

Real Estate Focus

2020



Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Wir schreiben das Jahr 1894. Mehr als 50 000 Pferde kutschieren Menschen und transportieren Güter durch London. Dabei landen täglich 1,25 Millionen Pfund Pferdemit auf der Strasse. Die *Times* ruft die Pferdemitkrise aus und prognostiziert, dass in 50 Jahren jede Strasse in London unter drei Metern Pferdemit begraben sein wird. Doch es kam anders. Die Geschichte strafte ihre Voraussage Lügen.

Dass der Mensch dazu neigt, die jüngste Vergangenheit bei Zukunftsanalysen zu stark zu gewichten, wurde wissenschaftlich eingehend untersucht. Die Sozialwissenschaften sprechen von «recency bias» (Rezenzeffekt) und die Psychologie von «availability heuristic» (Verfügbarkeitsfehler). Demnach sind die jüngsten Informationen bei der Einschätzung oder Bewertung einer Situation stets die relevantesten, da man sich am leichtesten an diese erinnert.

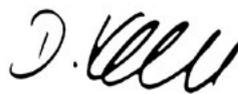
Die Fortschreibung von Trends kann also auf den Holzweg führen. Dennoch vertrauen Investoren auf vermeintlich ewig anhaltende Trends – so auch im Immobiliensektor, da sie sich beim jetzigen Anlagenotstand Mehrrenditen gegenüber den klassischen, mittlerweile überbeurteilten Immobiliensegmenten versprechen. Dabei wird oftmals übersehen, dass Trends abrupt enden können und allfällige Mehrrenditen in der Regel mit höheren Risiken einhergehen.

In unserer diesjährigen Ausgabe des *UBS Real Estate Focus* zeigen wir unter anderem auf, dass Trendwissen mit der Zeit immer stärker zur Massenware mit geringem Zusatznutzen verkommen und so zu Investitionen führen kann, die früher oder später in Überkapazitäten münden.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.



Claudio Saputelli
Leiter Global Real Estate



Daniel Kalt
Chefökonom Schweiz

Inhalt

6 Trends

12 Wohnen

UBS Real Estate Focus 2020

Diese Publikation wurde durch UBS Switzerland AG erstellt. Bitte beachten Sie die wichtigen rechtlichen Informationen am Ende der Publikation. Aus der Performance der Vergangenheit kann nicht auf künftige Renditen geschlossen werden. Die angegebenen Marktpreise sind Schlusskurse der jeweiligen Hauptbörse.

Herausgeber

UBS Switzerland AG
Chief Investment Office GWM
Postfach, CH-8098 Zürich

Chefredaktion

Katharina Hofer

Redaktion

Viviane Vajda

Redaktionsschluss

14. Januar 2020

Desktop Publishing

Margrit Oppliger
Werner Kuonen

Titelbild

Ricola Kräuterzentrum in Laufen,
Keystone/Christian Beutler

Druck

Galledia Print AG, Flawil, Schweiz

Sprachen

Deutsch, Englisch, Französisch
und Italienisch

Kontakt

ubs-cio-wm@ubs.com

Bestellungen oder Abonnemente

Als UBS-Kundin oder -Kunde können Sie *UBS Real Estate Focus* abonnieren und zusätzliche Exemplare dieser Publikation über Ihre Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater oder die Mailbox von Printed & Branded Products bestellen: sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com.

Eine elektronische Abonnie rung ist zudem über Investment views auf der E-Banking-Plattform möglich.



- 6 Grundlagen
Blick in die Glaskugel
- 8 Immobilitrends
Trends im Trend
- 10 Langfristig investieren
Trends ohne Mehrrendite

- 12 Eigenheime
Illusion von Knappheit
- 16 Luxusimmobilien
Preis- oder Frankenstärke
- 18 Zweitwohnungen
Die Ratio an zweiter Stelle
- 20 Festhypotheken
Der richtige Zeitpunkt
- 22 Eigenmietwert
Falsche Anreize durch Ausnahmen

SAP-Nr. 83518D-2001

24

Rendite



24 **Mehrfamilienhäuser**
Mehr Baukräne um die Zentren

28 **Verkaufsflächen**
Zu viele und zu teuer

30 **Büroflächen**
Zentrumslagen zunehmend riskanter

32

Börse



32 **Immobilienfonds**
Bröckelnde Fassade

35 **Immobilienaktien und -anleihen**
Fokus auf Kernkompetenz

38

Global



38 **UBS Global Real Estate Bubble Index**
Korrekturphase in Gang

41 **Globale Direktimmobilien**
Kein klarer Gewinner

43 **Mietkontrollen**
Berlin zwischen Markt und Politik

Besuchen Sie
unsere Website:



Blick in die Glaskugel

Katharina Hofer

Im heutigen Sprachgebrauch wird der Trend häufig gleichbedeutend mit einer kurzfristigen Modeerscheinung verwendet. Dabei handelt es sich aber vielmehr um eine längerfristige Entwicklung. Den Trend vorherzusagen ist schwierig und erkennbar wird er erst, wenn er bereits eine Weile existiert.

Der Rat «Verluste begrenzen, Gewinne laufen lassen» begleitet die Anleger bereits seit dem frühen 19. Jahrhundert, als der berühmte englische Ökonom David Ricardo seine (für ihn selbst damals äusserst erfolgreiche) Anlagestrategie verriet. Der erste Teil «Verluste begrenzen» legt nahe, verlierende Titel möglichst rasch zu verkaufen. Der zweite Teil «Gewinne laufen lassen» empfiehlt, Ruhe zu bewahren und sich während einer Aufwärtsbewegung des Aktienkurses nicht zu schnell vom gewinnbringenden Titel zu trennen. Mit anderen Worten: Man soll dem positiven Trend folgen.

Der Trend in Statistik und Gesellschaft

Doch es verging einige Zeit, bis der Begriff Trend seinen Weg in den Sprachgebrauch fand. Zunächst wandten ihn die Zeitreihenanalysten an und bezeichneten damit den Verlauf einer Messgrösse in die gleiche Richtung über längere Zeit. Etwa in der modernen technischen Analyse von Aktienkursen, die Ende des 19. Jahrhunderts von Charles Dow begründet wurde, spielt die Trendanalyse eine zentrale Rolle. Auch heute noch wird, zum Beispiel im Zusammenhang mit der Wirtschaftsentwicklung, vom Trendwachstum gesprochen.

Die Sternstunde des Trends, wie der Begriff heute am häufigsten verwendet wird, begann jedoch in den 1980er-Jahren mit dem Bestseller «Megatrends» von John Naisbitt. Darin beschrieb er zehn Tendenzen, oder eben Trends, die das Leben in der Zukunft prägen sollten.

Damit etablierte sich der Trend, neben dem mathematischen Begriff, als ein gesellschaftlicher, der die Richtung einer künftigen Entwicklung beschreibt.

Fundierte Zukunftsforschung ist rar

Was die Zukunft bringt, hat den Menschen schon immer fasziniert. Die alten Griechen befragten das Orakel von Delphi, im Mittelalter machten Seher Prophezeiungen und Wahrsager deuteten Sternkonstellationen, um den Ausgang von Schlachten oder den Ernteertrag vorauszusagen. Heutzutage sind die häufigsten Nachfrager und Auftraggeber von Zukunftsstudien Unternehmen und staatliche Institutionen, die sich davon Anhaltspunkte für langfristige strategische Entscheidungen versprechen.

Spezialisierte Institute skizzieren verschiedene Zukunftsszenarien zum Beispiel unter Einbezug von statistischen Analysen oder Experteninterviews – letztere werden interessanterweise als Delphi-Methode bezeichnet. Nischen sollen frühzeitig ausgemacht und ihr Potenzial für tiefgreifende künftige Entwicklungen erkannt werden. Die Zukunftsforscher müssen sich aber häufig Kritik an der (Un-)Wissenschaftlichkeit ihrer Methoden gefallen lassen.

Nur die Verlierer stehen fest

Eine Prognose langfristiger Trends und ihrer Folgen für die Wirtschaft steht zumeist auf wackeligen Füßen. Oft werden Trends erst als solche erkannt, wenn sie bereits Schwung aufge-



Stadtmuseum Rapperswil-Jona; Keystone/Christian Beutler

nommen haben. Als im Zuge der Digitalisierung beispielsweise in den 1990er-Jahren der Trend zum Speichern und Abspielen von immer längeren Videos ins Rollen kam, war noch nicht abzusehen, ob sich die Multimedia-CD oder die Super Density CD als Format durchsetzen würde. Schlussendlich obsiegte ein einheitliches Format, die allseits bekannte DVD. Das Nachfolgeformat, die Blu-Ray-Disc, konnte der DVD zwar Marktanteile abjagen; doch trotz klarer technischer Überlegenheit setzte sich das Format nie vollständig durch. Die Verlierer eines neuen Trends sind meistens deutlich einfacher und schneller auszumachen als die Gewinner: Der Umsatz der Videokassette brach nach Einführung der DVD ein.

Auch Megatrends unsicher

Trends lassen sich in Abhängigkeit von ihrer Dauer und Wirkungstiefe unterscheiden, die Literatur kennt jedoch keine einheitliche Kategorisierung. In allen Definitionen anzutreffen ist der Megatrend. Er hält viele Jahre oder sogar Jahrzehnte an und ist in gesellschaftlichen, ökonomischen und politischen Lebensbereichen sowie in vielen Weltregionen sichtbar. Heutige Megatrends, die auch in der näheren Zukunft relevant bleiben, sind beispielsweise die fortwäh-

rende Alterung der Gesellschaft, Digitalisierung, Globalisierung, Individualisierung sowie Urbanisierung. All diesen Megatrends ist gemein, dass sie uns bereits seit längerer Zeit begleiten.

Das Ausmachen der Megatrends von morgen ist indes selten von Erfolg gekrönt. Zukunftsforscher können nur identifizieren, was zumindest im Ansatz bereits existiert. Viele Hoffnungsträger entpuppen sich jedoch als kurzlebige Hypes oder Modeströmungen. Wie Ricardo schon erkannt hat, lohnt es sich erst dann, auf den Zug aufzuspringen, wenn er bereits Fahrt aufgenommen hat. Doch auch diese Strategie garantiert nicht, dass man am angepeilten Ziel ankommt.

Trends im Trend

Matthias Holzhey

In Zeiten des Anlagenotstands richten sich Investoren vermehrt an Trends aus. Gerade in den urbanen Zentren locken trendbasierte Nischeninvestments mit höheren Renditen. Die Risiken sind aber grösser als im Gesamtmarkt.

Im aktuellen Spätzyklus bietet der breite Markt wenig Perspektiven für Direktinvestitionen. Die negative Verzinsung sicherer Anlagen hat überproportional viel Kapital in den Immobilienmarkt gelenkt, sodass die erzielbaren Renditen über die letzten Jahre stark gesunken sind. So erfahren Nischeninvestitionen zurzeit viel Aufmerksamkeit, denn sie bieten höhere Renditen. Allerdings gehen diese aufgrund geringerer Marktgrösse und tieferer Marktliquidität mit einem höheren Risiko einher als Investitionen in klassischen Wohn-, Büro- oder Verkaufsliegenschaften. Zudem erfordern Nischeninvestitionen viel Know-how.

Besonders in der Gunst der Investoren stehen Nischen, die sich aus den globalen Megatrends Alterung, Digitalisierung, Individualisierung, Globalisierung und Urbanisierung ableiten lassen. Sie nutzen aus, dass in Zukunft mehr und ältere Menschen in kleineren Wohneinheiten in den Städten leben, flexible Vermietungsformen zusehends beliebter werden und die Bedeutung der letzten Meile zum Kunden steigt. Liegenschaften, die gezielt für solche stark wachsenden Nachfragesegmente konzipiert sind, lassen Anleger auf ein langfristiges Ertragswachstum hoffen.

Sieben wichtige Immobilientrends im Fokus der Direktinvestoren

Mikroapartments

Treiber: Individualisierung, Urbanisierung

Der Einpersonenhaushalt ist in der Schweiz mit einem Anteil von mehr als einem Drittel zur derzeit häufigsten Haushaltsform avanciert. Alleinstehende Personen haben eine Präferenz für das Leben in Stadtzentren. Doch hohe Mieten erfordern eine Einschränkung der Flächen-

bedürfnisse. Auf ein Minimum reduzierte, aber vollständig ausgestattete Kleinstwohnungen dürften daher zunehmend nachgefragt werden. Auf der Kostenseite schlagen allerdings Mehrausgaben für eine insgesamt grössere Anzahl von Nasszellen, Küchen und Leitungen zu Buche. Ausserdem stagniert der Anteil von Einpersonenhaushalten seit rund zwei Jahrzehnten.

Studentenheime

Treiber: Globalisierung, Individualisierung

Die deutlich wachsende Zahl internationaler Studenten ist die Zielgruppe von Studentenwohnungen. Die attraktivsten Standorte sind Universitätsstädte mit Wohnungsknappheit, wo die Zahlungsbereitschaft der Studenten entsprechend gross ist. Die Vermietung ist jedoch kostenintensiv, die Nachfrage saisonal und gemeinnützige Anbieter drücken die Mieten. Ein Erfolgsfaktor für eine Investition ist neben der richtigen Lage auch die Kombination mit Business Apartments und allenfalls kurzfristiger touristischer Vermietung.

Altersheime

Treiber: Alterung, Individualisierung

Der mit dem Alter steigende Pflegebedarf gepaart mit der demografischen Entwicklung lässt eine kräftig wachsende Nachfrage nach Altersheimen fast zwingend erscheinen. Ein zersplitterter und von nicht profitorientierten Organisationen geprägter Markt erschwert jedoch eine profitable Investition. Zudem dürften langfristig die Pflegekosten stark ansteigen, sodass der Kostendruck der öffentlichen Hand zunehmen wird. Attraktive Investitionsmöglichkeiten beschränken sich auf das privat finanzierte obere Preissegment.

Kurzfristige touristische Vermietung

Treiber: Digitalisierung, Globalisierung, Individualisierung

Die Nutzung von Wohnungen als verkappte Hotels bietet in touristisch attraktiven Städten mit stark regulierten Mietmärkten eine Möglichkeit, teils deutlich höhere Mieterträge zu erzielen als bei konventioneller Vermietung. Aber die Markteintrittsbarrieren sind tief und das Risiko staatlicher Eingriffe steigt; die Zweckentfremdung von Wohnraum wird zunehmend auf wenige Monate im Jahr eingeschränkt.

Co-Working

Treiber: Digitalisierung, Individualisierung, Urbanisierung

Die Menge der angebotenen Co-Working-Flächen legt rasant zu. In einer flexiblen Arbeitswelt mit einer wachsenden Anzahl digitaler Kleinunternehmen und Selbständigerwerbender steigt die Nachfrage nach flexibel mietbaren Büroflächen. Die Nachfrage unterliegt jedoch starken konjunkturellen Schwankungen und es gibt kaum Markteintrittsbarrieren, was eine Mehrrendite langfristig infrage stellt.

Self-Storage

Treiber: Globalisierung, Individualisierung, Urbanisierung

Die Nachfrage nach geschützten Lagerboxen unterschiedlicher Grösse steigt mit dem Urbanisierungsgrad. Kleine Stadtwohnungen verfügen typischerweise über wenig Stauraum. Auch bei Auslandsaufenthalten oder Erbverteilungen sind temporäre Mietlager gefragt. Die Zahlungsbereitschaft der Kundschaft ist jedoch beschränkt, sodass tiefe Land- und Betriebskosten über den Investitionserfolg entscheiden.

Logistikflächen

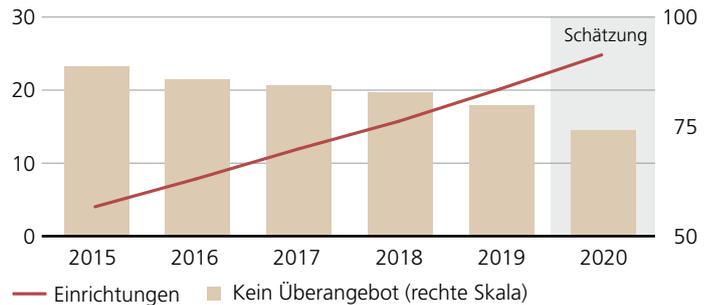
Treiber: Digitalisierung, Globalisierung

Der Online-Handel wächst um 10 Prozent pro Jahr und Kunden erwarten immer schnellere Lieferungen entweder nach Hause oder an eine Abholstelle. Dies steigert die Nachfrage nach grossen Lagerflächen und Verteilzentren in der Nähe von Ballungsgebieten. Die Attraktivität von Standorten kann sich aber durch eine Erhöhung der Staubelastung innert kurzer Zeit verschlechtern. Zudem müssen Logistik-Investoren mit (versteckten) Altlasten und grossem Investitionsbedarf rechnen.

Risikante Nischeninvestments, weil ...

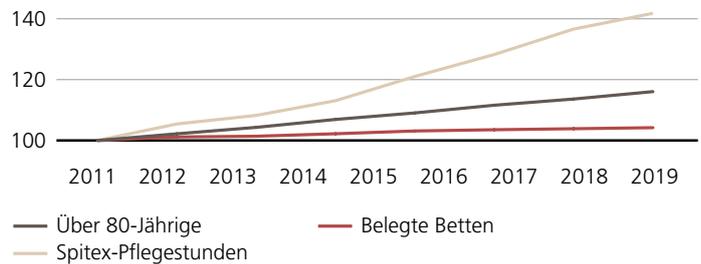
... das Angebot stark wächst

Anzahl Co-Working-Einrichtungen weltweit, in Tausend und Anteil Betreiber, die kein Überangebot im lokalen Markt feststellen, in Prozent



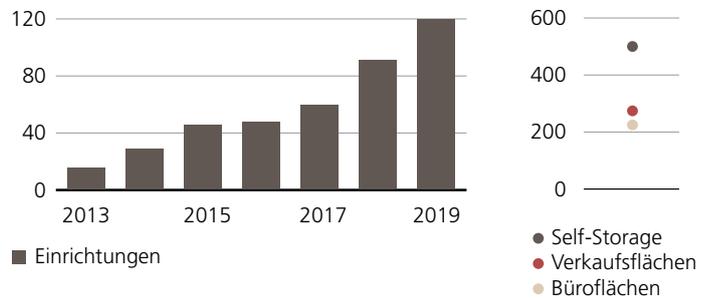
... die Nachfrage den Erwartungen hinterherhinkt

Entwicklung der Anzahl über 80-Jähriger in der Schweiz, der geleisteten Spitex-Pflegestunden und der Anzahl belegter Betten in Pflegeheimen, Index 2011 = 100



... die Einnahmen (noch) zu hoch sind

Anzahl Self-Storage-Einrichtungen in der Schweiz (linke Grafik) und Jahresmieten von Geschäftsflächen, nach Nutzungsart in CHF/m² (rechte Grafik)



Quellen: BFS, Deskmag, Fedessa, MyBox, placeB, Wüest Partner, UBS

Trends ohne Mehrrendite

Katharina Hofer und Matthias Holzhey

Nicht jeder Immobilientrend sollte als Einladung zur Investition angesehen werden. Auch wenn vorerst Mehrrenditen erzielt werden, sind diese zeitlich begrenzt. Bei Nischeninvestments hängt der Investitionserfolg zudem stark vom jeweiligen Immobilienzyklus ab.

