analog würde bei einer Kündigung der Personenfreizügigkeit der Bevölkerungsdruck in den Zentren schlagartig nachlassen und damit das Überangebotsrisiko in ländlichen Regionen steigen.

Höhere Risiken ausserhalb der Wachstumsmotoren Zürich, Genf und Zentralschweiz ...

Der Vergleich von Nachfrage und Angebot auf mittlere Sicht zeigt, dass insbesondere im Jura-bogen, im Wallis, in gewissen Regionen des zentralen Mittellandes sowie einzelnen Regionen in der Ostschweiz ein erhöhtes Überangebotsrisiko für Mietwohnungen besteht (vgl. Abb. 70). Am geringsten ist diese Gefahr auf der Achse Genf-Yverdon, im Raum Lugano, in der Stadt Basel sowie im Kanton Zürich und seinen Ausfallachsen in Richtung Walen-, Zuger- und Vierwaldstättersee. Die ebenfalls angezeigten Risiken in Tourismusregionen der Kantone Graubünden und teilweise im Wallis müssen relativiert werden, da hier vor allem der Zweitwohnungsbau eine wichtige Rolle spielt, wogegen die berücksichtigten Nachfragefaktoren (z.B. Einkommen, Bevölkerungswachstum und Erreichbarkeit) die touristische Nachfrage kaum widerspiegeln.

... sowie in auf die Binnenmigration ausgerichteten Regionen

Ein Abflauen der Zuwanderung – sei es aufgrund von politischen Massnahmen oder von Sättigungstendenzen – würde auch die bisher beobachteten Binnenmigrationsströme tangieren. Von einem Rückgang dieser Ströme wäre auch der Mietwohnungsmarkt betroffen, obwohl die Bin-

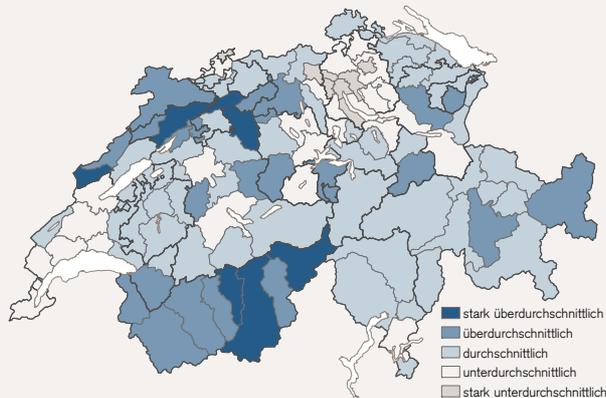
11 Vgl. Credit Suisse Global Research (2013): Swiss Issues Immobilien – Immobilienmarkt 2013, Strukturen und Perspektiven, S. 13.

nenmigration weniger klar als die internationale Migration auf dieses Marktsegment fokussiert ist. Das Ertragsrisiko wäre in den Regionen am grössten, in denen auf einen grossen Zustrom von Mietern «gewettet» wird.

Abbildung 70

Risikoindikator Mietwohnungsmarkt (mittlere Frist)

Auf Basis verschiedener Angebots- und Nachfrageindikatoren

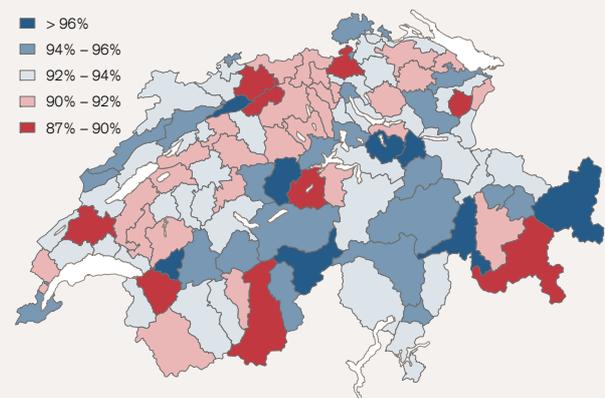


Quelle: Credit Suisse, Geostat

Abbildung 71

Regionale Alt- und Neumieterteile

Anteil Mieter mit gleichem Wohnort wie vor fünf Jahren



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, Geostat

Als Indikator hierfür dient der Anteil an kürzlich zugezogenen Mietern gemessen an der Gesamtbevölkerung. Dieser Anteil ist beispielsweise im Kanton Aargau, in den Regionen Aigle, Zürcher Unterland, Gros-de-Vaud und dem oberen Baselbiet breitflächig hoch (vgl. Abb. 71). In diesen Regionen wird die Bauwirtschaft voraussichtlich von einer Fortsetzung des Verlagerungstrends ausgehen und würde bei einem Kippen der Binnenmigrationsströme auf dem falschen Fuss erwischt. Hinzukommt, dass die kürzlich Zugezogenen in ihrer Region sozial noch wenig verankert sein und noch kaum von tiefen Bestandesmieten profitieren dürften – und damit eventuell auch rascher wieder wegziehen.

Indirekte Immobilienanlagen: Weitere Zinsanstiege eingepreist

2013: Für einmal negative Gesamttrenditen

Bei den indirekten, kotierten Schweizer Immobilienanlagen ist das eingetroffen, was schon länger absehbar war, zeitlich aber erst etwas weiter in der Zukunft erwartet wurde: eine spürbare Korrektur der an der Börse bezahlten Aufpreise (Agios bzw. Prämien) auf den Nettoinventarwerten (vgl. Abb. 72). Verantwortlich dafür waren der Anstieg der Langfristzinsen sowie die Einsicht, dass die Phase der rekordtiefen Zinsen auch in der Schweiz nicht ewig dauern wird. Zur Kursabschwächung im letzten Jahr trugen aber auch unzählige Kapitalerhöhungen und Neukotierungen bei. Der Markt war trotz guter Zeichnungsergebnisse insofern überfordert, als es teilweise zu Umschichtungen zwischen einzelnen Anlagegefässen kam, die auf die Agios drückten. Bei den Immobilienaktiengesellschaften dürfte auch die Tatsache eine Rolle gespielt haben, dass die Titel von Allreal und Mobimo im Zuge einer Revision der Indexzusammenstellung aus dem Stoxx 600 gefallen sind.