Megatrends bei Investitionen in Immobilien als Orientierung zu nutzen, ist verlockend. Die Erwartung einer lang anhaltenden oder überproportional steigenden Nachfrage vermittelt ein Gefühl der Sicherheit. Doch aus Megatrends abgeleitete Immobilientrends und ihnen folgende Investitionsstrategien bieten selten eine langfristige Mehrrendite.

Erstens können Trends, insbesondere solche mit langer Wirkungsdauer, nach einer Weile zum Normalzustand werden, sodass die Zusatzmarge schwindet. Zweitens lösen Trends häufig Gegenrends aus, die die Entwicklungen (teilweise) wieder rückgängig machen, oder sie entpuppen sich gar als Hype und verschwinden schneller von der Bildfläche, als sie aufgekommen sind. Drittens betreffen viele Immobilientrends nur einen kleinen Teil des Gesamtmarkts. Wird zu viel investiert, so mutiert die vermeintliche Nachfragestärke rasch zum Angebotsüberhang.

Neu bleibt nicht neu

Die Schwierigkeit, mit Investitionen in Immobilientrends Geld zu verdienen, zeigt sich am Beispiel der Nachhaltigkeit. Bereits in den frühen 1970er-Jahren führte ein erhöhtes Umweltbewusstsein im Strudel der Ölkrise zu zahlreichen technologischen Errungenschaften, die auch den Energieverbrauch von Gebäuden reduzierten. Die doppelt- und dreifachverglaste Fenster isolierten besser und die Wärmepumpe verdrängte die Ölheizung vom ersten Platz der häufigsten Energieträger in Neubauten. Doch für eine Minergie-zertifizierte Liegenschaft beispielsweise deckt die zusätzliche Zahlungsbereitschaft der Mieter oder Käufer gerade einmal die höheren Baukosten.

Auch besteht das Risiko, dass die trendige Immobilie zum Ladenhüter wird. Bei der Neuentwicklung von Immobilienprojekten hat der Investor keine andere Wahl, als dem jüngsten architektonischen Schrei zu folgen – seien es Terrassenhäuser wie in den 1950er-Jahren oder die kubusartigen Gebilde der frühen 2000er-Jahre. Von allzu grossen künstlerischen Experimenten sollte aber abgesehen werden. Denn ein eigenwilliges Betonhaus aus dem Jahr 1960 findet bei einer Veräusserung drei Jahrzehnte später nur schwerlich einen Käufer zum gewünschten Preis.

Von Landflucht über «Raus ins Grüne» zur Reurbanisierung

Der für den hiesigen Immobilienmarkt vermutlich bedeutendste Trend der Nachkriegszeit war die Zuwanderung. Diese führte – neben den geburtenstarken Jahrgängen der Babyboomer – zu einer Verdopplung der Einwohnerzahl der Schweiz seit 1945. Auf dem Höhepunkt der Zuwanderungswelle im Jahr 1961 benötigten rund 100 000 Personen innert Jahresfrist ein neues Zuhause. Insbesondere die Städte sahen sich damals einem enormen Urbanisierungstrend ausgesetzt.

Doch wer glaubte, Investitionen in Stadtimobilien seien deswegen eine sichere Sache, der irrte. Die Bodenpreise stiegen zwar tatsächlich markant an, doch damit ging auch die Erschwinglichkeit des Wohneigentums zurück. Mit dem Aufkommen des Automobils verschob sich die Nachfrage in den 1960er-Jahren in die deutlich preiswertere Agglomeration. Von diesem Gegenrend hat sich die urbane Bevölkerung der Städte Basel und Bern bis heute nicht vollständig

erholt. In Zürich hingegen steuert die Bevölkerung wieder ihrem ehemaligen Höchststand entgegen.

Erfolg von Nischeninvestitionen zyklusabhängig

Gerade bei Investitionen in Nischensegmente, wie Luxusimmobilien oder Altersresidenzen, ist der Immobilienzyklus für den Investitionserfolg von grösserer Bedeutung als die Trendkomponente. New Yorker Luxusimmobilien beispielsweise galten lange als sichere Wertanlage dank des Flairs einer «Superstar-Stadt» und der globalen stetig wachsenden Zahl vermögender Haushalte. Doch hohe Margen lockten zahlreiche Entwickler in den Markt und dem luxuriösen Neubau waren – Wolkenkratzer sei Dank – kaum Grenzen gesetzt.

Gebaut wurde viel, nachgefragt aber nicht genug. Mittlerweile soll laut StreetEasy jede vierte seit 2013 im New Yorker Luxussegment erbaute Wohnung leer stehen. Ähnliches spielte sich in den USA bei Altersresidenzen ab. Bereits vor 20 Jahren entwickelte sich ein so starker Hype

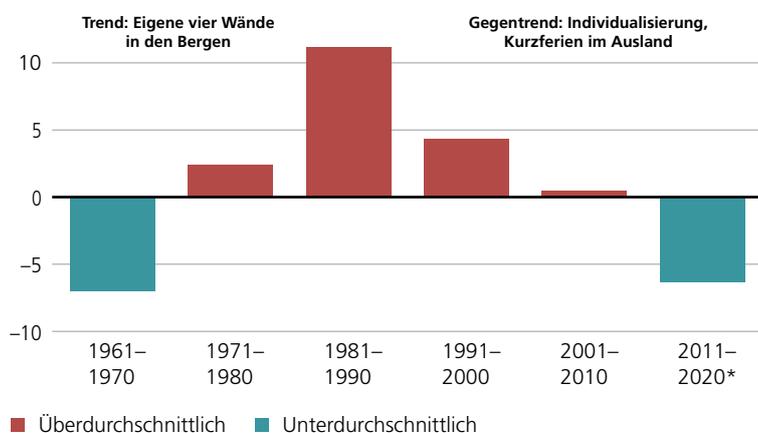
um die erwartete Alterung der Gesellschaft, dass Investitionen in Altersresidenzen sprunghaft anstiegen. In der Folge übertraf zwischen 1998 und 2002 das Angebotswachstum von fast 8 Prozent pro Jahr die Nachfrage bei Weitem, sodass viele Anbieter Konkurs anmelden mussten.

Normalisierung ist unvermeidlich

Blindes Vertrauen in Trends ist kein Erfolgsrezept. Wer genug früh bei einem neuen Immobilien-trend vorne mit dabei ist, hat jedoch eine gute Chance, mit einer Investition eine Mehrrendite zu erzielen. Aber der Anleger kann nur für begrenzte Zeit auf der Erfolgswelle reiten. Je mehr Kapital in den Markt fließt, desto umkämpfter wird er und desto schneller normalisieren sich die Renditen. Weiter gilt, dass je langfristiger und umfassender ein Trend ist, desto schwieriger wird es, eine Mehrrendite zu erzielen. Gerade bei Nischeninvestments ist letztlich auch ausschlaggebend, ob es gelingt, rechtzeitig vom fahrenden Zug abzuspringen – bevor der Trend abebbt oder gar zum Verlustgeschäft wird.

Gegentrend frisst Wertsteigerung

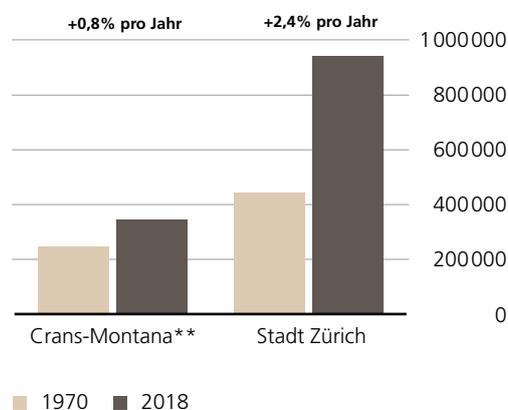
Geschätzte Bautätigkeit in touristischen Gemeinden gegenüber Schweizer Durchschnitt nach Bauperiode, Differenz in Prozentpunkten



*2019 und 2020 indikativ

Quellen: BFS, NZZ, UBS

Preis Zweizimmerwohnung (zu Preisen 2019), in Franken und durchschnittliche Jahresveränderung der Preise, in Prozent; indikativ anhand einzelner Angebotspreise



**Unterwallis hatte stärksten Zweitwohnungsbauboom aller touristischen Destinationen

Illusion von Knappheit

Matthias Holzhey und Maciej Skoczek

Trends

Wohnen

Rendite

Börse

Global

Sinkende Hypothekarkosten erhöhen die Zahlungsbereitschaft für Eigenheime in den Zentren. Aus Investorensicht gewinnt der Verkauf von Stockwerkeigentum gegenüber der Vermietung zunehmend an Attraktivität. Daher dürfte das Angebot an Eigentumswohnungen mittelfristig wieder zunehmen.

Die Schweizer Eigenheimpreise stiegen im vergangenen Jahr im Durchschnitt aller hierzulande verfügbaren Preisindizes um rund 2 Prozent an. Seit der Verschärfung der Eigenmittelanforderungen bei Belehnungen im Jahr 2014 war dies die höchste jährliche Wachstumsrate. Während sich zunächst vor allem die Einfamilienhäuser verteuerten, trieben im vergangenen Jahr Wohnungen und Häuser den Preisanstieg auf dem Eigenheimmarkt praktisch gleich stark an.

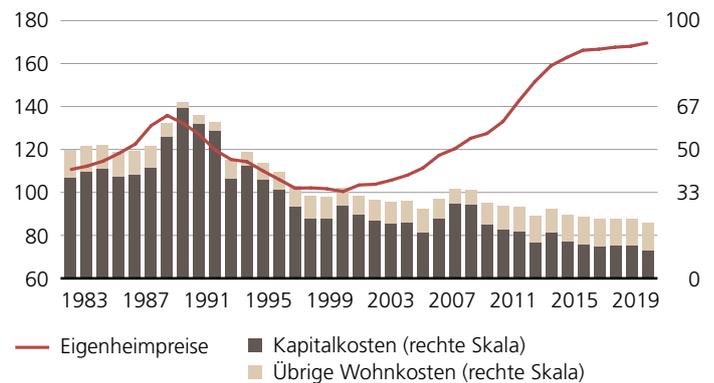
Der Anstieg der Eigenheimpreise war regional breit abgestützt. Rund drei Viertel der Gesamtbevölkerung wohnen in Gemeinden, die Preisanstiege verzeichneten. Am stärksten verteuerte sich Wohneigentum in den urbanen, wirtschaftsstarke Regionen wie rund um den Genfersee sowie in den Grossregionen Zürich und Basel, wo die Transaktionspreise gemäss Wüest Partner teilweise über 4 Prozent im Jahresverlauf kletterten.

Zentrumslagen als Gewinner der Tiefzinsen

Die im letzten Jahr auf ein neues Allzeittief gesunkenen Hypothekarzinsen waren der Haupttreiber dieser Entwicklung. Dies bescherte Eigentümern (noch) tiefere Finanzierungskosten und so einen insgesamt deutlicheren Kostenvorteil für Eigentumswohnungen gegenüber Mietwohnungen. Bei aktuellen Kaufpreisen, Mieten und Zinsen liegen die jährlichen Wohnausgaben von Neueigentümern rund 15 Prozent tiefer als diejenigen von Mietern einer gleichwertigen Wohnung. Diese Schere zwischen den beiden Segmenten kann sich bei sinkenden Zinsen noch weiter öffnen. Bei Nullzinsen für Hypotheken stiege beispielsweise der Kostenvorteil des Wohneigentums gegenüber einer Mietwohnung sogar auf rund 40 Prozent an.

Wohnen trotz steigender Preise günstiger

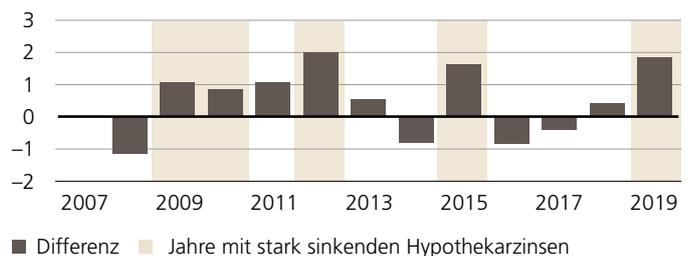
Reale Eigenheimpreise, Index 2000 = 100 und Anteil Wohnkosten am Haushaltsbruttoeinkommen bei 80-prozentiger Belehnung, in Prozent



Quellen: FPRE, IAZI, SECO, SNB, Wüest Partner, UBS

Hypothekarzinsen treiben Zentrumspreise nach oben

Differenz der Jahresänderungsraten der Angebotspreise zwischen Zentren (Durchschnitt der 20 bevölkerungsstärksten Gemeinden) und Durchschnitt aller Gemeinden, in Prozentpunkten; Hypothekarzinsen bei neuen Kreditabschlüssen (Festhypotheken 5 bis 10 Jahre)



Quellen: SNB, Wüest Partner, UBS



Château de Prilly, Keystone/Gaetan Bally

Die Kapitalkosten (Hypothekarkosten und Opportunitätskosten des Eigenkapitals) machen aktuell an Spitzenlagen rund die Hälfte der Nutzungskosten eines Eigenheims aus. In der Peripherie ist es gerade einmal ein Drittel und fällt gegenüber Unterhalt, Abschreibungen und Steuern deutlich weniger ins Gewicht. Eigenheime an zentralen Lagen haben daher im vergangenen Jahr stärker an Attraktivität zugelegt als solche in der Peripherie. Allerdings setzt der Eigenheimkauf ausreichendes Eigenkapital und Einkommen voraus, was aufgrund des hohen Preisniveaus gerade in den Zentren weitere Preisanstiege infrage stellt.

Vorsorgekapital ebnet den Weg

Die Preise für eine Durchschnittswohnung in den Zentren der Deutschschweiz sind seit 2012 um rund einen Fünftel gestiegen. Doch das Lohnniveau im Dienstleistungssektor hat nur halb so stark zugenommen wie die Immobilienpreise. Diese Preisanstiege wären damit bei einer starren Durchsetzung der Tragbarkeitsvorschriften kaum möglich gewesen. Doch sind Abweichungen von den Vorschriften zulässig und weit verbreitet: Gemäss Statistik der Schweizerischen Nationalbank übersteigen die Nutzungskosten mit einem kalkulatorischen Zinssatz von 5 Prozent bei mehr als der Hälfte der Neubelehungen ein Drittel des Haushaltseinkommens. Noch im Jahr 2012 lag dieser Wert bei 40 Prozent der Neubelehungen.

Allerdings blieb der Anteil hoher Belehungen bei Neuhypotheken trotz gestiegener Preise und strapazierter Tragbarkeitskriterien stabil. Um die fehlenden Eigenmittel zu beschaffen, greifen viele Haushalte auf ihre Pensionskassengelder zurück. Bei mehr als jedem dritten Neuerwerb wird ein Pensionskassenvorbezug getätigt, im Durchschnitt in der Höhe von 75 000 Franken, was knapp der Hälfte der benötigten Eigenmittel entspricht. Noch häufiger wird Kapital aus der Säule 3a bezogen, da es den harten Eigenmitteln angerechnet werden kann; allerdings liegt die durchschnittliche Bezugshöhe mit 35 000 Franken deutlich tiefer. Unter dem Strich wurden Preisanstiege durch die Belehungsvorschriften also nicht verhindert, sondern nur abgeschwächt.

Steigende Eigentumsprämie

Die steigenden Preise im letzten Jahr wurden auch durch ein tiefes Neuangebot von Wohneigentum im Vergleich zu Mietwohnungen begünstigt. Aktuell haben rund 40 Prozent aller Baugesuche einen Selbstnutzungs- oder Verkaufszweck, verglichen mit noch 50 Prozent im Jahr 2012.

Die Entwicklung und der Verkauf von Stockwerkeigentum lohnt sich, wenn gegenüber dem Verkaufswert einer Liegenschaft als Mietobjekt eine Prämie erzielt werden kann. Das ist erstens der Fall, wenn Käufer steigende Eigenheimpreise

erwarten wie an teuren Zentrumsanlagen, und zweitens, wenn die Attraktivität von Mietwohnungen durch hohes Leerstandsrisiko oder die Erwartung fallender Mieten beeinträchtigt wird. Aus beiden Gründen dürften im vergangenen Jahr die Eigentumsprämien in vielen Regionen gestiegen sein. Je nach Preissegment und Region kann ein Mietmarkt sogar komplett fehlen, wie bei teuren Einfamilienhäusern.

Mittelfristig steigendes Angebot

Bisher liegt selbst in Gegenden mit Eigentumsprämien der Fokus auf der Vermietung. So lässt sich auch in den Regionen mit den höchsten Kaufpreisen noch keine Zunahme der Bautätigkeit von Stockwerkeigentum feststellen. In Regionen, in denen sich Wohnungen nur mit grossem Mietzinsabschlag vermieten lassen, zeichnet sich aber eine Trendwende ab. So war der Anstieg der angebotenen Objekte im Eigenheimmarkt

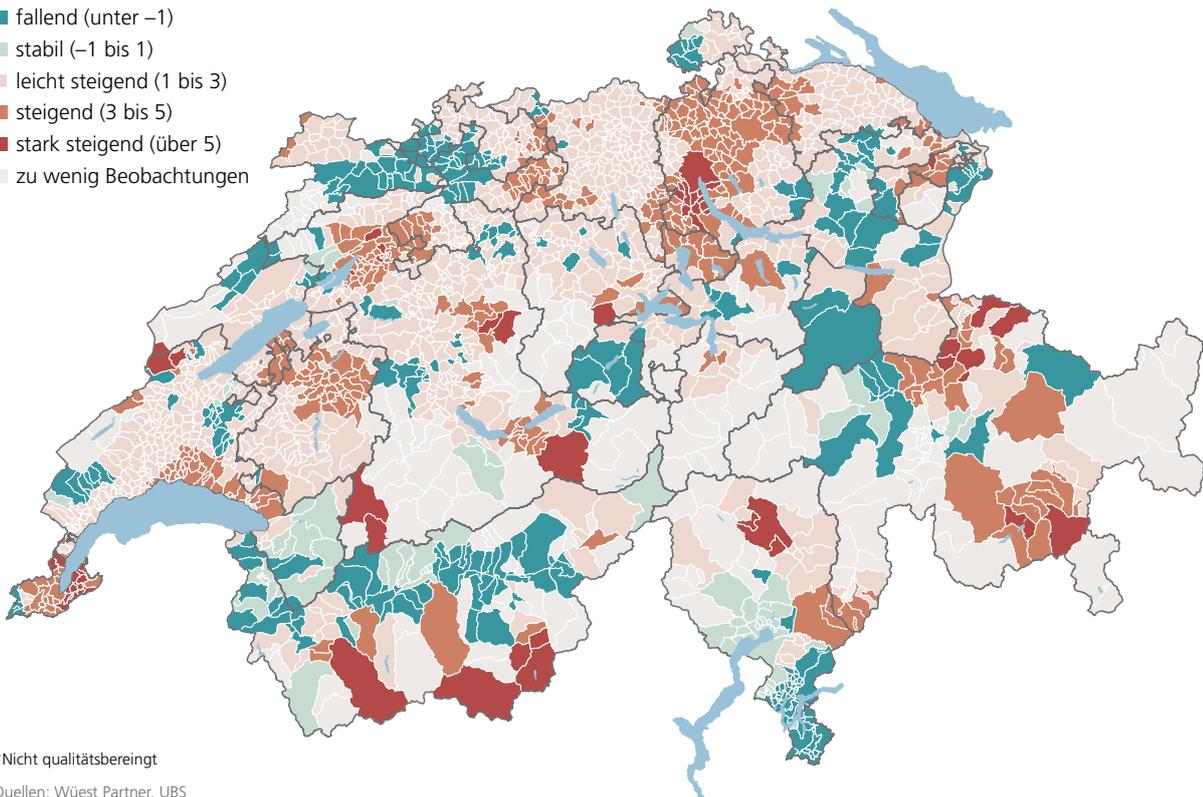
um fast 10 Prozent im letzten Jahr grösstenteils auf Eigentumswohnungen zurückzuführen und besonders stark in den Kantonen Tessin, Freiburg und Neuenburg – Regionen mit steigenden Leerstandsquoten.

Ob der Wind dreht und aus der Knappheit an Eigenheimen ein Überangebot entsteht, hängt unter anderem von der Nachfrage nach Buy-to-let-Objekten ab. Aktuell werden mehr als 15 Prozent des verkauften Stockwerkeigentums schliesslich vermietet, rund 50 Prozent mehr als noch vor zehn Jahren. Diese Zusatznachfrage hat den Markt für Wohneigentum massgeblich gestützt. Jedoch liegen die damit erzielbaren Renditen im Normalfall tiefer als auf dem Mehrfamilienhausmarkt. An attraktiven Wohnlagen beträgt die Bruttorendite für Buy-to-let-Objekte bei einer erfolgreichen Vermietung lediglich 2 bis 3 Prozent, nach Steuern ist es nur noch

Teure Gemeinden mit höchsten Preisanstiegen

Veränderung der Angebotspreise*, 3. Quartal 2019 gegenüber dem Vorjahresquartal, regional geglättet, in Prozent

- fallend (unter -1)
- stabil (-1 bis 1)
- leicht steigend (1 bis 3)
- steigend (3 bis 5)
- stark steigend (über 5)
- zu wenig Beobachtungen



*Nicht qualitätsbereinigt

Quellen: Wüest Partner, UBS

1 Prozent. Unter Berücksichtigung der Vermietungsrisiken rechnen sich diese Investitionen oft nur unter der Annahme graduell steigender Wohnungspreise. Schwindet die Zuversicht, zumindest langfristig einen stabilen Wiederverkaufswert zu erzielen, und nimmt die Zahl leerstehender Wohnungen weiter zu, ist mit einer deutlich geringeren Nachfrage nach Buy-to-let-Objekten zu rechnen. Als Folge stieg die Zahl der verfügbaren Eigenheime an.

Das Pendel wird zurückschlagen

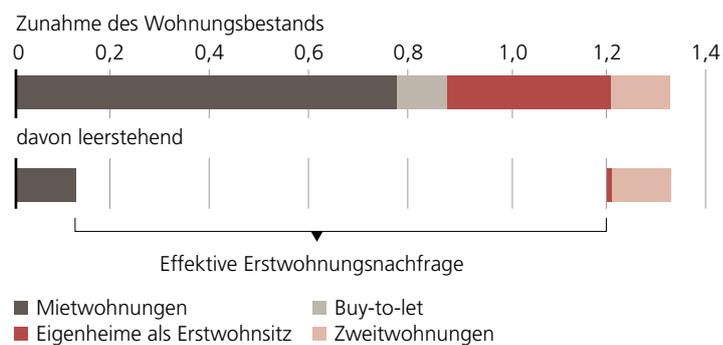
Die Eigenheimpreise dürften im laufenden Jahr nochmals um 1 Prozent zulegen, getrieben durch die gestiegene Nachfrage nach Wohneigentum in den wirtschaftsstarken Regionen. Eine durch die hohe Buy-to-let-Nachfrage und den exzessiven Fokus der Investoren auf Mietwohnungen verursachte Knappheit an Wohneigentum sowie die absolute Höhe des Preisniveaus bergen jedoch Risiken. Zwar steht kurzfristig keine deutliche Preiskorrektur bevor. Denn erstens ginge jeder neuerliche globale Konjunkturabschwung mit nochmals tieferen Zinsen einher und zweitens zeigen die Baugesuche noch keine Trendwende weg vom Mietwohnungsbau. Doch mit einem wachsenden Angebot an Wohneigentum dürfte das Preisniveau mittelfristig auf breiter Front unter Druck geraten.

Die 4. Säule der Altersvorsorge

Der Kostenvorteil von Eigentum gegenüber Miete erhöht die frei verfügbaren und somit anderweitig investierbaren Mittel. Zudem ergeben sich aus der Kombination von Wohneigentum und Vorsorge bei frühzeitiger Planung Möglichkeiten für Steuerersparnisse. Beide Aspekte werden in Zukunft steigende Beachtung erfahren. Denn sichere Alternativanlagen sind Mangelware, sodass solche impliziten Renditen wie die aus Wohnkosten- und Steuerersparnissen an Bedeutung gewinnen. Ausserdem machen die zunehmende Umverteilung von Erwerbstätigen zu Rentnern und

Von Knappheit keine Spur

Zunahme von Wohnungsbestand und Leerstand zwischen 2014 und 2019, durchschnittlich pro Jahr, in Prozent



Quellen: ARE, BFS, Docu Media, UBS

Preis- oder Frankenstärke

Katharina Hofer

Schweizer Immobilien im Luxussegment gehören zu den teuersten weltweit. Die gedämpften Aussichten für die Weltwirtschaft dürften auch hierzulande auf die höchsten Einkommen und Vermögen drücken. Eine Abkühlung der Preisentwicklung wäre die Folge.

Der positive Preistrend im Luxussegment¹ setzte sich das dritte Jahr in Folge fort. Die Transaktionspreise übertrafen in den ersten drei Quartalen 2019 mit annualisierten 7 Prozent den Vorjahreswert von 4 Prozent deutlich. Damit stiegen sie mehr als dreimal so stark an wie der Schweizer Eigenheimmarkt im Durchschnitt.

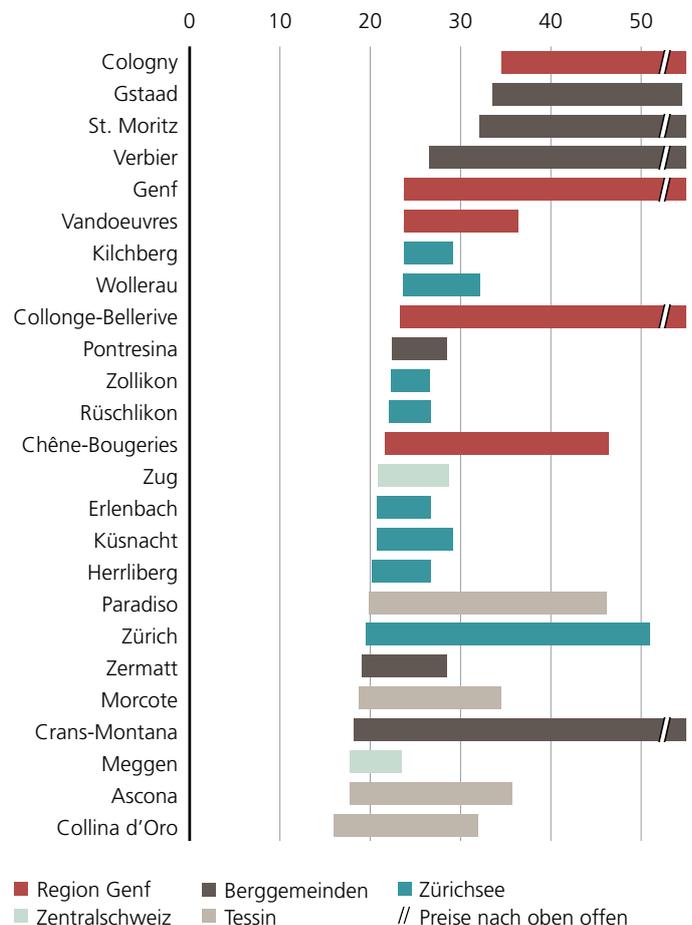
Erholung in Bergregionen

Auf dem Erstwohnungsmarkt zählen die Gemeinden in der Nähe von Genf zu den teuersten Standorten der Schweiz. Spitzenreiter ist Cologny, wo Luxusimmobilien im Durchschnitt der Jahre 2016 bis 2018 für mehr als 35 000 Franken pro Quadratmeter ausgeschrieben waren. Am Zürichsee und in der Zentralschweiz wurden Luxusimmobilien ab knapp 20 000 Franken pro Quadratmeter inseriert. Im vergangenen Jahr dürften die Transaktionspreise von Luxusimmobilien sowohl im Raum Genf als auch im Raum Zürich ähnlich wie im Vorjahr im hohen einstelligen Bereich zugenommen haben.

Im Zweitwohnungsmarkt rangierten die traditionsreichen Tourismusgemeinden Gstaad und St. Moritz mit Preisen ab rund 32 000 Franken pro Quadratmeter auf den vordersten Rängen. Im Durchschnitt der Bergregionen stiegen die Preise im vergangenen Jahr, nach einer Nullrunde im Jahr 2018, leicht an. Anders im Tessin, wo die Preise das zweite Jahr in Folge sanken. Das weiterhin schwierige Marktumfeld im Immobilienmarkt generell färbte dort auch

Region Genf und Berggemeinden am teuersten

Bandbreite der Preise im Luxussegment in ausgewählten Gemeinden, 5 Prozent der teuersten inserierten Immobilien, Durchschnitt 2016–2018, in Tausend CHF/m²



¹ Wir konzentrieren uns auf 25 Gemeinden im Schweizer Luxusimmobilienmarkt und beleuchten dort jeweils die 5 Prozent der teuersten Objekte.

Quellen: FPRE, UBS

auf Luxusimmobilien ab. Zudem verleiteten das hohe Preisniveau und entsprechende Margen zur vermehrten Entwicklung von Neubauprojekten, was die Preise zusätzlich unter Druck setzte.

Transaktionsboom flacht ab

Dem aktuellen Boom im Luxussegment ging eine Schwächephase voraus, die drei Hauptursachen hatte. Erstens schrumpften in den Jahren 2012 bis 2015 die höchsten Einkommen (die Top-1-Prozent), die als Haupttreiber der Nachfrage nach Luxusimmobilien gelten. Zweitens stiegen die Reinvermögen im Jahr 2015 nur unterdurchschnittlich, was den damaligen Abschwung verstärkte. Und drittens verteuerte die Aufgabe des Euro-Franken-Mindestkurses Anfang 2015 Schweizer Immobilien für Käufer mit Euro-denominierten Eigenmitteln innert kürzester Zeit um rund 20 Prozent. Dies hat die Nachfrage gedrückt, da die Mehrheit der Käufer von hiesigen Luxusimmobilien – auch wenn sie vermutlich grösstenteils einen Schweizer Wohnsitz haben – einen ausländischen Pass hält.

Die schwächelnden Preise blieben nicht ohne Folge: In den Jahren 2014 und 2015 ging die Zahl der Transaktionen um knapp ein Viertel zurück und lag damit deutlich unter dem Durchschnitt seit 2011. Wer verkaufen wollte, musste sich in Geduld üben – was angesichts des Negativzinsumfelds jedoch mit geringen Opportunitätskosten verbunden war. Der «Transaktionsstau» entlud sich von 2016 bis 2018 zeitgleich mit der Preiserholung in einer deutlich überdurchschnittlichen Zahl von Handänderungen. Dieser dürfte aber mittlerweile abgebaut sein. Die Transaktionszahl im vergangenen Jahr dürfte im Vorjahresvergleich wieder leicht rückläufig sein, liegt aber weiterhin klar über ihrem neunjährigen Durchschnitt.

Gemischte Aussichten

Die wiedererstarke Wahrnehmung des Frankens als sicherer Hafen im vergangenen Jahr dürfte die Zahlungsbereitschaft im Luxusmarkt gestärkt haben und damit die hohe Zahl der Transaktionen und die Preisanstiege teilweise erklären. Insbesondere Investitionen in Schweizer Ferienwohnungen dürften für ausländische Käufer auch zur Diversifikation von Währungsrisiken gedient haben. Sollte der Franken jedoch erneut deutlich aufwerten – was wir derzeit nicht erwarten – so würden sich Schweizer Luxusimmobilien für Käufer mit ausländischer Heimwährung rapide verteuern und die Nachfrage zwischenzeitlich deutlich zurückgehen.

Aus Sicht inländischer Käufer wirken gegenläufige Kräfte auf die Aussichten im Luxussegment. Zum einen schafft das anhaltende Negativzinsumfeld Anreize zur Flucht aus dem Bargeld und begünstigt somit die Inflation von Vermögenswerten. Solange die Erwartung eines langfristigen Kapitalwerterhalts vorherrscht, stützt dies das Schweizer Luxussegment. Zum anderen dürften die aktuell schwächeren Wirtschaftsaussichten jedoch auf die Nachfrage in diesem zyklischen Segment drücken, wie es im Durchschnitt globaler Luxusimmobilienmärkte bereits der Fall ist. Nimmt man diese globale Entwicklung als Gradmesser, so findet der Preisrausch in diesem Jahr ein Ende.

Die Ratio an zweiter Stelle

Maciej Skoczek

Die Ferienwohnungen haben sich gegenüber dem Vorjahr verteuert. Unsichere Preisaussichten und hohe Nutzungskosten sprechen jedoch gegen den Erwerb einer Ferienwohnung. Eine touristische Vermietung ist nur bedingt attraktiv.

Die höchsten Quadratmeterpreise für Ferienwohnungen im gehobenen Segment sind mit knapp 16 000 Franken in St. Moritz und Gstaad anzutreffen. Auch in beliebten Destinationen wie Verbier, der Jungfrau Region oder Zermatt werden die Ferienwohnungen zu fünfstelligen Quadratmeterpreisen angeboten. Die stärksten Preisanstiege haben die Top-Destinationen verzeichnet. So legten die Preise in Gstaad, Davos/Klosters und Samnaun gegenüber dem Vorjahr rund 10 Prozent zu. Nur in zwei von 15 Destinationen mit einem Preisniveau von mehr als 8500 Franken korrigierten die Preise innert Jahresfrist.

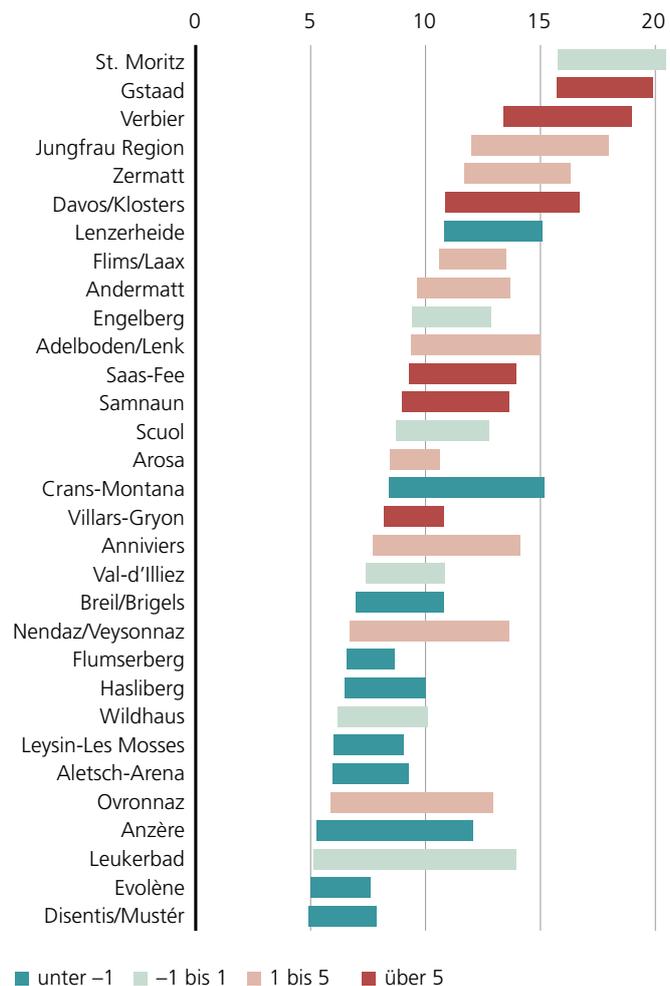
Hingegen sind Ferienimmobilien in Destinationen wie Disentis/Mustér, Evolène und Leukerbad mit Quadratmeterpreisen von rund 5000 Franken deutlich erschwinglicher. Im Gegensatz zu den Top-Destinationen verloren die Feriendomizile in den günstigeren Destinationen leicht an Wert. In Breil/Brigels und Leysin waren die Jahreskorrekturen mit gut 6 Prozent am stärksten.

Leichter Preisanstieg trotz Leerstand

Daraus ergab sich im Durchschnitt aller Schweizer Feriendestinationen im dritten Quartal des vergangenen Jahres ein Preisanstieg von 1,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Die starke hiesige und europäische Konjunktur in den Jahren 2017 und 2018 begünstigte die Nachfrage nach Ferienwohnungen. Damit wurden im Durchschnitt praktisch alle Wertverluste aus der Periode zwischen 2013 und 2017 wettgemacht.

Hochpreisige Destinationen mit grössten Preisanstiegen

Balken zeigen die Bandbreite der Preise für Ferienwohnungen im gehobenen Segment im 3. Quartal 2019, in Tausend CHF/m²; Farben stellen die Preisentwicklung gegenüber dem Vorjahr dar, in Prozent



Quellen: Wüest Partner, UBS

Doch der Preisanstieg steht auf wackligen Füssen. Trotz historisch tiefer Bautätigkeit in den Bergregionen verharrte die durchschnittliche Leerstandsquote in den touristischen Destinationen auf dem Vorjahreswert von knapp 3 Prozent und ist rund viermal so hoch wie bei allen Schweizer Eigenheimen. In einzelnen Ferienorten im Wallis und in der Waadt stehen bis zu 10 Prozent des Bestands leer. Gerade Objekte aus den 1960er- und 70er-Jahren sind ohne grössere Preisabschläge oder Umbauinvestitionen nahezu unverkäuflich.

Keine ideale Wertanlage

Beim Kauf einer Ferienwohnung spielt der Gedanke an den Werterhalt mit. Das Wohlstandswachstum stützt diesen tendenziell. Dem Werterhalt entgegen wirken jedoch die Trends, Kurzreisen an verschiedene Destinationen zu unternehmen und Ferien generell nicht immer am selben Ort zu verbringen, und damit das Desinteresse der jüngeren Generation, eine Ferienwohnung zu übernehmen. Zwar ist das Risiko einer erneuten Preiskorrektur angesichts der tiefen Bautätigkeit in den Bergregionen überschaubar. Die Preise von Zweitwohnungen dürften sich mittelfristig aber schwächer entwickeln als der Gesamtmarkt.

Die Nutzungskosten einer Ferienwohnung sind aufgrund der tiefen Kapitalkosten im letzten Jahrzehnt gesunken. Doch eine selbstgenutzte Ferienwohnung steht in direkter Konkurrenz zu Hotelferien. Unter Berücksichtigung der effektiven jährlichen Belegung dürfte eine Woche «Ferienwohnung» aktuell im Durchschnitt 3000 Franken kosten und zumeist teurer sein als eine Woche Aufenthalt in einem gehobenen Hotel.¹ Erst ab einer Aufenthaltsdauer von zwei Monaten pro Jahr kommt die Ferienwohnung einen Zweipersonenhaushalt günstiger zu stehen als Hotelferien.