Seit 1961 erst die neunte negative Gesamttrendite

Der Rückgang der Aufpreise war sowohl bei den Immobilienfonds als auch bei den Immobilienaktiengesellschaften so ausgeprägt, dass trotz hoher Ausschüttungsrenditen und positiver Entwicklung der Nettoinventarwerte letztlich eine negative Performance resultierte. Über das Jahr 2013 hinweg wiesen die an der SIX kotierten Immobilienfonds im Mittel eine negative Gesamttrendite von 2.8% auf, während die Immobilienaktiengesellschaften ein Minus von 6.9% hinnehmen mussten. Bei den Immobilienfonds ist dies ein sehr seltenes Ereignis. Die Gesamttrendite eines Kalenderjahres war seit Messbeginn des SXI Real Estate Funds Index im Jahr 1995 erst zum vierten Mal negativ (1998, 2000, 2007 und 2013). Zieht man den kapitalgewichteten Rüd Blass-Index für die Zeit davor bei, so lag die jährliche Gesamttrendite seit 1961 bis heute nur neunmal im negativen Bereich.

Zinsen diktierten 2013 die Kursentwicklung

Eine Aufgliederung der Kursentwicklung von 2013 zeigt sehr gut, worauf die Immobiliengefässe reagieren. Der Zinsschub vom 2. Mai bis zum 24. Juni 2013 drückte die Kurse der Immobilienfonds und der Immobiliengesellschaften mit -2.7% bzw. -8.3% merklich (vgl. Abb. 72). Die Gesellschaften spürten diese abrupte Entwicklung stärker, wohl weil sie vorher analog dem Aktienmarkt ein Plus verzeichnet hatten. Nach dem heftigen Zinsanstieg von über 50 Basispunkten (gemessen an der 10-jährigen Staatsanleihe) in weniger als zwei Monaten konnten sich die Immobilienfonds etwas fangen. Bei den Immobiliengesellschaften war dies nicht der Fall. Das dürfte mit der stärkeren Ausrichtung der Immobilienaktiengesellschaften auf den kommerziellen Markt zusammenhängen. Insbesondere im 2. Halbjahr setzte sich bei den Marktteilnehmern die Ansicht durch, dass die kommerzielle Flächennachfrage schleppender ist als gedacht und das Überangebot immer stärker auf die Mieten drücken könnte. Dieser Befund wird durch die disparate Kursentwicklung bei den Immobilienfonds gestützt. Die überwiegend in kommerzielle Immobilien investierten Fonds verzeichneten einen deutlich stärkeren Rückgang der Agios als Wohnimmobilienfonds. Ein übermässiger Anstieg der Volatilität ist bei den Immobiliengefässen dennoch nicht zu beobachten. Die annualisierte Volatilität der Wochenrenditen stieg bei den Fonds im Jahresvergleich nur leicht von 5.8% auf 6.9% (langjähriger Durchschnitt: 5.9%). Das Gefüge innerhalb der aufgeführten Anlageklassen stimmt somit weiterhin, da die Volatilität der Fonds unter derjenigen der Immobiliengesellschaften liegt, die ihrerseits eine geringere Volatilität aufweisen als der Aktienmarkt.

Abbildung 72

Ausgewählte Kennzahlen Schweizer Anlagegefässe

	SXI Real Estate Funds	SXI Real Estate Shares	Swiss Per- formance Index	Swiss Bond Index
Agio/Prämie 31.12.2012	23.9%	12.2%		
Agio/Prämie 31.12.2013	14.3%	-1.8%		
Entwicklung Gesamtrendite 2013	-2.8%	-6.9%	24.6%	-4.3%
Vor erstem Zinsanstieg (01.01. – 02.05.2013)	-1.2%	3.1%	18.0%	-0.1%
Während erstem Zinsanstieg (02.05. – 24.06.2013)	-2.7%	-8.3%	-7.5%	-4.2%
Nach erstem Zinsanstieg (24.06. – 31.12.2013)	1.1%	-1.5%	14.2%	0.0%
Entwicklung Gesamtrendite 2009 – 2013 p.a.	6.9%	10.1%	11.4%	2.8%
Volatilität 2013*	6.9%	8.6%	12.5%	2.7%
Diskontierungssatz 2012	4.57%	4.76%		
Diskontierungssatz 2013	4.48%	4.61%		

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: Credit Suisse, Datastream

*annualisierte Standardabweichung der Wochenrenditen

Taktisch attraktive Einstiegsmöglichkeiten dank tieferer Aufpreise

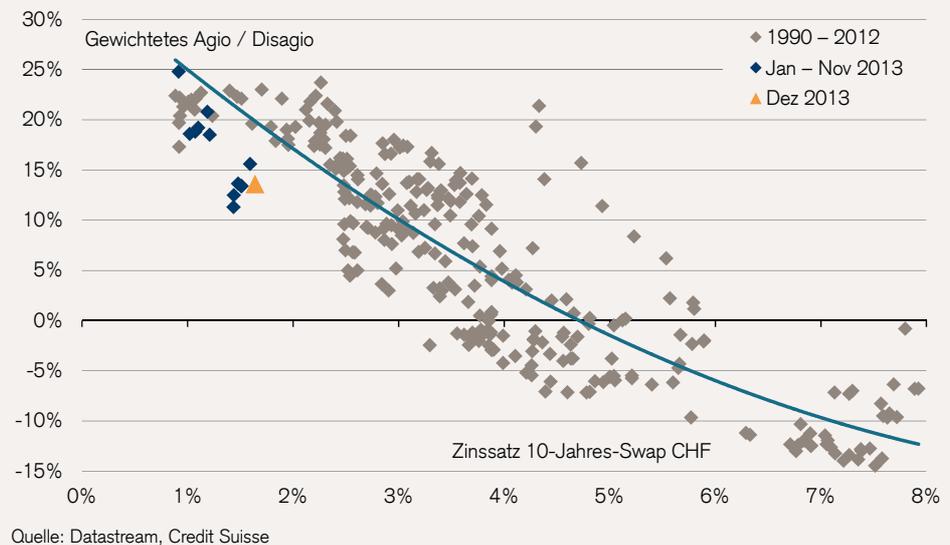
Agios der Immobilienfonds preisen bereits künftige Zinsanstiege ein