¹ Eine durchschnittliche Schweizer Ferienwohnung kostet rund 1 Million Franken. Unter Berücksichtigung von Zinszahlungen sowie Amortisations- und Unterhaltsausgaben betragen die jährlichen Nutzungskosten rund 21 000 Franken. Bei einer Belegung von sieben Wochen ergeben sich daraus Nutzungskosten von 3000 Franken pro Woche.

Vermietung verbessert die Rechnung

Die relativ hohen Nutzungskosten lassen sich durch Vermietung der Ferienwohnung teilweise gutmachen. Dank der Buchungsplattformen ist dies deutlich einfacher geworden. Gemäss Walliser Tourismus Observatorium hat sich die Anzahl der in der Schweiz online reservierten Objekte alleine in den letzten fünf Jahren etwa verzehnfacht. An Standorten mit hoher touristischer Attraktivität wie Zermatt, Engelberg und der Jungfrau Region oder an Orten mit Hotelknappheit wie Evolène oder Aletsch-Arena können, auch nach Abzug des Vermietungsaufwands, attraktive Jahresrenditen von bis zu 8 Prozent erwirtschaftet werden.

Im Durchschnitt aller Schweizer Ferienorte ist die erwartete Rendite jedoch nur halb so hoch und setzt eine Vermietung während der Hochsaison voraus. Allerdings wollen Eigentümer ihre Ferienwohnung während der Hochsaison meist selbst nutzen. In der Nebensaison hingegen ist eine Vermietung angesichts einer Auslastung von etwa 20 Prozent kein Renditetreiber. Auch bedingen diese Renditen die Bereitschaft, die eigene Wohnung Fremden zu überlassen.

Soft-Faktoren entscheidend für Kauf

Zwar sprechen die unterdurchschnittliche Preisentwicklung und hohe Nutzungskosten gegen den Erwerb einer Ferienwohnung. Subjektiv betrachtet überwiegen jedoch häufig die nicht-monetären Vorteile eines Feriendomizils. So steht eine Zweitwohnung jederzeit für spontane Aufenthalte zu Verfügung und kann, etwa nach der Pensionierung, als Erstwohnsitz bezogen werden. Zudem hat auch ein Mieterhaushalt mit einer selbstgenutzten Zweitwohnung die Möglichkeit, sich den Traum von den eigenen vier Wänden zu erfüllen. Schliesslich kann die Faszination für einen Ferienort ausschlaggebend für eine Investition sein.

Der richtige Zeitpunkt

Maciej Skoczek und Matthias Holzhey

Aus reiner Kostenperspektive ist die Geldmarktfinanzierung der langfristigen Hypothek vorzuziehen. Dennoch sind Festhypotheken situativ sinnvoll. Aktuell bestimmt nicht das Motiv der Absicherung, sondern die Jagd nach dem besten Einstiegszeitpunkt die Nachfrage nach Festhypotheken.

Eine Geldmarkthypothek ist im Allgemeinen die günstigste Finanzierungsform. Denn bei einer Festhypothek kommt zusätzlich zu den Zinserwartungen über die Laufzeit ein Risikoaufschlag hinzu. Zurzeit beläuft sich dieser Mehrbetrag bei einer Zehn-Jahres-Festhypothek kumuliert auf rund einen Viertel des Zinsaufwands einer Geldmarkthypothek.

Diesem Aufschlag stehen eine bessere finanzielle Planbarkeit und eine Absicherung gegen steigende Zinsen gegenüber. Obwohl höhere Zinsen mittelfristig unwahrscheinlich sind, kann ein unerwarteter Zinsanstieg während der nächsten zehn Jahre nicht ausgeschlossen werden. Zwar wird bei der Hypothekarvergabe die Tragbarkeit bei einem kalkulatorischen Hypothekarzins von bis zu 5 Prozent überprüft. Doch gemäss der Schweizerischen Nationalbank würde bei rund jeder fünften Neubelehnung eines Eigenheims bereits ein Zinssatz von 3 Prozent ausreichen, um die laufenden Kosten der Immobilie über die Grenze von einem Drittel des Haushaltseinkommens zu treiben.

Schnäppchenjagd auf Festhypotheken

In den letzten zehn Jahren wiesen im Durchschnitt rund 15 Prozent aller Neubelehnungen eine Laufzeit von sieben oder mehr Jahren auf. Steigende Zinsen waren aber jeweils nicht der Auslöser für die «Flucht» in Festhypotheken. Vielmehr nahm die Nachfrage nach langfristigen Hypotheken jeweils dann sprunghaft zu, wenn die Zinsen spürbar sanken.

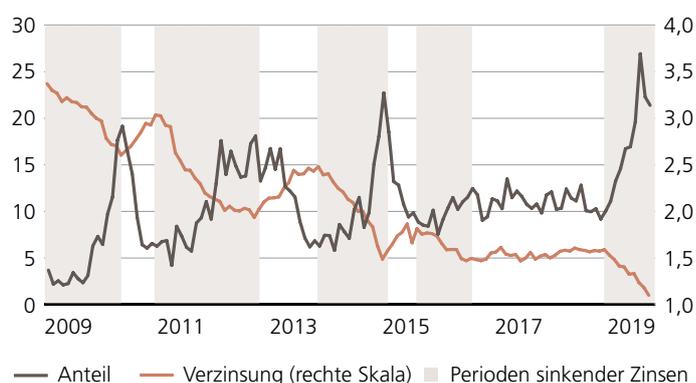
Im Anschluss an den deutlichen Zinsrückgang seit Ende 2018 schnellte der Anteil Festhypotheken bei Neuabschlüssen von 15 Prozent vorübergehend auf 25 Prozent hoch. Die rekord-

tiefe Zinsdifferenz zwischen einer Zehn-Jahres-Festhypothek und einer dreimonatigen Geldmarkthypothek von weniger als 35 Basispunkten im Jahr 2019 liess den Aufpreis für die Zinsanbindung vernachlässigbar gering werden.

Doch sobald die Hypothekarneher ihre Zinsereignungen an das tiefere Marktniveau angepasst haben werden, wird die Nachfrage nach Festhypotheken, wie bereits in der Vergangenheit, voraussichtlich wieder auf das alte Niveau zurückkehren. Somit dürfte nicht die Angst vor höheren Zinsen die Zusatznachfrage nach Festhypotheken antreiben, sondern die Befürchtung, den besten Zeitpunkt zu verpassen.

Anstieg langfristiger Hypotheken bei starkem Zinsrückgang

Anteil Festhypotheken (Laufzeit über 7 Jahre) am Total der Hypothekarabschlüsse und Verzinsung von Festhypotheken mit Laufzeit über 7 Jahre, in Prozent



Quellen: SNB, UBS

Festhypotheken sind nicht risikofrei

Unabhängig vom Zinsumfeld hängt die optimale Kombination einer kurz- und einer langfristigen Finanzierung von der Risikofähigkeit und -toleranz des Hypothekenehmers ab. Dabei gilt prinzipiell: Je weniger Risiko ein Haushalt tragen kann oder will, desto höher ist der empfohlene Anteil an langfristiger Finanzierung (siehe unten).

Allerdings birgt eine langfristige Hypothek ein erhöhtes Bindungsrisiko: Bei vorzeitiger Vertragsauflösung, etwa aufgrund einer Scheidung, können hohe Kosten anfallen. Auch besteht die Gefahr, die Hypothek in einem ungünstigen Zinsumfeld erneuern zu müssen. Dieses Refinanzierungsrisiko kann durch eine Aufteilung auf zwei bis drei langfristige Hypotheken mit unterschiedlichen Laufzeiten verringert werden.

Wie viel Festhypothek?

Die Ausgangslage ist eine vollständige Finanzierung mittels einer Geldmarkthypothek. Je nach persönlichen Umständen kann ein Teil durch eine langfristige Festhypothek ersetzt werden. Die angegebenen Anteile Festhypotheken (in Prozentpunkten) werden aufsummiert (siehe Rechenbeispiel).

Risikofähigkeit	Ist-Wert	Anteil Festhypotheken	Rechenbeispiel
Belastung des verfügbaren Einkommens gemäss Tragbarkeitsrichtlinien	0–30%	0	
	30–35%	+10	+10
	35–100%	+25	
Anteil der aus dem eigenen Vermögen stammenden Eigenmittel für den Hauskauf (ohne Pensionskasse, Darlehen)	90–100%	0	
	50–90%	+10	+10
	0–50%	+20	
Alter des Hauptverdieners im Haushalt	< 40 Jahre	0	
	40 bis 50 Jahre	+10	+10
	> 50 Jahre	+30	
Höhe der liquiden finanziellen Reserven (liquides Vermögen, das jederzeit zur Tilgung der Hypothek verwendet werden kann) unter Berücksichtigung bedeutender erwarteter Ein- und Ausgaben (Erbschaft, Autokauf, etc.)	> 150% des Bruttoeinkommens	-20	
	100–150% des Bruttoeinkommens	-5	-5
	0–100% des Bruttoeinkommens	0	
Risikotoleranz			
	Bereitschaft, Zinsschwankungen zu akzeptieren		
	Ja	0	
	Teilweise	+20*	
	Nein	bis 100**	
Anteil Festhypotheken (Rechenbeispiel)			25

*Falls der Anteil der Festhypotheken nicht bereits hoch ist (z.B. 40 Prozent)

**Bei hoher Risikofähigkeit zusätzliche Beratung empfehlenswert

Quelle: UBS

Rechenbeispiel:

Gemäss kalkulatorischer Tragbarkeitsrechnung wird das Haushaltseinkommen zu 33 Prozent belastet, ein Drittel der Eigenmittel stammt aus dem Pensionskassenvorbezug, der Hauptverdiener ist 45 Jahre alt und die liquiden Reserven betragen 125 Prozent des Haushaltsbruttoeinkommens.

Der empfohlene Anteil Festhypotheken beträgt dann:

+10 +10 +10 -5

= 25 Prozentpunkte

Wünscht der Haushalt geringere Zinsschwankungen, kann der Anteil Festhypotheken von den berechneten 25 auf beispielsweise 45 Prozent erhöht werden.

Falsche Anreize durch Ausnahmen

Matthias Holzhey

Der politische Widerstand gegen die im Sommer 2018 lancierte Reform der Wohneigentumsbesteuerung wächst. Denn die Vorlage fördert Ausweichhandlungen und führt zu hohen Steuerausfällen. Ein Systemwechsel dürfte damit einmal mehr Wunschdenken bleiben.

Steuern auf nichtmonetärem Einkommen wie dem Eigenmietwert stossen meist auf Ablehnung. In der Praxis ist die Festlegung des Eigenmietwerts oft nicht exakt möglich und dessen zeit- und marktnahe Einschätzung trifft in vielen Gemeinden auf Widerstand. Auch die Abgrenzung zwischen werterhaltenden und -vermehrten Unterhaltskosten verursacht einen grossen administrativen Aufwand. Zudem fördert der derzeit mögliche Schuldzinsabzug eine hohe Belehnung von Liegenschaften und begünstigt eine indirekte Fremdfinanzierung weiterer Vermögenswerte. Dennoch scheiterten alleine seit 1999 vier Anläufe an der Urne, die Besteuerung des Eigenmietwerts zu reformieren oder ganz abzuschaffen.

Illusion der einfachen Lösung

Grundsätzlich herrscht politischer und rechtlicher Konsens, dass bei einer Abschaffung der Eigenmietwertbesteuerung auch die Steuerabzüge für den Unterhalt der Liegenschaft und die Schuldzinsen aufgehoben werden müssten. Hiervon abweichende Reformvorschläge sind stets gescheitert.

Doch das Problem ist tiefgreifender: Werden Steuerabzüge konsequent aufgehoben, dann verteuern sich Sanierung und Renovation. Handwerkerleistungen könnten vermehrt ohne Deklaration ausgeführt werden, wodurch die Steuereinnahmen sinken würden. Zudem liessen sich übergeordnete Ziele wie die Energieeffizienz der Gebäude oder der Denkmalschutz nicht mehr mittels Steuerabzügen fördern.

Kostspieliger Zeitpunkt für eine Reform

Der grösste Stolperstein einer Reform der Wohneigentumsbesteuerung dürfte die Höhe der Steuerausfälle sein. Bei aktuellen Hypothekenzinsen von unter 1,5 Prozent entstünden bei einer Abschaffung der Eigenmietwertbesteuerung Steuereinsparungen auf Ebene Bund, Kantone und Gemeinden von einer bis drei Milliarden Franken. Erst bei durchschnittlichen Hypothekenzinsen von über 3 Prozent wäre eine Reform für den Fiskus einnahmenneutral.

Insbesondere die Bergkantone fürchten um ihre Steuereinnahmen aus der Eigenmietwertbesteuerung von Zweitwohnungen und pochen auf eine Ausnahmeregelung. Würde an der heute gültigen Besteuerung für Zweitwohnungen festgehalten, so müssten auch deren Unterhalts- und Fremdkapitalkosten abzugsfähig bleiben. Und das schafft fehlgeleitete Anreize.

Komplexer Ausnahmefall Zweitwohnung

Für Eigentümer einer Erst- und einer Zweitwohnung ergäben sich Möglichkeiten zur Steueroptimierung. Bei einer zeitweisen Verlegung des Hauptwohnsitzes an das Feriendomizil und gleichzeitiger Ummeldung des ursprünglichen Erstwohnsitzes in eine Zweitwohnung würde deren Sanierung steuerlich abzugsfähig. Folglich wäre mit zahlreichen gerichtlichen Auseinandersetzungen bei der Festlegung des tatsächlichen Hauptwohnsitzes zu rechnen.

Ausserdem hätten Doppelseigentümer den Anreiz, ihre Hypothekarschulden so weit wie möglich auf das Feriendomizil zu übertragen, um in den Genuss des Steuerabzugs zu kommen. Für die Zweitwohnungsgemeinden würde der bisherige Ertrag aus der Eigenmietwertbesteuerung daher selbst bei einer Sonderregelung für Zweitwohnungen sinken.

Weitere Steuerprivilegien

Den Eigentümern von Renditeliegenschaften böten sich ähnliche Optimierungsmöglichkeiten. Sie könnten ihre Eigenheimhypothek auf die Renditeliegenschaft umlegen, um weiterhin vom Steuerabzug zu profitieren. Die aktuelle Vorlage unterscheidet erst gar nicht zwischen Hypothekarschulden für selbstgenutztes Wohneigentum und Renditeliegenschaften.

In Diskussion sind ebenfalls Reformvarianten, in denen Hypothekarschulden weiterhin gegen Erträge aus mobilem Vermögen wie Aktien-

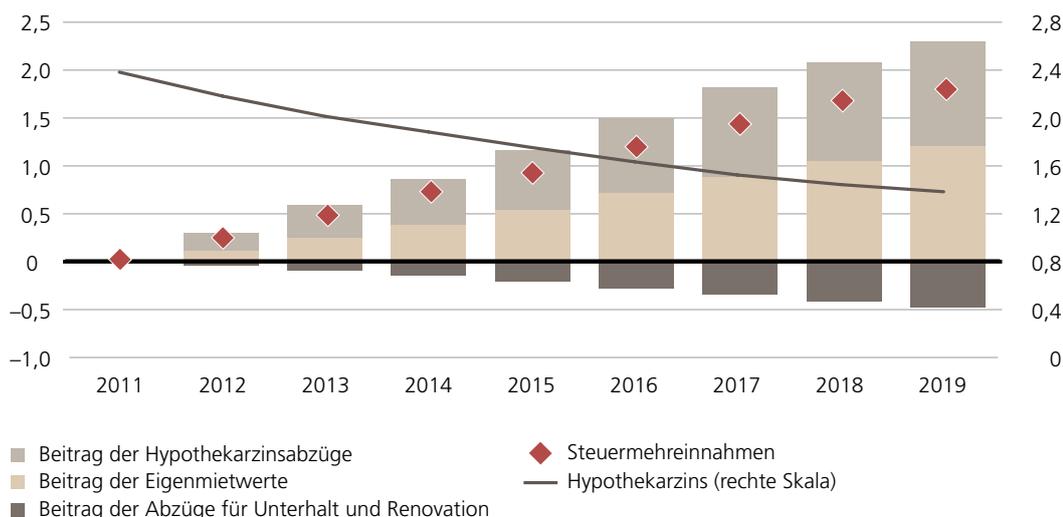
dividenden verrechnet werden dürften. Nutzniesser wären vermögende Wohneigentümer, die dadurch ihre Schuldzinsen dennoch steuerlich absetzen könnten. Auch die debattierte Abzugsfähigkeit von Schuldzinsen bei Ersterwerb würde zu einer weiteren Ungleichbehandlung führen. Ausserdem gilt: Der administrative Aufwand der Kontrollbehörden würde mit der Zahl der zugelassenen Ausnahmen steigen.

Jeder Reformversuch stösst auf Widerstand

Die Eigenmietwertbesteuerung vermag sich trotz ihrer Nachteile standhaft zu halten, denn die Nutzniesser hängen daran. In Tiefzinsphasen profitiert der Fiskus von den hohen Steuereinnahmen. In Hochzinsphasen kommen Schuldzinsabzüge den Wohneigentümern zugute. Die Bergkantone möchten generell am Status quo festhalten, da Alternativen wie zusätzliche Liegenschaftssteuern noch unbeliebter sind. Das aktuelle System ist offensichtlich austariert genug, als dass es zu Fall gebracht werden kann.

Steigende Steuereinnahmen dank sinkender Hypothekarzinsen

Geschätzte Veränderung der Steuereinnahmen von Bund, Kantonen und Gemeinden aus der Eigenmietwertbesteuerung nach Komponenten, in Milliarden CHF und durchschnittlich bezahlter Hypothekarzins, in Prozent



Quellen: BWO, UBS

Mehr Baukräne um die Zentren

Maciej Skoczek und Matthias Holzhey

Die Mieten sind das fünfte Jahr in Folge gesunken, was die anhaltende Seitwärtsbewegung der Mehrfamilienhauspreise erklärt. Zwar zeichnet sich eine deutliche Verlagerung der Bautätigkeit aus der Peripherie hin zu den Zentren ab. Dennoch dürfte die Zahl der leerstehenden Wohnungen weiter steigen.

Die Preise von Mehrfamilienhäusern treten seit dem Jahr 2016 trotz sinkender Diskontierungssätze an Ort und Stelle. Primär Spitzenlagen verzeichneten noch Preisanstiege, da andernorts die steigenden Leerstände die Zahlungsbereitschaft der Investoren dämpften. Knapp 70 000 Mietwohnungen oder 2,8 Prozent des Bestands dürften per Ende 2019 leer gestanden haben, was etwa einer Verdoppelung innert fünf Jahren entspricht.

Mieten sinken weiter

Die gestiegenen Leerstände drücken auf die Angebotsmieten. Diese sanken im Verlauf des letzten Jahres um rund 1 Prozent und liegen bereits 5 Prozent unter dem Höchststand von Mitte 2015. Bei den Neubaumieten dürfte die Korrektur sogar doppelt so stark gewesen sein. Die deutlichsten Rückgänge verzeichneten die Regionen mit einem Angebotsüberschuss an Mietwohnungen. Nur in den Knappheitsregionen Zürich, Genf, Bern und Basel liegen die Angebotsmieten höher als noch vor fünf Jahren.

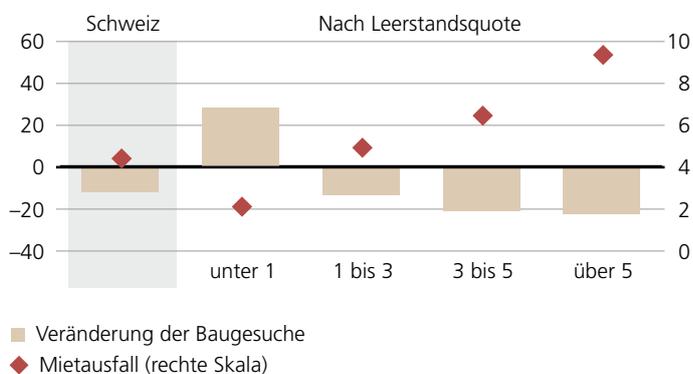
Die Bestandesmieten konnten sich der negativen Entwicklung vorerst entziehen und dürften letztes Jahr im Gleichschritt mit der Inflation gestiegen sein. Doch im laufenden Jahr ist teuerungsbereinigt ein Rückgang wahrscheinlich, denn die sinkenden Angebotsmieten werden überschwappen. Ausserdem dürfte der Referenzzinssatz im Jahresverlauf um einen Viertel Prozentpunkt fallen, was Mieter zu einer Mietzinsreduktion um 2,9 Prozent (unter Berücksichtigung der Teuerung) berechtigt.

Bis zu zwei Monate Mietzinsverluste

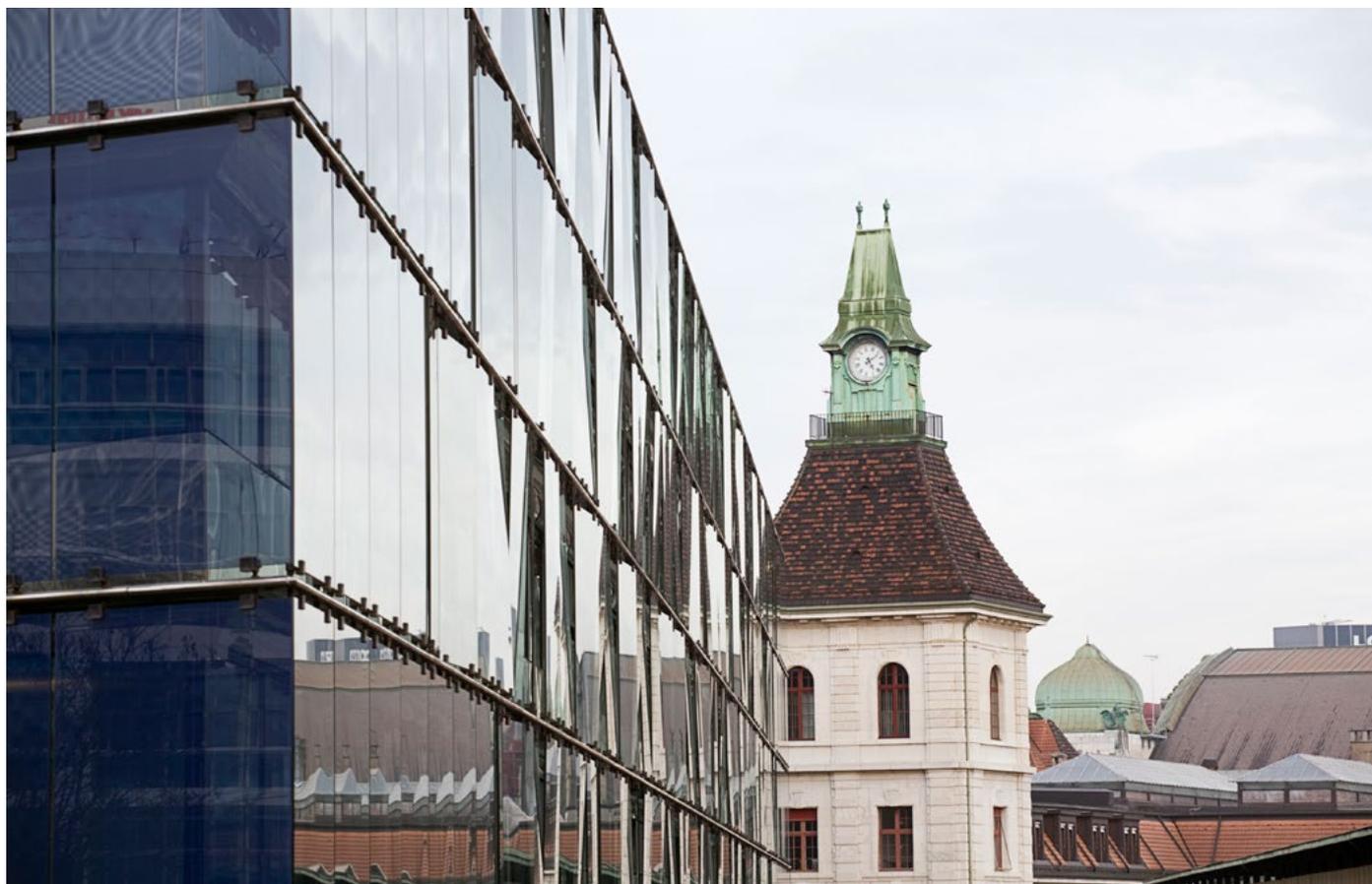
Die Insertionsdauer (Anzahl Tage bis zur Vermietung) stieg mit dem Leerstand und betrug letztes Jahr durchschnittlich 40 Tage, rund zehn Tage mehr als noch 2014. In Liegenschaftsportfolios erhöht jedoch eine Insertionsdauer dieser Größenordnung die Mietzinsausfälle tendenziell nicht. Erst ab einer mittleren regionalen Insertionsdauer von 60 Tagen werden Mietverluste wahrscheinlich. Demgemäss dürfte jede zweite Wohnung entlang des Jurabogens sowie mindestens ein Drittel aller Wohnungen in grossen Teilen der Kantone Wallis und Tessin, des Mittellands sowie der Ostschweiz im Jahresverlauf vom Mietzinsausfall betroffen sein.

Leerstand drückt auf Rentabilität

Veränderung der Anzahl Baugesuche 2019 gegenüber 2014 bis 2016 (Durchschnitt) und durchschnittliche jährliche Mietausfallquote, nach regionalem Mietwohnungsleerstand, in Prozent



Quellen: BFS, Docu Media, Jahresberichte verschiedener Immobilienfonds und -aktiengesellschaften sowie Anlagestiftungen, UBS



Elbässertor in Basel, Keystone/Branko de Lang

In diesen vom Mietwohnungsleerstand am stärksten betroffenen Regionen liefert im Durchschnitt jede Wohnung einen Monat pro Jahr keine Einnahmen.¹ Bei jeder sechsten Wohnung ist dieser Wert sogar doppelt so hoch. In den urbanen Regionen um Zürich, Zug und Genf hingegen werden inserierte Wohnungen weiterhin innert weniger Tage vermietet. Durchschnittliche Mietzinsausfälle belaufen sich dort auf nur gerade zehn Tage pro Jahr.

Zu viel, aber am richtigen Ort

Das Überangebot hat das Interesse der Investoren bisher erst geringfügig reduziert. Letztes Jahr wurden mit rund 44 000 Wohnungen zwar 14 Prozent weniger bewilligt als im Vorjahr, wovon etwa 60 Prozent zur Vermietung bestimmt sein dürften. Doch bei den Baugesuchen ist keine deutliche Abnahme feststellbar. Daraus resultiert ein Anstieg des Wohnungsbestands um rund 1 Prozent, der das geschätzte Bevölkerungswachstum von 0,7 Prozent auch in diesem Jahr deutlich übertreffen sollte und zu weiter steigendem Mietwohnungsleerstand führen wird.

Allerdings verlagert sich der Wohnungsbau hin zu Regionen ohne Leerstand. So wurde im Jahr 2019 die höchste Anzahl an Baugesuchen, mehr als 1,5 Prozent im Vergleich zum Wohnungsbestand, in den Agglomerationen der Wirtschaftszentren Zürich, Genf und Luzern gestellt. Auch die Kantone Schaffhausen und Freiburg stehen weiterhin hoch in der Gunst der Investoren. Hingegen nahm die Anzahl Baugesuche in Landesteilen mit hohem Leerstand wie den Kantonen Aargau und Thurgau sowie im Waadtländer Hinterland und dem Unterwallis deutlich ab.

Dies wird voraussichtlich kurzfristig zu leicht steigenden Leerständen in den Agglomerationen führen. Mittelfristig dürfte das zentrumsnahe Wohnungsangebot – sofern die Mieten nicht zu hoch gesetzt werden – jedoch die Nachfrage nach Wohnungen in der Peripherie schwächen. Der Leerstand in der Peripherie dürfte also insgesamt weiterhin stärker steigen als in den Zentren und Agglomerationen.

¹ Basierend auf einer Auswertung professionell verwalteter Liegenschaftsportfolios verschiedener Schweizer Immobilienfonds, -aktiengesellschaften sowie Anlagestiftungen.

Selbstregulierung mit punktueller Wirkung

Die seit Ende 2018 stark gesunkenen Hypothekenzinsen erhöhten den Appetit auf Fremdkapital. Allein letztes Jahr dürfte das Volumen der ausstehenden Hypotheken für Renditelienschaften (seitens der Bau-, Immobilien- und Finanzbranchen) um über 7 Prozent zugelegt haben. Damit ist die Wachstumsrate doppelt so hoch wie noch vor vier Jahren. Auf Anregung der Schweizerischen Nationalbank wurden per Anfang dieses Jahres Selbstregulierungsmaßnahmen eingeführt, um die Dynamik angesichts der hohen Bewertungen zu dämpfen: Bei Neu-belehungen für Renditelienschaften ist ein Eigenkapitalanteil von 25 Prozent statt bisher 10 Prozent des Liegenschaftswerts erforderlich. Zudem muss die Hypothekenschuld innert zehn statt bisher fünfzehn Jahren auf zwei Drittel des Belehnungswerts amortisiert werden.

Zwar betreffen diese Massnahmen schätzungsweise rund die Hälfte aller Neuhypotheken im Renditesegment, doch die Auswirkungen sollten sich in Grenzen halten. Im unteren Preissegment (etwa 3 bis 10 Millionen Franken), wo vor allem private und kommerzielle Investoren mit einem hohen Verschuldungsgrad anzutreffen sind, dürfte die Nachfrage nach Mehrfamilienhäusern etwas sinken und die Zahlungsbereitschaft

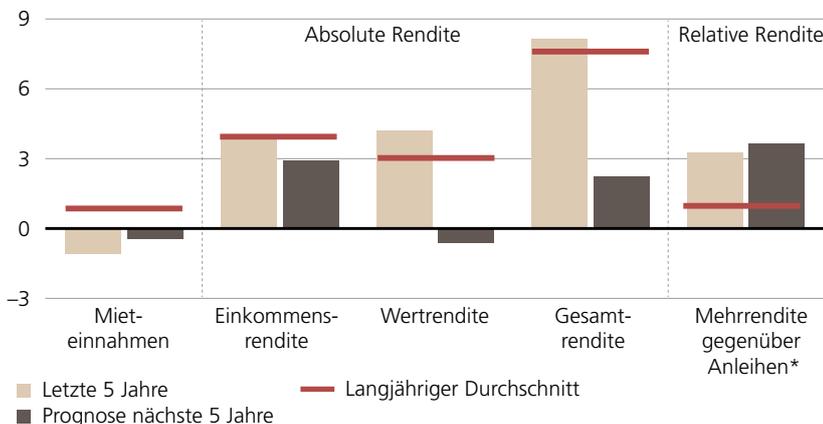
tendenziell abnehmen. Institutionelle Investoren (Pensionskassen, Versicherungen, Immobilienfonds etc.) dürften eine potenzielle Nachfrage-lücke jedoch zumindest teilweise schliessen. Im oberen Preissegment wird die Selbstregulierung den Markt voraussichtlich weniger beeinflussen, da die dort überwiegend institutionellen Investoren nur wenig Fremdkapital einsetzen.

Investitionen bleiben attraktiv

In unserem Referenzszenario dürften die Angebotsmieten im laufenden Jahr um rund 1 Prozent sinken, sodass sich die Kaufpreise von Mehrfamilienhäusern nicht verteuern dürften. Mit einer deutlichen Preiskorrektur ist angesichts der anhaltenden Tiefzinsen jedoch nicht zu rechnen. Denn der Leerstand sollte, ein zumindest stabiles Bevölkerungswachstum vorausgesetzt, spätestens ab 2022 sinken und damit den Abwärtstrend bei den Mieten eindämmen. Dennoch dürften die Mehrfamilienhauspreise über die nächsten fünf Jahre leicht fallen. Daher wird die Gesamtrendite (die Summe von Einkommens- und Kapitalwertrendite) in den nächsten Jahren von der Einkommensrendite bestimmt und jährlich nur knapp 2,5 Prozent betragen. Ein Verlust (eine negative Gesamtrendite) ist im Prognosezeitraum aber sehr unwahrscheinlich.

Mehrfamilienhäuser schlagen Anleihen

Entwicklung der Mieteinnahmen und Renditen von Wohnliegenschaften im Referenzszenario, pro Jahr, in Prozent



Um die Renditen von Mehrfamilienhäusern abzuschätzen, muss die Zins- und Mietzinsentwicklung prognostiziert werden. Zinsen schätzen wir basierend auf den aktuellen Markterwartungen und der historischen Zinsentwicklung. Die erwarteten Mieteinnahmen leiten wir aus der Nachfrageentwicklung (Bevölkerungswachstum) sowie den Leerständen ab.

*Schätzung mit 15-jährigen Bundesobligationen

Quellen: BFS, Bloomberg, MSCI, SIX, Wüest Partner, UBS

Gesamtrenditen in dieser Grössenordnung sind zwar historisch gesehen tief. Doch im Vergleich zur Inflation waren die Renditen in den Perioden 1973 bis 1978 und 1990 bis 1995 noch tiefer. Bei einem Vergleich der erwarteten Renditen von Wohnrenditeliegenschaften und Schweizer Bundesobligationen mit einer Laufzeit von 15 Jahren relativiert sich das Bild: Die Ertragsdifferenz über eine Fünfjahresperiode liegt mit rund 4 Prozent über dem historischen Durchschnitt.

Je nach Leerstandsniveau und dessen erwarteter Entwicklung unterscheiden sich die regionalen Perspektiven. In den Agglomerationsregionen

mit verhältnismässig tiefem und stabilem Leerstand, beispielsweise um Zürich oder am Genfersee, sind auch im Referenzszenario überdurchschnittliche Gesamtrenditen von bis zu 4 Prozent jährlich zu erwarten. Im Tessin sowie von Olten bis La-Chaux-de-Fonds, wo die Leerstände deutlich angestiegen sind, müssen Investoren mit Renditen unter 1,5 Prozent rechnen. In diesen Regionen ist zudem das Risiko stärkerer Wertkorrekturen (über 15 Prozent innert der nächsten fünf Jahre) nicht zu vernachlässigen.

Kommerzielle Vermietung bietet Mehrrendite

Ausserhalb der Bergkantone und des Tessins sind in der Schweiz gemäss dem Walliser Tourismus Observatorium rund 16 000 Objekte auf Buchungsplattformen verfügbar – fast zehnmal so viele wie vor fünf Jahren. Im Kanton Basel-Stadt entspricht die Zunahme der touristisch vermieteten Wohnungen etwa einem Drittel des Wohnungsbestandswachstums der letzten fünf Jahre, im Kanton Genf und der Stadt Zürich sind es schätzungsweise 15 Prozent. Die verstärkte Nutzung von Wohnungen als verkappte Hotels verschärfte in vielen Städten die Wohnungsknappheit, was die Politik auf den Plan rief. Beispielsweise beschränkte der Kanton Genf die maximale Vermietungsdauer auf 90 Tage pro Jahr und die Stadt Bern plant gar ein Verbot in der Altstadt.

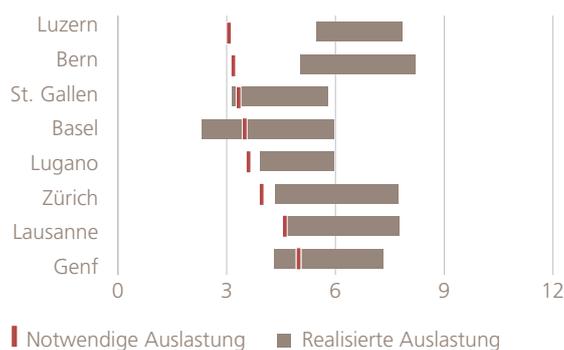
Bei zunehmender regulatorischer Einschränkung der kurzfristigen Vermietung stiege das Wohnungsangebot auf dem traditionellen Markt deutlich an. Die Ausschreibung aller in den Kantonen Zürich, Basel-Stadt und Genf kurzfristig vermieteten Wohnungen auf dem «normalen» Mietwohnungsmarkt würde zu einer Verdopplung der Leerstandsquote bei Mietwohnungen innerhalb dieser Zentren führen und Druck auf die Mieten ausüben.

Doch noch boomt das Geschäft mit der kurzfristigen Vermietung, denn im Durchschnitt der grössten Städte liegen die Nettoeinnahmen (nach Kostenabzug) dreimal so hoch wie bei einer

Dauervermietung. In Genf liegt der Faktor bei knapp 2,5 aufgrund der schweizweit höchsten Mieten auf dem traditionellen Markt, in Luzern mit Faktor 4 deutlich höher. Ob die kurzfristige Vermietung der traditionellen vorzuziehen ist, hängt letztlich von der Belegung ab. In Genf muss eine über Buchungsplattformen vermietete Wohnung mehr als fünf Monate belegt sein, um besser zu rentieren als bei einer Dauervermietung. In Luzern sind es nur drei Monate.

Lohnendes Geschäft mit kurzfristiger Vermietung

Notwendige Auslastung für Mehrgewinn gegenüber traditioneller Dauervermietung (2019/20) und geschätzte Bandbreite der realisierten Auslastung der Airbnb-Objekte (2017/18), in Monaten pro Jahr



Quellen: Airbnb, AirDNA, UBS

Zu viele und zu teuer

Katharina Hofer und Matthias Holzhey

Trotz guter Konjunktur stagnieren die Verkaufsflächenumsätze bestenfalls. Die Flächennachfrage dürfte angesichts des rasant wachsenden Online-Handels weiter erodieren. Dennoch nimmt der Verkaufsflächenbestand zu, sodass Mieten und Kaufpreise verstärkt unter Druck geraten werden.

Die lang ersehnte Verschnaufpause auf dem Verkaufsflächenmarkt lässt sich warten. So verhinderten stagnierende Detailhandelsumsätze letztes Jahr eine Erholung der Mieten. Die Zahl der leerstehenden Flächen hielt sich stabil, wie die Daten der offiziellen Leerflächenzählung für die Städte Zürich und Bern sowie die Kantone Genf und Waadt zeigen. Allerdings ist die schweizweite Angebotsquote von knapp 2 Prozent gemäss Wüest Partner im internationalen Vergleich tief.

Umsatz steigt nur online

In den letzten fünf Jahren gaben die Detailhandelsumsätze fast 3 Prozent nach. Der Abwärtstrend machte auch vor den Shoppingcentern nicht Halt; ihre Umsätze gingen zwischen 2017 und 2018 um 2 Prozent zurück. Zwar konnte die Flächeneffizienz (gemessen am Umsatz pro Quadratmeter) durch eine Flächenreduktion leicht erhöht werden, liegt aber immer noch 12 Prozent tiefer als im Jahr 2010.