Dank des spürbaren Rückgangs der Aufpreise im letzten Jahr sind die Börsenkurse der indirekten Immobilienanlagen wieder attraktiv bewertet. In Anbetracht des aktuellen Zinsniveaus und vor dem Hintergrund des in der Vergangenheit gemessenen Zusammenhangs zwischen den Zinsen und den Agios sind Letztere günstig bewertet. Aufgrund ihrer Wertbeständigkeit und der stabilen Ausschüttungen sind Immobilienfonds am ehesten mit Obligationen vergleichbar und stehen mit diesen daher in einer Renditekonkurrenz. Steigen die Zinsen, so steigen auch die Coupons der Anleihen, was Letztere gegenüber den Immobilienfonds konkurrenzfähiger macht. Deshalb kommt es bei Zinserhöhungen regelmässig zu Umschichtungen in Anleihen, was auf die Preise bzw. Agios der Immobilienfonds drückt. Entsprechend besteht ein negativer Zusammenhang zwischen dem Zinsniveau und den Aufpreisen der Immobilienfonds (vgl. Abb. 73). Im letzten Jahr sind die Agios/Prämien aber derart stark gesunken, dass diese nicht mehr durch das derzeitige Zinsniveau gerechtfertigt werden können. Gemäss dem einfachen Zusammenhang zwischen Zinsniveau und Aufpreisen müsste derzeit eher von einem Agio von über 20% statt der per Ende 2013 beobachteten 14% ausgegangen werden.

Abbildung 73

Zusammenhang zwischen Zinsen und Agios bei Immobilienfonds

Agio/Disagio in % des Nettoinventarwerts (gewichtete, kotierte und nicht-kotierte Fonds); Basis: Monatsdaten seit 1990



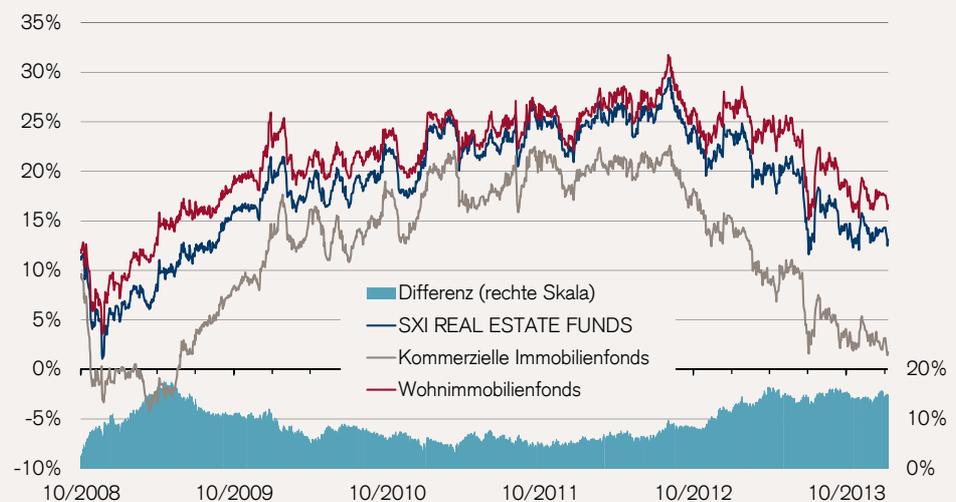
**Aktuelle Agios liefern
partiellen Hedge gegenüber
künftigen Zinsanstiegen**

Die vergangenen Agios lassen sich auch mit einem Modell schätzen. Neben dem Zinsniveau erklären insbesondere das Wirtschaftswachstum und die Leerstände das Niveau der Agios. Auch gemäss dem Modell müsste das Agio im heutigen Umfeld bei knapp über 20% liegen. Oder anders gesagt: Das Agio von 14% per Ende des letzten Jahres entspricht ungefähr demjenigen Agio, das wir gemäss unseren Prognosen erst erwarten würden, wenn die Zinssätze um rund 1 Prozentpunkt steigen und die Leerstandsquoten zunehmen. Die Anleger preisen mit anderen Worten bereits einen substantziellen Teil der künftigen Zinsanstiege ein. Sollte der bisherige Zinsanstieg im laufenden Jahr eine Pause einlegen, sind durchaus zunehmende Agios möglich. Sollte sich der Zinsanstieg graduell fortsetzen, so wäre dies bereits weitgehend eingepreist. Insofern resultiert ein taktisch günstiger Einstiegszeitpunkt.

Abbildung 74

Unterschiedliche Agio-Entwicklung bei den Immobilienfonds

Agio/Disagio in % des Nettoinventarwerts



Dieser Befund gilt ebenfalls oder sogar verstärkt für Fonds, die in kommerzielle Immobilien investiert sind (vgl. Abb. 74). Deren Agios haben in der 1. Jahreshälfte 2013 bedeutend stärker nachgegeben als jene von überwiegend in Wohnimmobilien investierten Fonds. Daraus ergibt sich eine grosse Bewertungsdifferenz, die uns trotz des verhaltenen Ausblicks für kommerzielle Immobilien nicht gerechtfertigt erscheint.