Der Online-Handel hingegen setzte seinen Triumphzug auf Kosten des stationären Handels fort. Zwischen 2013 und 2018 wuchs der Online-Umsatz gemäss GfK um 50 Prozent, alleine in den letzten zwei Jahren jeweils um rund 10 Prozent. Mittlerweile wird jeder zehnte Franken im Schweizer Detailhandel online umgesetzt.

Lebensmittelhandel als Fels in der Brandung

Bekleidungs- und Elektronikgeschäfte erlitten die grössten Einbussen, wovon die Einkaufspassagen der Innenstädte besonders betroffen waren. Alleine seit 2010 hat sich die Flächeneffizienz der Stadtcenter um rund einen Fünftel reduziert, was auf eine deutliche Flächenausweitung bei stagnierenden Umsätzen zurückzuführen ist. In den Innenstädten ist die Zahl der inserierten Flächen – zumindest abseits der «Highstreets» – relativ hoch. Doch auf die ausgeschrieben Mieten hatte das Überangebot bisher keinen Einfluss.

Im Lebensmittelhandel fristet das Online-Geschäft bis anhin ein Nischendasein, insbesondere bei verderblichen Produkten. Lebensmittelhändler sind für viele Shoppingcenter wichtige Ankermieter, da deren regelmässige Laufkundschaft die Standorte erst für weitere Geschäfte attraktiv macht. Zudem hat die Expansion grosser deutscher Discounter in den letzten Jahren die Verkaufsflächennachfrage gestützt. Doch der härtere Wettbewerb unter den Detaillisten wird deren Kostensensitivität erhöhen. Die Flächeneigentümer dürften angesichts der hohen Abhängigkeit von diesen Ankermietern bei auslaufenden Verträgen vermehrt zu Mietkonzessionen gezwungen sein.

Die Verkaufsfläche ist tot, lang lebe die Verkaufsfläche

Dem Online-Handel und allen negativen Prognosen zum Trotz steht aber kein Kollaps der Flächennachfrage bevor. Zwar dürfte der Online-Handel hierzulande noch weiter wachsen; beispielsweise in Grossbritannien macht er derzeit mit über 20 Prozent am Detailhandelsumsatz anteilmässig doppelt so viel aus wie in der Schweiz. Denn der digitale Laden übertrumpft das städtische Warenhaus mit einer unerschöpflichen Auswahl, durchgehenden Öffnungszeiten, dem Vorteil der Heimlieferung und vor allem tieferen Preisen. Ausserdem steigt die Zahl der Internet-affinen Personen, für die Technologie keine Hürde darstellt.

Aber stationäre Flächen bieten der Käuferschaft Vorteile, die das Online-Shopping nicht replizieren kann. Die Produkte können vor dem Kauf in Augenschein genommen und ausprobiert werden. Auch erübrigt sich das Warten auf die Lieferung. Zudem ist der Online-Handel nicht für Produkte geeignet, die einen sofortigen Konsum erfordern, wie Gastronomie oder Dienstleistungen. So konnten Bahnhof- und Flughafencenter mit ihrem grossen gastronomischen Angebot die Umsätze und Flächeneffizienz gegenüber dem Jahr 2010 deutlich steigern.

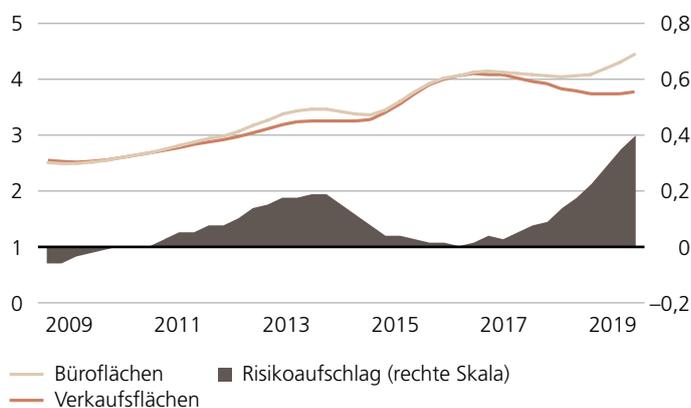
Sinkende Einnahmen pro Fläche

Dennoch ist mit weiter sinkenden Erträgen pro Flächeneinheit zu rechnen. Für eine Umsatz-Nullrunde im stationären Handel bei gleichbleibendem Wachstum des Online-Handels müsste der gesamte Detailhandelsumsatz jährlich um 1 Prozent zulegen – ein unwahrscheinliches Szenario. Gleichzeitig steigt der Verkaufsflächenbestand, da weiterhin viele Ladenflächen als Teil von Mischnutzungen in Büro- oder Wohnüberbauungen entstehen. Auch die Flächenausweitung der Shoppingcenter wird weitergehen, wenn vier Center mit je über 5000 Quadratmetern bis 2021 in den Kantonen Genf und Waadt fertiggestellt werden.

Für Investoren verheisst dies wenig Gutes. Wer Verkaufsflächen kauft, kann zwar mit höheren Anfangsrenditen rechnen als bei Wohn- oder Büroliegenschaften. Allerdings sind die Mieten im Durchschnitt immer noch zu hoch und ein Rückgang ist unumgänglich. Auch dürfte der Leerstand deutlich ansteigen. Investitionen sind primär dann attraktiv, wenn mittel- bis langfristig eine Umnutzung oder die vermehrte Ansiedlung von Dienstleistern möglich ist. Gerade in Einkaufszentren an guten Lagen erlaubt eine Teilnutzung für Gastronomie, Gesundheitsdienstleistungen oder Bürovermietung höhere Erträge als die Nutzung als reine Verkaufsfläche. Da aber die Werte der Verkaufsflächen im Durchschnitt noch sinken dürften, ist es zu früh für einen Markteinstieg.

Investoren meiden Verkaufsflächen

Zahlungsbereitschaft an Spitzenlagen für CHF 100 Nettomiete für Büro- und Verkaufsflächen, Durchschnitt von Zürich und Genf, in Tausend CHF; Differenz der Spitzenrenditen von Verkaufs- gegenüber Büroflächen (Risikoaufschlag), in Prozentpunkten



Quellen: Wüest Partner, UBS

Zentrumsanlagen zunehmend riskanter

Matthias Holzhey und Katharina Hofer

Das tiefere Beschäftigungswachstum beendet eine kurze Phase steigender Mieten und sinkender Leerstände. Aktuell bestehen nur regional Marktungleichgewichte. Doch die Risiken verschieben sich in die Zentren.

Die starke Konjunktur vor zwei Jahren trieb das Bürobeschäftigungswachstum an, sodass auch Investitionen in Liegenschaften an zweitklassigen Lagen attraktiver wurden. Aufgrund sinkender Risikoprämien lagen bewertungsbasierte Gesamterträge von Büroliegenschaften im Jahr 2018 deutlich über den Vorjahreswerten und auch im vergangenen Jahr dürften sie relativ hoch gewesen sein. Dank des guten wirtschaftlichen Umfelds konnte das neue Angebot schnell absorbiert werden und in den Zentren sank sogar teilweise der Leerstand. In den Grossstädten der Deutschschweiz kann schon von einem Ende des Überangebots an Büroflächen gesprochen werden.

Ende der Erholungsphase

Dem Beschäftigungsschub droht aber die Puste auszugehen. Im Vorjahresvergleich wurden bis Sommer vergangenen Jahres in den Abteilungen Finanzwesen, Information und Kommunikation, Unternehmensdienstleistungen sowie öffentliche Verwaltung gut 1 Prozent beziehungsweise 12 000 neue Stellen geschaffen, nur etwa halb so viele wie noch ein Jahr zuvor.

Diese reduzierte Dynamik dürfte sich im laufenden Jahr fortsetzen und die Leerstände wieder etwas steigen lassen. Da die Zahl der Baubewilligungen letztes Jahr stagnierte, wird der Büroflächenbestand voraussichtlich im Tempo der Vorjahre ansteigen. Höhere Mieten wären damit wie auch schon im vergangenen Jahr nur in Ausnahmefällen durchsetzbar. Gesamtschweizerisch dürften die Mieten sogar leicht nachgeben.

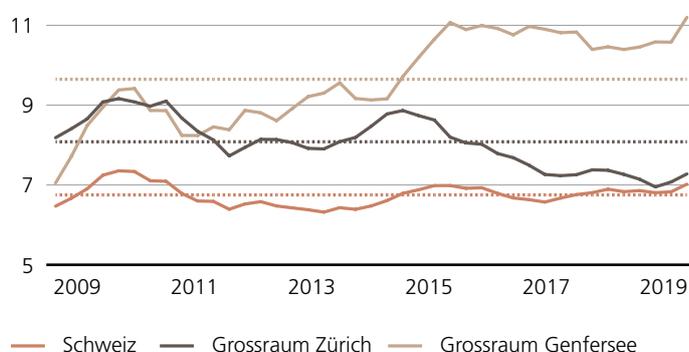
Markt nahe am Gleichgewicht

Der Druck auf die Mietpreisentwicklung ist im Schweizer Mittel nur sehr moderat und die Angebotsquote hält sich relativ nahe an ihrem fünfzehnjährigen Durchschnitt von knapp 7 Prozent stabil. Dies deutet darauf hin, dass sich der Schweizer Gesamtbüromarkt nicht weit vom Gleichgewicht befindet. Die regionalen Angebotsquoten hingegen sind teils starken Schwankungen unterworfen und betragen zwischen 2 und 20 Prozent.

Aus einem hohen Wert lässt sich allerdings nicht direkt auf ein Ungleichgewicht schliessen. Zum Beispiel kann bei starkem Beschäftigungswachstum eine relativ hohe Angebotsquote nachhaltig

Markt nahe am Gleichgewicht

Angebotsquoten und jeweiliger Durchschnitt, in Prozent



Quellen: CSL, Wüest Partner, UBS

sein, um die Zusatznachfrage zu bedienen. Zudem übt struktureller Leerstand, also nicht marktfähige unvermietete Flächen, kaum Einfluss auf die Mietpreisentwicklung aus. So relativieren sich die hohen Angebotsquoten im Zürcher Glatt- und Limmattal oder im Kanton Zug angesichts der dynamischen lokalen Wirtschaft. Umgekehrt entpuppt sich das verhältnismässig geringe Angebot in den Regionen Basel oder St. Gallen als Reaktion auf ein langfristig moderates Beschäftigungswachstum.

Der Vergleich der Angebotsquoten über die Zeit zeigt, dass primär die Zentren vom Nachfrageboom der letzten Jahre profitierten. So ging die Zahl der inserierten Büroflächen im letzten Jahr in allen Grossstädten zurück. In den Agglomerationen Zürich und Genf stiegen die Werte jedoch weiter überdurchschnittlich an. Ein ähnliches Bild zeigt sich in der Zentralschweiz, dem Tessin und dem Aargau.

Zentrumsanlagen profitieren von Co-Working-Boom

Büroflächen an Zentrumsanlagen waren im vergangenen Jahr die bessere Investition als Liegenschaften in der Peripherie. Die städtischen Lagen profitierten dabei stark von einem durch Kleinunternehmen, darunter viele Start-ups, getriebenen Beschäftigungswachstum. Relativ kleine und neue Firmen sind nicht nur auf die Verfügbarkeit kleiner und flexibler Flächen angewiesen, sondern auch auf kurzfristige Mietverträge.

Dies widerspiegelt sich auch in der rasant wachsenden Flächennachfrage von Shared-Office-Anbietern. Verfügbare Zahlen lassen darauf schliessen, dass bis zu einem Drittel der neuen Büroflächen in diesem Teilmarkt vermietet wurden. Noch liegt der Marktanteil flexibel vermieteter Flächen gemessen am Total der Büroflächen unter 1 Prozent, aber die Tendenz ist steigend. Nimmt man ausländische Metropolen als Benchmark, so besteht Potenzial für mehr als eine Verfünffachung der jetzigen Flächen. Dies dürfte die Nachfrage nach Büroflächen in den Zentren stützen, geht allerdings teilweise auf Kosten der Vermietung konventioneller Büros.

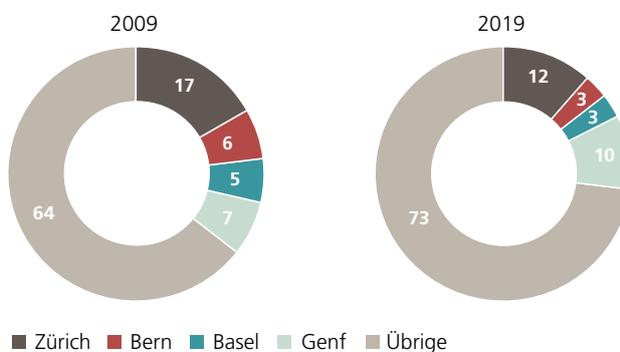
Zu optimistisch bewertet

Diese strukturelle Nachfrageveränderung hat auch Schattenseiten. Denn bei Kleinunternehmen reagiert die Beschäftigungsentwicklung stärker und schneller auf Konjunkturschwankungen als bei Grossfirmen. Gerade das Co-Working-Geschäft ist sehr zyklisch und würde in einer Wirtschaftskrise entsprechend schrumpfen. Hinzu kommt, dass eine deutliche wirtschaftliche Abschwächung den Druck auf die Unternehmen zu Flächen- und Kostenoptimierung wieder erhöhen dürfte. Wie bereits in den Jahren 2008 bis 2012 würde die Verschiebung der Nachfrage aus den Zentren in die günstigeren Agglomerationen das Mietpreisniveau von Büroflächen an Spitzenlagen sinken lassen.

Angesichts der erwarteten konjunkturellen Schwäche in diesem und im nächsten Jahr rückt das Risiko von Wertberichtigungen in den Zentren in den Vordergrund. Denn Büroflächen an Spitzenlagen werden im Markt als risikoarme Immobilienanlagen, vergleichbar mit Wohnrenditeliegenschaften, bewertet. Im Falle einer Rezession – wovon wir derzeit nicht ausgehen – dürften diese daher stärkere Wertebussen erfahren als konservativer bewertete Liegenschaften in der Peripherie.

Weniger leere Büroflächen in den Städten

Anteil der Städte am Total der angebotenen Flächen, in Prozent



Quellen: CSL, Wüest Partner, UBS

Bröckelnde Fassade

Maciej Skoczek

Die Agios der Immobilienfonds sind letztes Jahr stark angestiegen. Doch nur ein Teil dieser Aufpreise lässt sich fundamental rechtfertigen. Auch die Nachhaltigkeit der Ausschüttungen ist angesichts des schwächeren Marktumfelds infrage gestellt.

Letztes Jahr trieben der Anlagenotstand und die zunehmende Unsicherheit über die hiesige und globale Wirtschaft die Investoren in Schweizer Immobilientitel. Die Kurse der Immobilienfonds stiegen um mehr als 17 Prozent an und die Gesamtrendite belief sich auf 21 Prozent, den höchsten Wert der letzten 20 Jahre. Daher lagen die Ausschüttungsrenditen per Ende letzten Jahres unter 3 Prozent und damit einen Prozentpunkt unter ihrem zehnjährigen Durchschnitt.

Zu viel eingepreist

Die Agios (Aufpreise zu Nettoinventarwerten) kratzten per Ende Jahr im Durchschnitt der grössten Fonds an der neuen Höchstmarke und lagen mit gut 35 Prozent um 15 Prozentpunkte höher als ein Jahr zuvor. Ob die aktuelle Höhe der Agios gerechtfertigt ist, hängt hauptsächlich von drei Faktoren ab: den latenten Liquidationssteuern (vor allem der Grundstückgewinnsteuer), dem zur Bewertung der Immobilienportfolios verwendeten Diskontierungssatz und den Diversifikations- und Strukturvorteilen (beispielsweise Liquidität) der Investitionen in Fonds.

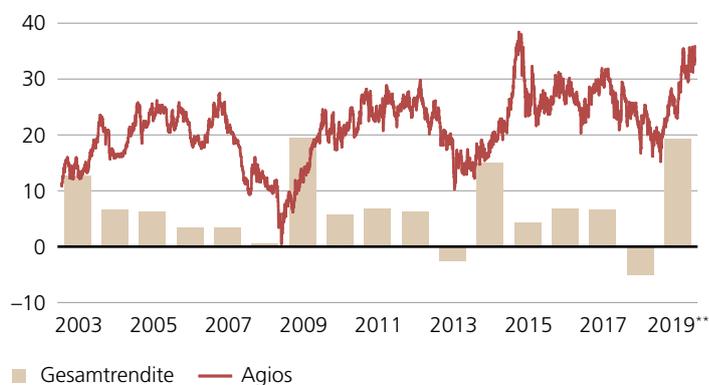
Erstens dürften die latenten Liquidationssteuern rund 10 Prozentpunkte der Agios erklären. Die Steuern werden bei der Berechnung der Nettoinventarwerte von den Immobilienwerten abgezogen und sind erst bei einer eventuellen Veräusserung fällig. Da nur wenige Objekte pro Jahr veräussert werden, sind die rapportierten Nettoinventarwerte zu tief. Deshalb führen die tieferen Gewinnsteuersätze im Rahmen der Steuerreform (STAF, in Kraft seit Anfang dieses Jahres) zur Senkung der latenten Liquidationssteuern. Somit steigen die Nettoinventarwerte

und die Agios fallen im Marktdurchschnitt um rund 3 Prozentpunkte.

Zweitens reagieren Börsenkurse schneller auf Entwicklungen auf dem Transaktionsmarkt als Buchwerte. So sanken die Diskontierungssätze in den letzten Jahren deutlich weniger als die Finanzierungskosten. Die gemäss Markterwartungen weiterhin niedrigen Zinsen in den nächsten Quartalen sprechen für einen weiteren Rückgang der Diskontierungssätze und damit für weiter steigende Inventarwerte. Bei einer Reduktion des Diskontierungsfaktors um 10 Basispunkte würden die Agios um 2 bis 3 Prozentpunkte schrumpfen. Die langsame Anpassung

Agios wieder auf Rekordniveau

Agios* (Aufpreise zu Nettoinventarwerten) und Jahresgesamtrenditen für Schweizer Immobilienfonds (SWIIT Index), in Prozent



*Marktkapitalisierungsgewichteter Durchschnitt der Fonds: Interswiss, Schroder ImmoPlus, Siat, Sima, Solvalor 61, Swisscanto, Swisreal

** Stand 30. November 2019

Quellen: Bloomberg, UBS



Kunstmuseum Basel; Keystone/Gaetan Bally

der Diskontierungssätze an die Finanzierungskosten dürfte insgesamt 10 bis 15 Prozentpunkte der Agios erklären. Drittens lassen sich Aufpreise von etwa 5 Prozentpunkten auf Diversifikations- und Strukturvorteile der Fondsinvestments zurückführen.

Unter dem Strich dürften im Marktdurchschnitt Agios von schätzungsweise 25 bis 30 Prozent im jetzigen Umfeld erklärbar sein. Somit deutet der aktuelle Durchschnittsaufpreis von 35 Prozent auf eine Überbewertung hin.

Ausschüttungen sind unsicher

Obwohl sich diese Überbewertung bereits per Ende August 2019 einstellte, korrigierten die Kurse bis Jahresende nicht. Denn die aktuellen Ausschüttungsrenditen sind – verglichen mit Null- und teilweise sogar negativen Renditen auf dem Anleihenmarkt – relativ attraktiv und dürften es bei anhaltend tiefen Zinsen auch bleiben. Dies stimuliert die Nachfrage nach

Immobilienfonds. Zusätzlich wird sich die Umsetzung der STAF auch auf Nachsteuer-Ausschüttungsbeträge positiv auswirken.

Allerdings ist die Nachhaltigkeit der Ausschüttungen in der bisherigen Höhe mittelfristig fraglich. Die Fonds verlieren einen immer grösseren Anteil ihrer potenziellen Mieteinnahmen, mittlerweile rund 5 Prozent jährlich. Um die Höhe der Ausschüttungen zumindest stabil zu halten, zahlen einige Fonds Beträge über den Mieteinnahmen (bereinigt um Renovationsrückstellungen) aus. Diese Strategie geht aber nur dann auf, wenn das Mieteinkommen in absehbarer Zeit durch Massnahmen zur Portfolioverbesserung gesteigert werden kann, beispielsweise durch Flächen-sanierungen, eine Erhöhung der Ausnützungsziffer oder eine Veräusserung weniger profitabler Liegenschaften. Der Erwerb zusätzlicher Objekte zu den aktuell hohen Preisen birgt hingegen das Risiko einer Renditeverwässerung.

Der Anstieg der Mietzinsausfallquote im Durchschnitt der grössten Fonds dürfte sich fortsetzen. Denn die relativ zum Bevölkerungswachstum zu hohe Wohnbautätigkeit lässt die Leerstände weiter ansteigen. Zudem dürften die schwächeren Konjunkturerwartungen die Nachfrage nach Geschäftsflächen drosseln. Fonds mit einem überdurchschnittlich hohen Anteil an Liegenschaften in der Peripherie werden davon tendenziell stärker betroffen sein als solche, die vorwiegend an Zentrumsanlagen investiert sind.

Vorsicht ist geboten

Der deutliche Kursanstieg von Schweizer Immobilienfonds ist nicht ohne Risiko. Nach dem letzten derart markanten Bewertungsanstieg im Jahr 2015 erlitten Investoren innerhalb von fünf Monaten Verluste von 10 Prozent. Da bei hohen Bewertungen mit einer langen Durststrecke gerechnet werden muss, ist in den nächsten Jahren gar eine negative Kursrendite wahrscheinlich.

Kennzahlen der grössten börsennotierten Schweizer Immobilienfonds

Fonds mit Marktkapitalisierung von mindestens CHF 1 Milliarde am 30. November 2019; sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent

Name	Region	Sektor	Marktanteil ¹	Agio geschätzt	Ausschüttungsrendite	Mietzinsausfallsrate ²	Diskontierungssatz (nominal) ²	Fremdfinanzierungsquote ²	Gesamtrendite ¹	
									1 Jahr	3 Jahre ³
UBS Sima	Deutsch-CH	Gemischt	17,8	40,5	2,5	6,6	3,2	23,0	24,1	11,2
CS Siat	Deutsch-CH	Gemischt	6,4	39,7	2,5	4,6	3,6	18,2	18,0	5,8
CS Livingplus	Deutsch-CH	Wohnen	6,2	39,1	2,3	5,2	3,7	19,4	24,2	6,2
CS Green Property	Deutsch-CH	Gemischt	5,7	28,9	2,4	3,6	3,5	17,5	25,2	9,9
UBS Anfos	Deutsch-CH	Wohnen	5,3	32,5	2,3	6,7	3,4	16,8	26,4	10,0
UBS Swissreal	Deutsch-CH	Geschäft	3,6	27,9	3,2	5,3	4,1	23,3	27,6	11,6
CS Interswiss	Diversifiziert	Geschäft	3,6	15,4	3,7	4,3	3,9	26,7	22,5	8,0
Immofonds	Deutsch-CH	Wohnen	3,2	49,9	2,6	4,2	3,9	24,2	28,8	8,5
La Fonciere	Französische CH	Wohnen	3,2	52,7	2,6	1,4	4,3	18,4	32,2	9,7
Schroder ImmoPLUS	Deutsch-CH	Geschäft	3,1	31,7	2,6	3,1	4,2	17,7	19,7	6,8
Fonds Immobilier Romand	Französische CH	Wohnen	3,1	48,8	1,9	2,3	3,9	10,9	23,4	9,1
Swisscanto IFCA	Diversifiziert	Wohnen	3,0	30,4	2,3	4,6	3,9	22,6	19,4	5,3
UBS Foncipars	Französische CH	Wohnen	2,9	38,1	2,1	3,8	3,5	21,2	31,5	11,7
Ed de Rothschild Swiss	Diversifiziert	Gemischt	2,7	28,1	1,7	2,8	3,8	25,2	27,4	7,6
Solvalor 61	Französische CH	Wohnen	2,6	48,4	2,3	1,6	4,3	5,8	21,5	8,7
SL REF Swiss Properties	Deutsch-CH	Gemischt	2,4	23,1	1,9	3,1	3,0	20,6	–	–
Immo Helvetic	Bern	Wohnen	2,1	28,9	2,8	8,5	4,4	25,4	24,5	3,1

¹ am 30. November 2019 ² letzter verfügbarer Wert ³ annualisiert
Diese Tabelle ist eine Referenzliste und stellt keine Empfehlungsliste dar.

Quellen: Bloomberg, Unternehmen, UBS, per 30. November 2019

Fokus auf Kernkompetenz

Stefan R. Meyer und Alexandra Bossert

Die Unternehmen bauen vermehrt auf ihre Stärken, um operative Fortschritte zu erzielen. Eine bessere Nutzung des Immobilienbestands und Vorsicht bei der Projektentwicklung stützen die Werterhaltung und ein moderates Wachstum. Die Sicherung der Dividendennachhaltigkeit bleibt zentral.

Die Kurse der Schweizer Immobilienaktien entwickelten sich 2019 nach einem durchgezogenen Vorjahr wieder äusserst positiv, mit soliden Kursanstiegen vom Frühling bis in den Spätsommer. Damit übertrafen sie den Gesamtmarkt. Hinzu kamen wie in den letzten Jahren respektable Ausschüttungen. Swiss Prime Site erzielte die beste Performance, die dank der Verkaufsankündigung der Altersresidenzen beflügelt wurde. Die Aktie des Flughafen Zürich gehörte hingegen mit einer nur flachen Kursentwicklung zu den schwächeren Immobilientiteln. Die Ursache war eine neue, weniger vorteilhafte Verordnung des Bundesrats über die Flughafengebühren.

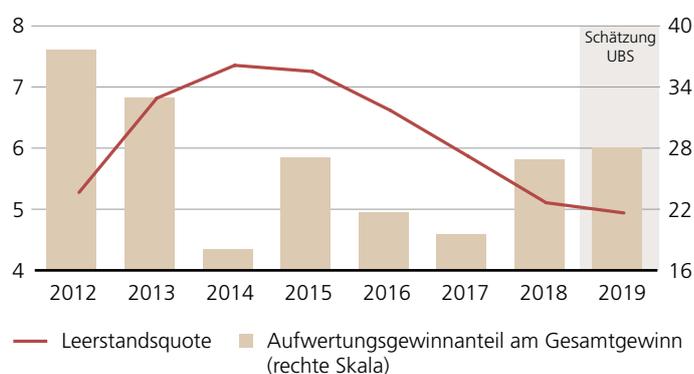
Viel Vorarbeit bei neuen Projekten

Das Immobilienmarktumfeld ist schwieriger geworden, da die Finanzierungszinssätze für Fremdkapital wohl den Tiefpunkt erreicht und sowohl die Nettozuwanderung als auch die Wirtschaft an Dynamik verloren haben. Das begrenzt mögliche Preissteigerungen. Dennoch schafften es die Immobilienaktiengesellschaften auch im letzten Jahr, rund einen Viertel ihrer Gewinne mit Aufwertungen zu erzielen, ähnlich dem Durchschnitt der vergangenen zwölf Jahre. Dies gelang durch einen immer stärkeren Fokus auf eine optimale Lage bei neuen Projekten und hohe Vorvermietungen vor Baubeginn, was das Risiko von Leerständen und Mietausfällen schmälert. Zudem wirkt die Vermeidung von Leerstand dem Preisdruck bei eigenen vermieteten Gebäuden in der Umgebung entgegen. Obwohl alle analysierten Immobilienfirmen teils sehr umfangreiche Projektpläne für die kommenden Jahre aufweisen, dürfte der Gewinnanteil aus Aufwertungen mittelfristig abnehmen.

Die Immobilienaktiengesellschaften nutzen derzeit die nach wie vor starke Nachfrage nach Renditeliegenschaften zum selektiven Verkauf von Objekten, wodurch sie Kapitalgewinne verbuchen. Auch operativ sind sie solide unterwegs, wie die durchschnittliche Leerstandsquote zeigt, die bei den neun untersuchten Firmen von über 7 Prozent im Jahr 2014 auf gut 5 Prozent im vorletzten und wahrscheinlich sogar unter die Fünf-Prozent-Marke im letzten Jahr fiel. Eine signifikante Auslastungsverbesserung erzielte PSP Swiss Property, die ihren Leerstand von gut 8 Prozent 2017 auf rund 4 Prozent im letzten Jahr senken konnte. Insgesamt verlangsamt sich die Verbesserung allerdings, sodass die Leerstandsquote in diesem Jahr stabil bleiben dürfte.

Sinkende Leerstandsquote und robuste Aufwertungsgewinne

Durchschnitt der untersuchten Gesellschaften, in Prozent



Quellen: Unternehmensberichte von Allreal, Flughafen Zürich, HIAG, Intershop, Mobimo, PSP, SPS und Zug Estates; UBS, per 6. November 2019

Tiefere Finanzierungskosten und Dividendenrenditen

Die durchschnittlichen Fremdkapitalzinskosten konnten von 2 Prozent im Jahr 2015 auf knapp 1,4 Prozent im vorletzten und sogar unter 1,3 Prozent im letzten Jahr gedrückt werden. Die tiefsten Finanzierungskosten von durchschnittlich unter 1 Prozent weisen PSP Swiss Property, HIAG und Investis aus. PSP Swiss Property, Allreal, Mobimo und Intershop vermochten die Finanzierungskosten am deutlichsten zu senken. Während die Reduktionen auch aufgrund kürzerer Restlaufzeiten erzielt wurden, dürften sich diese im vergangenen Jahr bei knapp viereinhalb Jahren stabilisiert haben. Es besteht nur noch ein bescheidenes Senkungspotenzial bei den Fremdfinanzierungskosten, unter anderem weil die durchschnittliche Eigenkapitalquote von gut 52 Prozent im Jahr 2016 auf knapp 48 Prozent bis Mitte letzten Jahres gefallen ist. Die Bilanzen der Immobilienaktien-

firmen sind damit immer noch robust. Die solidesten Bücher mit einem Eigenkapitalanteil von über 50 Prozent haben PSP Swiss Property, Flughafen Zürich und Zug Estates.

Auch die durchschnittliche Dividendenrendite ist stetig von knapp 5 Prozent im Jahr 2009 auf aktuell noch leicht über 3 Prozent gefallen. Die durchschnittliche Gewinnausschüttungsquote hat um die Marke von 80 Prozent verharret, aber dafür sind die Aktienbewertungen gestiegen. Die Investoren bezahlen derzeit teilweise sehr hohe Aufpreise zum Nettoinventarwert.

Fokussierung auf das Kerngeschäft

Auf der Suche nach Optimierungspotenzial und neuen Opportunitäten haben viele Immobilienunternehmen Teile von bisher ausgelagerten Wertschöpfungsketten, wie die technische Gebäudewartung, Hauswartarbeiten und Dienstleistungen für Dritte, zunehmend wieder selbst

Kennzahlen der grössten börsennotierten Schweizer Immobilienaktien

Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent

	SPS	PSP	Flughafen Zürich	Allreal	Mobimo	Zug Estates	Intershop	Investis	HIAG
Marktkapitalisierung¹	7785	5931	5333	3071	1839	1369	1024	975	869
Leerstandsquote									
2017	5,2	8,2	1,5	2,6	4,9	1,5	11,0	3,5	14,3
2018	4,8	5,0	1,2	2,0	2,9	2,9	9,8	2,9	14,4
2019 ²	<5	~4	1,2 ³	~2	4,3 ³	2,3 ³	~9	2,1 ³	14,3 ³
Dividendenwachstum									
2013–2018	1,1	1,5	28,1	3,4	1,0	11,2	1,9	–	–
2018–2021 ⁴	0,4	2,1	–8,7	3,7	0,7	10,2	0,0	3,4	–2,6
Ausschüttungsquote									
Dividendenpolitik ²	≥CHF 3,8	>70	35–45 ⁶	~100 ⁷	≥CHF 10	≤66	≥CHF 22	≥CHF 2,35 ⁹	4 ⁸
2018	109	91	89	89	70	46	41	84	144
2019 ⁴	84	79	72	87	124	52	73	87	0
Durchschnitt 2013–2018	98	89	66	83	79	41	67	–	113 ⁵
Dividendenrendite									
2020 ⁴	3,7	2,8	4,0	3,5	3,6	1,5	4,1	3,1	0,0
2021 ⁴	3,7	2,8	3,0	3,6	3,6	1,6	4,1	3,3	3,2
Eigenkapitalquote³	44	53	54	47	44	52	49	46	43

¹ in Mio. CHF per 6. November 2019 ² Erwartung der Firma ³ per 1. Halbjahr 2019 ⁴ Konsenserwartung per 6. November 2019 ⁵ 2014–2018
⁶ plus vorerst Sonderdividende ⁷ des Gewinns exklusive Generalunternehmung ⁸ in Prozent des Nettoinventarwerts ⁹ «attraktive, stetige Ausschüttung»
 Diese Tabelle ist eine Referenzliste und stellt keine Empfehlungsliste dar.

Quellen: Unternehmen, UBS, per 6. November 2019

übernommen. Aber auch Neugeschäfte ausserhalb der Kernbereiche Immobilienentwicklung, -bewirtschaftung und -verwaltung wurden erschlossen – mit unterschiedlichem Erfolg. Swiss Prime Site avancierte im Bereich Altersresidenzen zur Marktführerin. Durch den Verkauf des operativen Teils dieses Geschäfts soll die Bilanz gestärkt und insbesondere der umfangreiche Projektbestand finanziert werden. Doch Aktivitäten ausserhalb des Kernbereichs können mit überdurchschnittlichen Risiken behaftet sein. So musste HIAG ihr Aufbaugeschäft mit Infrastruktur für digitale Lösungen mehrheitlich aufgeben und abschreiben.

Die attraktivsten Dividendenzahler bevorzugen

Aufgrund des anspruchsvolleren Marktumfelds und der erhöhten Aktienbewertungen ist nur noch selektiv Kurspotenzial vorhanden. Die Ausschüttungsrenditen sind zwar moderater geworden, aber weiterhin attraktiv und nachhaltig. Gesellschaften mit robuster operativer Entwicklung, vorsichtig geplanten Entwicklungsprojekten und vernünftigen Aktienbewertungen sind zu bevorzugen. Diese können ihren Inventarwert pro Aktie – und entsprechend auch ihre Dividenden – halten oder sogar steigern.

Immobilienanleihen: Defensive Titel bevorzugt

Die grösseren Immobilienfirmen finanzierten Eigenprojekte sowie den Ausbau ihrer Portfolios in den letzten Jahren vermehrt am Anleihemarkt. Per Ende 2019 waren Anleihen von Schweizer Immobilienfirmen mit einem Nominalwert von gut 7 Milliarden Franken an der Schweizer Börse kotiert, was rund 2 Prozent des Inlandsegments ausmachte.

Der Gesamtertrag des Unternehmenssektors innerhalb des SBI Swiss Bond Index (SBI Corporate Domestic) belief sich im vergangenen Jahr auf 3,2 Prozent, nach einer Nullrunde im vorherigen Jahr. Angesichts der schwächeren Wirtschaftsaussichten dürften defensiv aufgestellte Unternehmen mit konservativen Finanzkennzahlen gut positioniert sein. Immobilienanleihen handeln mit einem leichten Abschlag gegenüber Unternehmensanleihen mit vergleichbarem

Rating. Dies lässt sich durch eine kleinere Investorenbasis erklären, denn institutionelle Anleger ziehen direkte Immobilieninvestitionen vor.

Eine wichtige bonitätsrelevante Kennzahl ist der Loan-to-Value (Nettoverschuldung in Relation zum Wert des Immobilienportfolios), der für ein Investment-Grade-Rating mittelfristig unter 50 Prozent liegen sollte. Die tiefste Verschuldung der von uns analysierten Unternehmen weist PSP Swiss Property mit 35,7 Prozent per Ende Juni 2019 auf. Auch Swiss Prime Site, Mobimo und Allreal haben Werte von unter 50 Prozent. Ebenfalls zu berücksichtigen ist die strukturelle Nachrangigkeit. PSP sticht auch hier hervor, da das Unternehmen keine durch Grundpfänder gesicherten Finanzverbindlichkeiten aufweist.

Korrekturphase in Gang

Matthias Holzhey, Maciej Skoczek und Katharina Hofer

In allen untersuchten Grosstädten der Eurozone ist das Blasenrisiko aufgrund der niedrigen Zinssätze gestiegen. Global stagnierten jedoch die Preise im Durchschnitt erstmals seit 2012. Die Abkopplung der Eigenheimpreise von den lokalen Einkommen trübt den Ausblick.

Das grösste Risiko einer Immobilienblase herrscht aktuell in München, vor Toronto, Hongkong und Amsterdam. Neu in der Blasenrisikozone befinden sich Frankfurt und Paris. In London hingegen ist das Blasenrisiko nach weiteren Preiskorrekturen gesunken, sodass die Stadt jetzt nur noch zur Kategorie der überbewerteten Städte gehört. Deutlich tiefere Bewertungen verzeichnen Vancouver, San Francisco, Stockholm und Sydney. Auch in New York und Los Angeles nahm das Blasenrisiko ab, während sich Singapur fast unverändert zeigt.

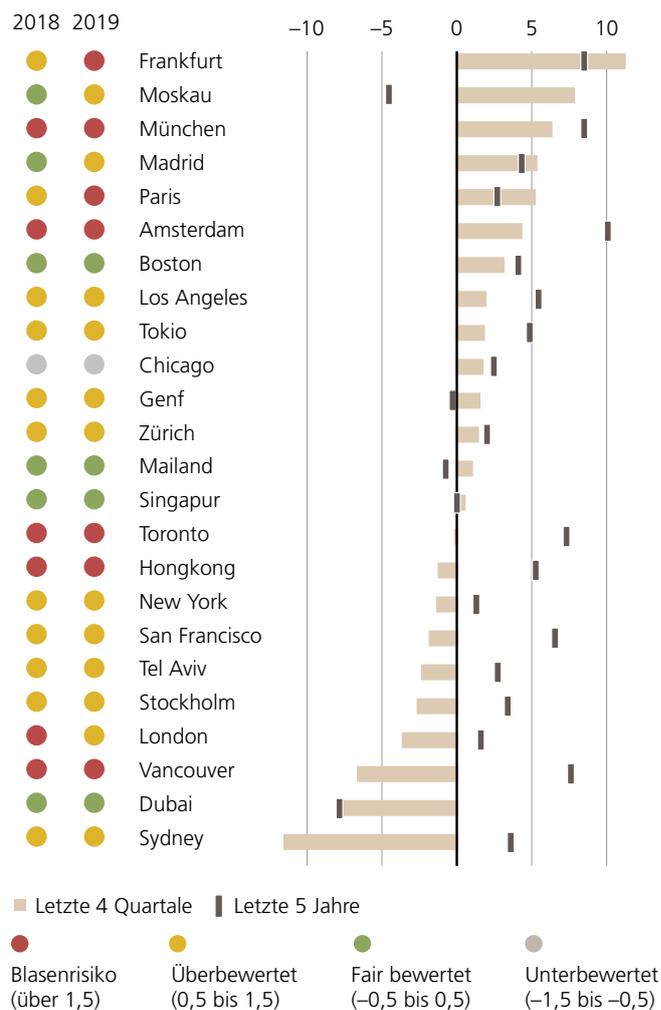
Regulierung und Konjunkturschwäche verhindern Preiswachstum

Im Durchschnitt der analysierten Städte kamen die teuerungsbereinigten Preise in den letzten vier Quartalen praktisch zum Stillstand. Nur noch in den Städten der Eurozone sowie in Moskau und Boston verteuerte sich Wohneigentum deutlich. Zweistellige Preissteigerungsraten, die in den Vorjahren keine Seltenheit waren, gab es mit Ausnahme Frankfurts nicht mehr. Starke Korrekturen von mehr als 5 Prozent im Vorjahresvergleich erfuhren hingegen Sydney, Dubai und Vancouver. Einerseits lösten die in der jüngeren Vergangenheit vielerorts eingeführten regulatorischen Massnahmen den Marschhalt der Eigenheimpreise in den Zentren aus. Andererseits schwächte die sich abkühlende Weltkonjunktur die Nachfrage.