Indirekte Immobilienanlagen auch für Grundbesitzer attraktiv

Dank der gesunkenen Agios ist der Zeitpunkt für indirekte Investitionen in Schweizer Immobilien wieder günstiger. Dies gilt auch für Eigenheimbesitzer. Oft sind sich diese nicht bewusst, dass auch sie den Entwicklungen des Schweizer Immobilienmarktes mit einem beträchtlichen Teil ihres Vermögens ausgesetzt sind. Selbst wenn man die Investition in die eigenen vier Wände als Anlage betrachtet, ist es immer noch vorteilhaft, zusätzlich indirekt in Immobilien zu investieren. Die Gründe liegen in der räumlichen Diversifikation, in den nicht zwangsweise gleich laufenden Miet- und Eigentumsmärkten sowie dem leichten Exposure gegenüber den kommerziellen Immobilienmärkten, das mit dem SXI Real Estate Funds Index eingegangen wird. In einer Auswertung für die Schweiz zeigt sich, dass es sich bei einer Zielrendite von 5% für Besitzer von Wohneigentum in den meisten Fällen lohnt, ihr Portfolio um den Schweizer Immobilienfondsindex zu ergänzen, um die Rendite-/Risiko-Struktur des eigenen Portfolios zu optimieren.¹² Allerdings schwankt in der betreffenden Studie der optimale Anteil an indirekten Schweizer Immobilienanlagen (ohne Restriktionen bei der Immobilienquote) je nach Annahmen zur Verschuldung relativ stark zwischen 0% und 39%. Unter den gleichen Gesichtspunkten bieten sich zum heutigen Zeitpunkt auch internationale Immobilienanlagen an. Abgesehen vom Diversifikationseffekt befinden sich viele internationale Märkte noch nicht im gleichen Reifestadium wie der Schweizer Markt. Zudem bietet die Wechselkursuntergrenze gegenüber dem Euro eine Planungssicherheit und die Möglichkeit von Zinsdifferenzgeschäften.

Regulatorische Änderungen halten auf Trab

KKV-Revision für Immobilienfonds: unnötig, aber ungefährlich

Keine Sorgen machen muss sich der Anleger über die Änderung der maximalen Fremdfinanzierungsquote der Immobilienfonds. Neu begrenzt Art. 96 der Kollektivanlagenverordnung (KKV) die Belastung der Grundstücke auf im Durchschnitt ein Drittel der Verkehrswerte (vorher: 50%). Die Übergangsfrist ist mit fünf Jahren ausreichend. Zudem lag per Ende 2013 nur gerade ein Fonds über dem neuen Grenzwert. Die durchschnittliche Fremdfinanzierungsquote über alle kotierten Immobilienfonds hinweg beläuft sich auf nur 18%.

Lex Koller: Verschärfung unverhältnismässig und mit unabsehbaren Konsequenzen verbunden

Die nächste regulatorische Hürde steht bereits an. Die Motion «Aufhebung der Privilegierung des Erwerbs von Anteilen an Immobilienfonds und börsenkotierten Immobiliengesellschaften in der Lex Koller» wird vom Bundesrat unterstützt und würde es Personen im Ausland verbieten, Anteilscheine zu erwerben. Die Argumentation der Befürworter der Motion ist ökonomisch nicht stichhaltig. Vergleicht man die Anzahl der Liegenschaften der kotierten Immobiliengesellschaften mit dem gesamten Gebäudebestand, so wird sofort klar, dass ein Ausschluss von Personen im Ausland aus dem Kreis der Käufer keine Auswirkungen auf die Preisentwicklung auf dem Immobilienmarkt hätte. Gemeinhin wird der Anteil der ausländischen Investoren in der Anlageklasse der indirekten Immobilienanlagen stark überschätzt. Bei den Immobilienfonds beträgt er nur wenige Prozentpunkte. Eine Verschärfung der Lex Koller wäre jedoch mit grossen praktischen Problemen verbunden. Eine effektive Prüfung der Herkunft des Halters eines Anteilscheins ist beim Börsenhandel kaum möglich. Eine strikte Durchsetzung würde wohl eine Dekotierung erforderlich machen. Die Verschärfung würde daher am Ziel weit vorbeischiessen und sich statt auf den Immobilienmarkt lediglich auf die Immobilienanlagegefässe auswirken – und dies auf höchst kontraproduktive Weise.

IFRS 13 treibt Bewertungen bei Gesellschaften in neue Höhen

Einige Beachtung fand im letzten Jahr der Umstieg der grossen Immobilienaktiengesellschaften bei der Rechnungslegung. Im Fokus stand insbesondere die erstmalige Bewertung des Portfolios nach IFRS 13, dem so genannten «highest and best use»-Ansatz. Die Bewertung muss nun unter der vollständigen Ausschöpfung des Nutzenpotenzials und der Maximierung der Rendite

¹² Vgl. Linke, Fabian (2010): Eigenheim und Investitionen in indirekte Immobilienanlagen, Bachelorthesis an der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften. Eine aufdatierte Analyse kommt zu den gleichen Schlüssen.

erfolgen. Wie von uns vermutet, waren die Auswirkungen weitreichender als angenommen.¹³ Bei den vier grössten Immobilienaktiengesellschaften Swiss Prime Site, PSP, Allreal und Mobimo machen die Höherbewertungen aufgrund von IFRS 13 rund ein Drittel der Neubewertungsgewinne der Anlageliegenschaften aus. In letzter Konsequenz wird dies dazu führen, dass die Wertschwankungen über einen Immobilienzyklus hinweg grösser werden.

Ausblick Immobilien als Anlage 2014

Indirekte Immobilienanlagen aufgrund erfolgter Korrektur mit besseren Aussichten

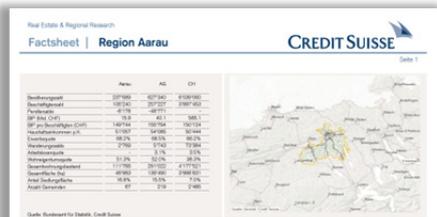
Knapp über die Hälfte der von der Credit Suisse und dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) im letzten November befragten Finanzanalysten schätzt sowohl Schweizer Immobilienfonds als auch Schweizer Wohnimmobilien als überbewertet ein. Zwar war im November nur noch eine knappe Mehrheit von 53% dieser Meinung, nachdem im August noch 78% diese Ansicht vertreten hatten. Gerade bei den Immobilienfonds teilen wir diese Einschätzung aber nicht. Gemessen an den heutigen Umständen sind die Agios gar zu tief und nehmen einen weiteren Zinsanstieg von rund 1 Prozentpunkt bereits vorweg. Wir rechnen im Zuge des Normalisierungsprozesses mit nur sehr langsam steigenden Zinsen. Daher resultiert ein klares Aufwertungspotenzial, weshalb unser kurz- bis mittelfristiger Ausblick für kotierte Immobilienfonds positiv ausfällt.

Preise und Risiken bei direkten Immobilienanlagen steigen weiter

Vorsichtiger sind wir bei Direktanlagen, deren potenzielle Fallhöhe auch dieses Jahr nochmals zugenommen hat. Im Gegensatz zu den indirekten Anlagen ist der künftige Zinsanstieg noch überhaupt nicht in den Preisen der Renditeliegenschaften enthalten. Die Trendwende bei den Preisen rückt zwar näher, wird sich aber voraussichtlich erst bei einem merklichen Zinsanstieg manifestieren. Weil die Renditedifferenz zu Staatsanleihen noch immer beträchtlich ist, rechnen wir indessen für die Preise von Wohn- und gemischten Renditeobjekten bis dahin mit weiteren Anstiegen. Bei kommerziellen Flächen ist dagegen aufgrund der sich eintrübenden Fundamentaldaten die Luft nach oben aufgebraucht, und die Preise dürften in nächster Zeit fallen. Bei Immobilienanlagen lohnt sich zudem der Blick ins Ausland. Etliche Märkte bieten attraktivere Einstiegschancen als die Schweiz. Wir haben bereits in der letztjährigen Studie auf diese Einstiegschancen hingewiesen. An unseren Einschätzungen hat sich grundsätzlich nichts geändert, weshalb sich der Blick auf Immobilieninvestitionen jenseits der Grenzen auch im laufenden Jahr lohnen kann.

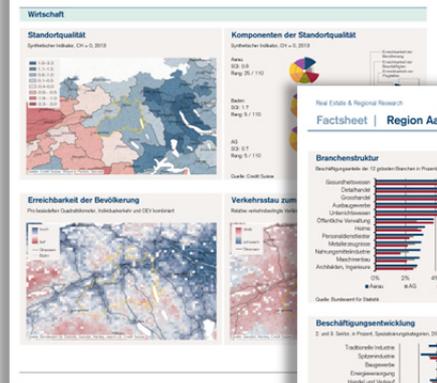
13 Vgl. Credit Suisse Global Research (2013): Swiss Issues Immobilien – Immobilienmarkt 2013, Strukturen und Perspektiven, S. 62/63.

Factsheets: Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick



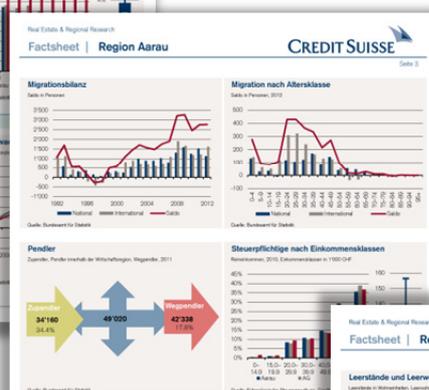
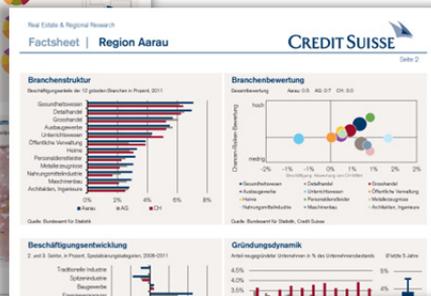
Wichtigste Indikatoren zu den 110 Wirtschaftsregionen auf einen Blick

Welches sind die Standortqualitäten der Wirtschaftsregion Aarau? Welche Branchen sind für die Region besonders bedeutend? Wie hoch sind die Wohnungspreise 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.



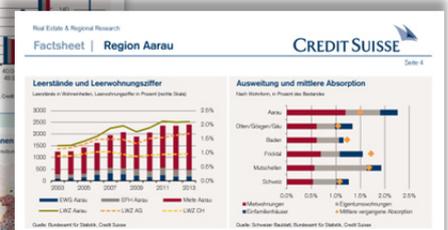
Regionale Wirtschaft und Demografie

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.



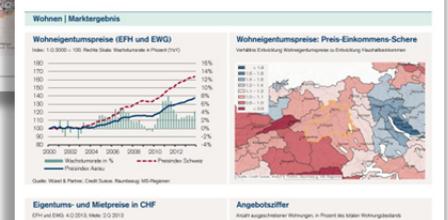
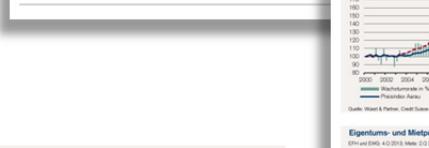
Regionale Wohnungsmärkte

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 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 einzelne Credit Suisse Factsheets bestellen:

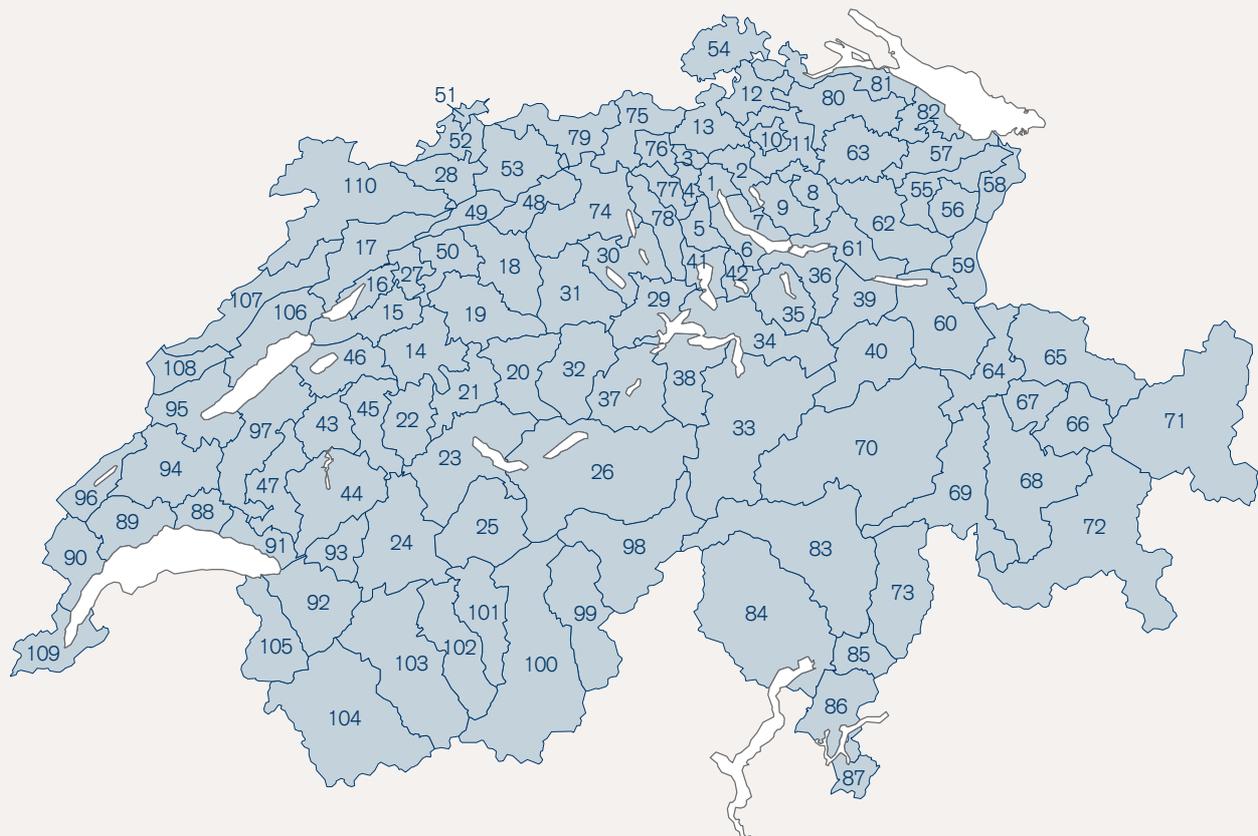
Kunden der Credit Suisse können Factsheets zu einzelnen Wirtschaftsregionen in der gewünschten Sprache (Deutsch, Französisch, Italienisch oder Englisch) unter folgendem Link bestellen: www.credit-suisse.com/immobilienstudie

Eine Auflistung der 110 Wirtschaftsregionen der Schweiz finden Sie auf S. 75.

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 Mittellanden	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 Knonaeramt	27 Grenchen	49 Thal	71 Engiadina bassa	93 Pays d'Enhaut
6 Zimmerberg	28 Laufenental	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, Geostat

Offenlegungen

Bestätigung

Alle in diesem Bericht aufgeführten Analysten bestätigen hiermit, dass die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über Unternehmen und deren Wertschriften mit ihren persönlichen Ansichten über sämtliche hier analysierten Unternehmen und Wertschriften übereinstimmen. Die Analysten bestätigen darüber hinaus, dass eine bereits erhaltene oder zukünftige Entschädigung in keiner Art und Weise direkt oder indirekt mit den in diesem Bericht ausgedrückten Empfehlungen oder Ansichten in Verbindung steht.

Die in diesem Bericht erwähnten Knowledge Process Outsourcing Analysten (KPO-Analysten) sind bei der Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited angestellt.

Wichtige Offenlegungen

Die Credit Suisse veröffentlicht Research-Berichte nach eigenem Ermessen. Dabei bezieht sie sich auf Entwicklungen in den analysierten Unternehmen, im Sektor oder Markt, die für die im Bericht geäusserten Meinungen und Ansichten wesentlich sein können. Die Credit Suisse veröffentlicht ausschliesslich unparteiische, unabhängige, eindeutige, faire und nicht irreführende Anlagestudien.

Der für alle Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Credit Suisse verbindliche Code of Conduct ist online unter folgender Adresse abrufbar:

https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code_of_conduct_de.pdf

Weitere Informationen finden Sie im Dokument «Unabhängigkeit der Finanzanalyse» unter folgender Adresse:

https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_de.pdf

Die Entschädigung der für diesen Research-Bericht verantwortlichen Analysten setzt sich aus verschiedenen Faktoren zusammen, darunter dem Umsatz der Credit Suisse. Einen Teil dieses Umsatzes erwirtschaftet die Credit Suisse im Bereich Investment Banking.

Zusätzliche Offenlegungen für folgende Rechtsordnungen

Vereinigtes Königreich: Weitere Offenlegungsinformationen für den Bereich Fixed Income erhalten Kunden der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited unter der Telefonnummer +41 44 333 33 99.

Weitere Informationen wie Offenlegungen im Zusammenhang mit anderen Emittenten erhalten Sie online auf der Seite «Disclosure» der Credit Suisse unter folgender Adresse:

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

Allgemeiner Haftungsausschluss / wichtige Information

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

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

Alle Hinweise auf die Credit Suisse beziehen sich ebenfalls auf mit ihr verbundene Unternehmen und Tochtergesellschaften. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter folgender Adresse:

http://www.credit-suisse.com/who_we_are/de/

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von der Abteilung Research der Division Private Banking & Wealth Management der Credit Suisse am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Aufgrund unterschiedlicher Bewertungskriterien können die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über einen bestimmten Titel von Ansichten und Beurteilungen des Credit Suisse Research Department der Division Investment Banking abweichen oder diesen widersprechen. Die vorliegende Publikation 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 Geschäftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die Schweizer Bank Credit Suisse AG, oder ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen («CS») Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten. Alle Informationen in dieser Publikation unterliegen dem Copyright der CS, sofern nicht anders angegeben. Weder der Bericht noch sein Inhalt noch Kopien davon dürfen ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die CS verändert, übertragen, kopiert oder an Dritte verteilt werden. Alle in diesem Bericht verwendeten Warenzeichen, Dienstleistungsmarken und Logos sind Warenzeichen oder Dienstleistungsmarken bzw.

eingetragene Warenzeichen oder Dienstleistungsmarken der CS oder ihrer verbundenen Unternehmen.

Der Bericht wurde einzig zu Informationszwecken publiziert und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder ähnlichen Finanzinstrumenten. Die CS bietet keine Beratung hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen einer Anlage und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Zu beachten ist insbesondere, dass sich die Steuerbasis und die Höhe der Besteuerung ändern können.

Die CS hält die im Disclosure-Anhang des vorliegenden Berichts enthaltenen Informationen und Meinungen für richtig und vollständig. Die Informationen und Meinungen in den übrigen Abschnitten des Berichts stammen aus oder basieren auf Quellen, die die CS als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab, es sei denn, dieser Haftungsausschluss steht im Widerspruch zu einer Haftung, die sich aus bestimmten für die CS geltenden Statuten und Regelungen ergibt. Dieser Bericht ist kein Ersatz für eine unabhängige Beurteilung. Die CS hat möglicherweise eine Handelsidee zu diesem Wertpapier veröffentlicht oder wird dies möglicherweise in Zukunft tun. Handelsideen sind kurzfristige Handlungsempfehlungen, die auf Marktereignissen und Katalysatoren basieren, wohingegen Unternehmensempfehlungen Anlageempfehlungen darstellen, die auf dem erwarteten Gesamtertrag im 6 bis 12-Monats-Horizont basieren, gemäss der Definition im Disclosure-Anhang. Da Handelsideen und Unternehmensempfehlungen auf unterschiedlichen Annahmen und Analysemethoden basieren, könnten die Handelsideen von den Unternehmensempfehlungen abweichen. Ausserdem hat die CS möglicherweise andere Berichte veröffentlicht oder wird möglicherweise Berichte veröffentlichen, die im Widerspruch stehen zu dem vorliegenden Bericht oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Berichte spiegeln die verschiedenen Annahmen, Einschätzungen und Analysemethoden wider, auf denen sie basieren, und die CS ist in keiner Weise verpflichtet, sicherzustellen, dass der Empfänger Kenntnis von anderen entsprechenden Berichten erhält. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel.

Die Informationen, Meinungen und Schätzungen in diesem Bericht entsprechen der Beurteilung durch die CS am angegebenen Datum und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks beinhalten. Die CS hat die Inhalte der Internet-Seiten, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigene Internet-Seiten der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu den eigenen Internet-Inhalten der CS) werden nur als Annehmlichkeit und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Seiten, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Dokuments. Der Besuch der Internet-Seiten oder die Nutzung von Links aus dem vorliegenden Bericht oder der Internet-Seite der CS erfolgt auf Ihr eigenes Risiko.

Distribution von Research-Berichten

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. **Bahamas:** Der vorliegende Bericht wurde von der Schweizer Bank Credit Suisse AG erstellt und im Namen der Credit Suisse AG, Nassau Branch, verteilt. Diese Niederlassung ist ein bei der Securities Commission der Bahamas eingetragener Broker-Dealer. **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. **Brasilien:** Die hierin enthaltenen Angaben dienen lediglich zu Informationszwecken und sollten nicht als ein öffentliches Angebot für Wertpapieren in Brasilien verstanden werden. Hierin erwähnte Wertschriften sind möglicherweise nicht bei der brasilianischen Börsenaufsicht CVM (Comissão de Valores Mobiliários) registriert. **Deutschland:** Die Credit Suisse (Deutschland) AG untersteht der Zulassung und Regulierung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Sie verbreitet Finanzanalysen an ihre Kunden, die durch ein mit ihr verbundenes Unternehmen erstellt worden sind. **Dubai:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG, Dubai Branch, verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder -dienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an Grosskunden mit liquiden Mitteln von über USD 1 Mio., die über ausreichend Erfahrung in Finanzfragen verfügen, um sich im Sinne eines Grosskundengeschäfts in Finanzmärkten engagieren zu können, und die regulatorischen Kriterien für eine Kundenbeziehung erfüllen. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (France) verteilt. Diese ist ein Anbieter von Investitionsdienstleistungen und verfügt über eine Zulassung der Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP). Die Credit Suisse (France) untersteht der Aufsicht und Regulierung der Autorité de Contrôle Prudentiel und der Autorité des Marchés Financiers. **Gibraltar:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Gibraltar) Limited verteilt. Die Credit Suisse (Gibraltar) Limited ist eine unabhängige Gesellschaft, die zu 100 % im

Besitz der Credit Suisse ist. Sie untersteht der Regulierung der Gibraltar Financial Services Commission. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Channel Islands) Limited verteilt, einer unabhängigen Rechtseinheit, die in Guernsey unter der Nummer 15197 und unter der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Channel Islands) Limited ist zu 100% im Besitz der Credit Suisse AG. Sie wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Der jeweils aktuelle testierte Jahresabschluss ist auf Anfrage erhältlich. **Hongkong:** Der vorliegende Bericht wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, herausgegeben. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als Authorized Institution der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut nach Massgabe der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571 der gesetzlichen Vorschriften Hongkongs). **Indien:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited («Credit Suisse India»), die vom Securities and Exchange Board of India (SEBI) beaufsichtigt wird unter den SEBI-Registrierungsnummern INB230970637, INF230970637, INB010970631 und INF010970631 und deren Geschäftsadresse wie folgt lautet: 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, Indien, Tel. +91-22 6777 3777. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien einerseits von der Credit Suisse (Italy) S.p.A. verteilt, 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 Banking und Finanzdienstleistungen in Italien. **Japan:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, Mitglied der Japan Securities Dealers Association, Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association, ausschliesslich in Japan verteilt. Credit Suisse Securities (Japan) Limited wird diesen Bericht nicht ausserhalb Japans verteilen oder in Länder ausserhalb Japans weiterleiten. **Jersey:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, die von der Jersey Financial Services Commission beaufsichtigt wird. Die Geschäftsadresse der Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, in Jersey lautet: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QA. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse Financial Services (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 (gemäss Definition der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA)) 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. **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. **Mexiko:** Die im Bericht enthaltenen Informationen stellen kein öffentliches Angebot von Wertschriften gemäss dem mexikanischen Wertschriftengesetz dar. Der vorliegende Bericht wird nicht in den mexikanischen Massenmedien angeboten. Der Bericht enthält keine Werbung im Zusammenhang mit der Vermittlung oder Erbringung von Bankdienstleistungen oder Anlageberatung auf dem Hoheitsgebiet Mexikos oder für mexikanische Staatsbürger. **Russland:** Das in diesem Bericht angebotene Research ist in keiner Art und Weise als Werbung oder Promotion für bestimmte Wertpapiere oder damit zusammenhängende Wertpapiere zu verstehen. Dieser Research-Bericht stellt keine Bewertung im Sinne des Bundesgesetzes über Bewertungsaktivitäten der Russischen Föderation dar. Der Bericht wurde gemäss den Bewertungsmodellen und der Bewertungsmethode der Credit Suisse erstellt. **Singapur:** Dieser Bericht wurde zur Verteilung in Singapur ausschliesslich an institutionelle Anleger, zugelassene Anleger und erfahrene Anleger (wie jeweils in den Financial Advisers Regulations definiert) erstellt und herausgegeben und wird von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, auch an ausländische Anleger (gemäss Definition in den Financial Advisers Regulations) verteilt. Aufgrund Ihres Status als institutioneller Anleger, zugelassener Anleger, erfahrener Anleger oder ausländischer Anleger ist die Credit Suisse AG, Singapore Branch, in Bezug auf finanzielle Beratungsdienstleistungen, die die Credit Suisse AG, Singapore Branch, gegebenenfalls für Sie erbringt, von der Einhaltung bestimmter Compliance-Anforderungen gemäss Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore («FAAs»), den Financial Advisers Regulations und den massgeblichen, im Rahmen dieser Gesetze und Bestimmungen herausgegebenen Mitteilungen und Richtlinien befreit. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460). **Thailand:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, die von der Securities and Exchange Commission, Thailand, beaufsichtigt wird und unter der Adresse 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok Tel. 0-2614-6000 eingetragen ist. **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 Investitionen oder Dienstleis-

tungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt.

USA: WEDER DER VORLIEGENDE BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN.

Örtliche Gesetze oder Vorschriften können die Verteilung von Research-Berichten in bestimmten Rechtsordnungen einschränken.

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2014 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

14C024A_R

Weitere Publikationen der Credit Suisse



Monitor Schweiz 1. Quartal 2014

Der Monitor Schweiz fasst die Erkenntnisse der makro- und mikroökonomischen Analysen und Prognosen zusammen. In dieser Ausgabe werden unter anderem folgende Fragen beantwortet: Wo ist der Stau am grössten? Und ist die Inflation tot oder eines der grössten Risiken für die Zukunft?

18. März 2014



Branchenmonitor 1. Quartal 2014

Der Branchenmonitor beschreibt quartalsweise die aktuelle Situation und den konjunkturellen Ausblick der wichtigsten Schweizer Branchen.

31. März 2014



Immobilienmonitor 2. Quartal 2014

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

15. Mai 2014



Bauindex Schweiz 2. Quartal 2014

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

22. Mai 2014



Erfolgsfaktoren für Schweizer KMU Perspektiven und Herausforderungen im Export

Die jährliche Studie befragt die Schweizer KMU zu ihren Erfolgsfaktoren am Standort Schweiz. Das diesjährige Schwerpunktthema beleuchtet die Bedeutung von Exporten für KMU und gibt einen Ausblick auf die zukünftige Exportstruktur der Schweiz.

4. Juni 2014



Die beiden Basel Struktur und Perspektiven

Die beiden Basel stehen an einer Weggabelung; sollen sie Fusionsverhandlungen aufnehmen oder weiterhin getrennte Wege gehen? Daneben beleuchtet die neue Regionalstudie aktuelle wirtschaftliche und demografische Entwicklungen in den beiden Basel.

Sommer 2014



REAL ESTATE ASSET MANAGEMENT

Wer genau hinsieht, entdeckt unsere Sehenswürdigkeiten.

Clever diversifizieren mit Auslandsimmobilien:
CS Real Estate Fund International und CS Real Estate Fund Global

Berlin, Vancouver, Tokyo: Mit unseren Fonds investieren Sie direkt in Immobilien rund um die Welt. Immobilien, die in starken Wirtschaftszentren liegen und kommerziell genutzt werden. Deren Mieteinnahmen für einen stetigen Cashflow und eine kontinuierliche Ausschüttung sorgen. Überzeugen Sie sich selbst auf unserer Website. Oder auf einer Weltreise.

credit-suisse.com/ch/realestate