Der Negativtrend bei den Eigenheimpreisen dürfte trotz des weltweiten Rückgangs der Zinsen anhalten. Bereits seit einigen Jahren ist die Höhe der Hypothekarzinsen in vielen Städten nicht mehr die Hürde beim Kauf eines Eigenheims. Vielmehr erfüllen viele Haushalte die Finanzierungskriterien der

Ende des Booms

Änderungsraten der inflationsbereinigten Preise, annualisiert in Prozent



Quelle: UBS



Hafengebäude in Antwerpen; Keystone/Branko de Lang

Banken nicht, insbesondere fehlen ihnen die geforderten Eigenmittel. Auch belasten die Amortisationszahlungen die Haushaltsbudgets stärker als die Hypothekarzinsen. Ausserdem wiegt die wirtschaftliche Unsicherheit in einem rezessiven Umfeld den positiven Beitrag sinkender Zinssätze zum Nachfragewachstum mehr als auf.

Langer Atem wurde belohnt

Wer in den letzten 40 Jahren, selbst auf dem Höhepunkt einer lokalen Preisblase, Wohneigentum erwarb, erzielte dennoch in den meisten Zentren langfristig Kapitalgewinne. Dafür gibt es hauptsächlich drei Gründe. Erstens liess der technologiegetriebene Wirtschaftsaufschwung vieler Grosszentren die Wohnungsnachfrage explodieren. Zweitens generierte der nationale und globale Zuwachs an vermögenden Haushalten einen kontinuierlichen Nachfrageüberschuss nach den besten Lagen. Drittens profitierten Immobilienwerte von einem Rückgang der Realzinsen ab Mitte der 1990er-Jahre. Wo die starke Nachfrage keinen lokalen Bauboom auslöste, zum Beispiel aufgrund baulicher Beschränkungen, schossen Bodenpreise und Mieten in die Höhe.

Waren diese Gründe aber nicht gegeben, so verharrten die Eigenheimpreise über den Preiszyklus hinweg bestenfalls an Ort und Stelle. Beispielsweise liegen die realen Preise angesichts

einer schwachen wirtschaftlichen Entwicklung in Chicago oder Mailand auf dem gleichen Niveau wie vor rund 20 Jahren. Obwohl Dubai den stärksten Bevölkerungszuwachs aller Städte in der Studie aufweist, belässt die anhaltende Angebotsausweitung die realen Preise derzeit auf einem Niveau knapp über demjenigen des Jahres 2000.

Stadtwohnung garantiert keinen Kapitalgewinn

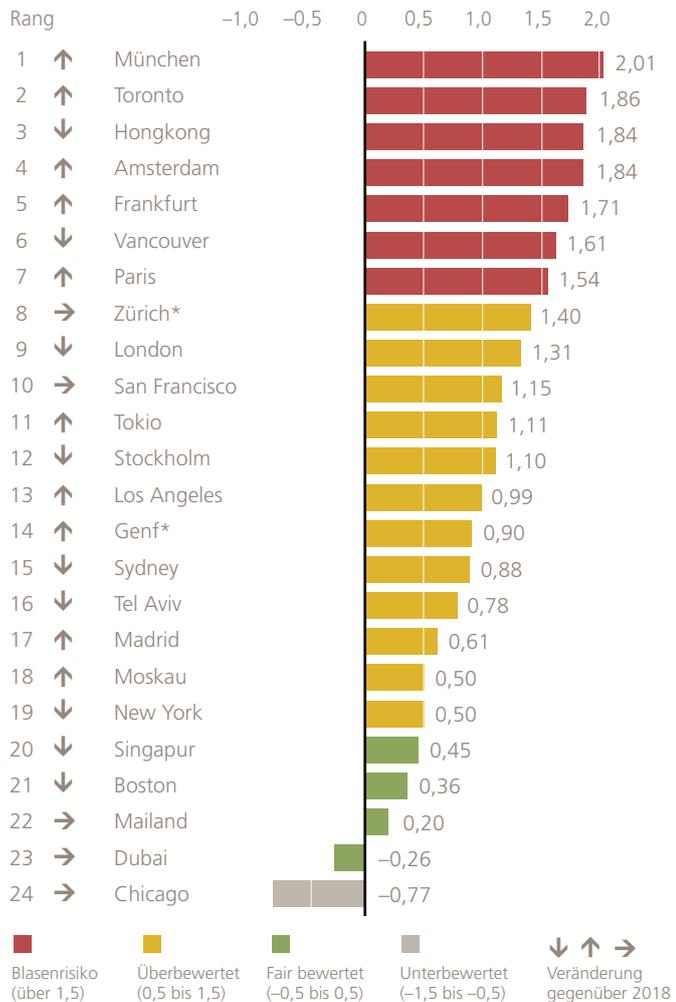
Der allgemeine Urbanisierungstrend wie auch die steigende Nachfrage nach Top-Lagen sind also keine Garantien für Kapitalgewinne. Auch trübt die Abkopplung der Eigenheimpreise von den lokalen Einkommen den Ausblick. Die fehlende finanzielle Tragbarkeit verschlechtert langfristig die Attraktivität vieler Städte und begünstigt die Verschiebung von Arbeitsplätzen in die Aussenbezirke. Zudem steigt die Wahrscheinlichkeit politischer Eingriffe in den Wohnungsmarkt, mit negativen Folgen für Investoren.

Wer bei den aktuell hohen Bewertungen eine Stadtwohnung erwirbt, muss sich wohl auf eine längere Durststrecke einstellen. Die historische Evidenz suggeriert, dass in der langen Frist teuerungsbereinigt zumindest mit einem Kapitalerhalt gerechnet werden darf. Letztlich ist aber für den Wertgewinn die wirtschaftliche Entwicklung einer Region entscheidend.

UBS Global Real Estate Bubble Index

Preisblasen sind ein wiederkehrendes Phänomen an Immobilienmärkten. Der Begriff «Blase» bezeichnet die erhebliche und anhaltende Fehlbewertung eines Vermögenswerts; deren Bestehen kann erst nach dem Platzen nachgewiesen werden. Historische Daten lassen jedoch Muster von Immobilienmarktexzessen erkennen. Zu den typischen Anzeichen zählen die Entkoppelung der Preise von den lokalen Einkommen und Mieten sowie Ungleichgewichte in der Realwirtschaft wie eine übermässige Kreditvergabe und Bautätigkeit. Der *UBS Global Real Estate Bubble Index* misst das Risiko einer Immobilienblase anhand solcher Muster.

Indexstände für Eigenheimmärkte ausgewählter Weltstädte, 2019



*Index angepasst aufgrund der veränderten Datenquelle
Quelle: UBS

Kein klarer Gewinner

Thomas Veraguth und Nena Winkler

Derzeit ist nicht mit einer starken Wertkorrektur auf den globalen Immobilienmärkten zu rechnen. Die Sektoren Wohn- und Logistik-/Industrieimmobilien bieten dank anhaltender Nachfrage stabile Einkommensströme. In der aktuellen späten Zyklusphase sind Anlageopportunitäten aber begrenzt.

Die global hohe Marktliquidität und tiefen Zinsen liessen die Preise für Core-Immobilien – erstklassige Objekte an sehr guten Lagen mit sicheren Mieteinnahmen – steigen. Folglich trug die Kapitalwertrendite in den letzten fünf Jahren rund zwei Drittel zur Gesamtrendite bei, doppelt so viel wie im langfristigen Durchschnitt. Durch die hohen Preise sind die Anfangsrenditen in fast allen Segmenten auf Rekordtiefs gefallen. Aktuell erwarten wir insgesamt keine grössere Wertkorrektur, allenfalls eine graduelle Werterosion bedingt durch einen sich abzeichnenden Angebotsüberhang.

Defensive Positionierung

Derzeit verzichten professionelle Immobilieninvestoren vermehrt zugunsten von Qualität auf höhere Renditen. Einzig aktive Managementstrategien mit hohem Fremdkapitaleinsatz wie Value-Added (Neuausrichtung von Immobilien und Abbau von Leerstand, hohes Risiko) und opportunistische Anlagen (Repositionierung renovationsbedürftiger Immobilien, sehr hohes Risiko) können im aktuellen Umfeld noch Kapitalwerte generieren. So versuchen Private-Real-Estate-Investoren Bewertungsdifferenzen zwischen Einzelimmobilien mit Potenzial für Repositionierung und Marktpreisen auszunutzen. Auch kaufen sie renovationsbedürftige Gebäude mit Leerstand und entsprechend höheren operativen Risiken, die sie dann wertvermehrend modernisieren.

Globale Immobiliensektoren

Büroimmobilien an zentralen Lagen und mit modernen Flächen werden in allen Grossstädten vor allem von institutionellen Käufern nachgefragt. Ein steigender Bedarf an Co-Working-

Flächen und flexible Bürokonzepte haben den Markt belebt, bleiben jedoch mit knapp 5 Prozent Marktanteil eine Nische. Laut CBRE hat sich die durchschnittliche Leerstandsquote in den Metropolen Europas von rund 11 Prozent Ende 2010 auf gut 5 Prozent Ende letzten Jahres mehr als halbiert. Die Ausdehnung des Neuangebots ist in den meisten Städten moderat, weshalb die Spitzenrenditen für hochwertige Immobilien mit fast 3 Prozent historische Tiefstände erreicht haben. Anleger mit höherem Fremdfinanzierungsanteil wenden sich tendenziell B- oder C-Lagen zu und investieren dort in Renovationen oder Neubau. Die sich verlangsamende Weltwirtschaft stellt allerdings ein Risiko für diesen zyklischen Sektor dar.

Verkaufsflächen stehen unverändert unter dem Druck des sich wandelnden Konsumentenverhaltens und wachsenden Online-Handels. Die Schere zwischen modernen und veralteten Flächen vergrössert sich. Die Disruption im Einzelhandel hat sich einerseits in Märkten mit hohem Online-Anteil wie Grossbritannien sowie andererseits in solchen mit vielen Einzelhandelsflächen pro Einwohner wie die USA stark bemerkbar gemacht. Die Kapitalwerte von Einzelhandelsimmobilien korrigieren bereits und die Anfangsrenditen steigen. So sind die Kapitalwerte laut MSCI per Ende letzten Jahres von ihren Höchstständen in Grossbritannien im Dezember 2015 um 17 Prozent und in den USA im Juni 2017 um 5 Prozent gefallen. Weitere Wertverluste sind wahrscheinlich.

Wohnimmobilien stehen vermehrt unter regulatorischem Druck, denn durch die zunehmende Urbanisierung bei unzureichendem Angebot

Berlin zwischen Markt und Politik

Nena Winkler und Thomas Veraguth

Steigende Wohnkosten führen in vielen Grossstädten zur staatlichen Einschränkung der freien Mietpreissetzung. Allerdings stellt der bevorstehende Berliner Mietendeckel bisherige Regulierungen in den Schatten. Zur Steigerung des «bezahlbaren» Wohnraums wird er jedoch nicht beitragen.

Der anhaltende Urbanisierungstrend und die steigende Zahl kleiner Haushalte erhöhen in vielen Städten die Nachfrage nach Wohnraum. Gleichzeitig erschweren immer komplexere Auflagen und gestiegene Baukosten den Neubau, der dem Nachfragewachstum begegnen könnte. Der anhaltende Nachfrageüberhang lässt Mieten und Kaufpreise ansteigen. Die ohnehin tiefen und sinkenden Finanzierungskosten sowie das Engagement ausländischer Investoren befeuern die Preise zusätzlich. So geraten politische Entscheidungsträger zunehmend unter Druck, dieser Entwicklung Einhalt zu gebieten.

Aus den Erfahrungen anderer lernen

Als vermeintliches Allheilmittel erfreut sich die Einschränkung der freien Mietpreissetzung grosser Beliebtheit, zieht jedoch meistens unerwünschte Konsequenzen nach sich. Beispielsweise in San Francisco wurde Ende der 1970er-Jahre die Mietpreissteigerung beschränkt. Daraufhin wurden vermehrt Mietwohnungen in Eigentumswohnungen umgewandelt, was das Angebot von Mietwohnungen um rund 15 Prozent schrumpfen liess und die Wohnungsnot weiter verschärfte. Der Neubau hingegen, der von der Regulierung ausgenommen war, lockte vermehrt Haushalte mit hohem Einkommen an, sodass das Mietniveau in San Francisco – trotz Mietkontrolle – anstieg.

In Genf wurden seit dem Ende der 1970er-Jahre als Folge von staatlichen Markteingriffen und Mietkontrollen Investitionen in den Wohnungsbestand zurückgefahren, da Instandhaltungen und Modernisierungen nicht oder nur teilweise mit höheren Mieten kompensiert werden konn-

ten. Infolgedessen verschlechterte sich der Zustand der Mietwohnungen schleichend.

Vom Regen in die Traufe

In Berlin bahnt sich derzeit eine weitaus rigidere Regulierung an. Nachdem sich die Mieten innert zehn Jahren mehr als verdoppelt hatten, die durchschnittlichen Bruttoeinkommen im gleichen Zeitraum aber nur um rund ein Drittel gestiegen waren, reagierte die Politik mit dem neuen Gesetzesentwurf «Mietendeckel». Dieser sieht vor, die Mieten für einen Zeitraum von fünf Jahren auf dem Stand vom Sommer 2019 einzufrieren und setzt zudem Mietobergrenzen.

Eckpunkte des Berliner Mietendeckels

- ▶ Mietenstopp für fünf Jahre auf dem Niveau vom 18. Juni 2019
- ▶ Mietobergrenzen abhängig von Gebäudealter und Wohnungsausstattung
- ▶ Kappung von Mieten, die die definierten Niveaus um mehr als 20 Prozent übersteigen
- ▶ Erlaubte Überwälzung von Modernisierungskosten auf den Mieter von 1 Euro pro Quadratmeter
- ▶ Ahndung von Verstössen gegen das Gesetz mit einem Bussgeld von bis zu 500 000 Euro
- ▶ Ausgenommen sind Wohnungen des öffentlich geförderten Wohnungsbaus sowie Neubauten (bezugsfertig seit 1. Januar 2014)

Der vorgesehene Mietenstopp dürfte zu einer zunehmenden Angebotsverknappung in Berlin führen. Denn zum einen schwinden bei schlechteren Marktbedingungen die Anreize, Mietwohnungen zu bauen. Zum anderen werden die realen Wohnkosten bei positiver Inflation und Einkommenswachstum sinken, was die Nachfrage nach städtischem Wohnraum noch weiter anheizen dürfte. Bei anhaltender Urbanisierung wird dies den ohnehin hohen Nachfrageüberhang vergrössern. Für bestehende Mieter wird es immer attraktiver, in ihrer Wohnung zu bleiben, wodurch Wohnungssuchende mit einem ausgetrockneten Markt konfrontiert werden. Das dürfte finanziell schwache Wohnungsbewerber am härtesten treffen. Darüber hinaus wird die Komplexität des Berliner Mietendeckels hohe administrative Kosten nach sich ziehen, die wiederum dem Steuerzahler belastet werden.

Vom Mieten- zum Investitionsdeckel

Die Verbote des Gesetzes waren bereits Ende letzten Jahres zu spüren. Die Investoren warteten die Unsicherheit über die konkrete Ausgestaltung der Massnahmen ab, wodurch die Immobilientransaktionen fast zum Erliegen gekommen sind. Diese Entwicklung wird sich wahrscheinlich fortsetzen. Auch wenn Neubauten derzeit nicht vom Mietendeckel betroffen sind, könnten sich bei Anlegern Zweifel bezüglich der künftigen Rentabilität ihrer Investitionen und die Angst vor weiteren staatlichen Eingriffen breitmachen.

Die Auswirkungen des Berliner Mietendeckels dürften zudem über die Stadtgrenzen schwappen. Insbesondere entlang der Hauptverkehrsachsen wird sich die Neubautätigkeit vermutlich von Berlin weg entwickeln. Dies dürfte sich allerdings über Jahre hinziehen, da der Bausektor an der Kapazitätsgrenze arbeitet.

Stadtplanung statt Einschränkung

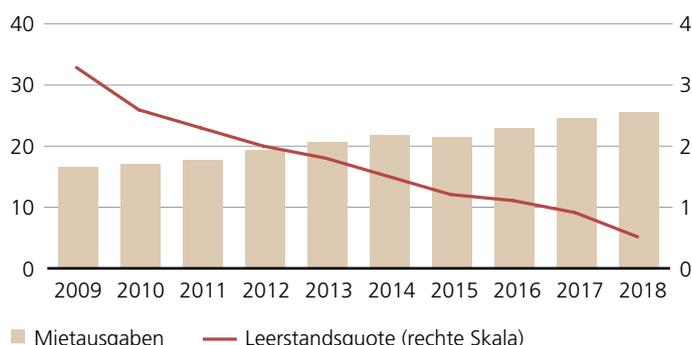
Die Mieten in Berlin stiegen in den letzten Jahren stärker als in anderen deutschen Grossstädten. Allerdings sind die durchschnittlichen Mietausgaben am Einkommen in Berlin mit 25 Prozent im Vergleich zu anderen deutschen Grossstädten verhältnismässig tief – im hochpreisigen München wird rund ein Drittel des Einkommens für die Miete aufgewendet. Somit hätte das Berliner Mietwachstum auf dem freien

Markt durchaus Spielraum nach oben, doch die Einkommensentwicklung setzt Grenzen.

Letztlich sind Mietendeckel bloss Symptombekämpfung und somit keine nachhaltige Lösung. Will man mehr «bezahlbaren» Wohnraum schaffen, ist das Übel an der Wurzel zu packen. Die langfristige Antwort auf die Wohnungsnot lautet mehr Neubauf Flächen und innerstädtische Verdichtung gekoppelt mit schnelleren Verfahren für Baugenehmigungen. Dabei sollte eine jede Stadtplanung das Umland mit einbeziehen.

Spielraum beim Mietwachstum

Mietausgaben am Bruttoeinkommen und Leerstandsquote für Wohnimmobilien in Berlin, in Prozent



Quellen: JLL, Statista, Statistik Berlin Brandenburg, UBS

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

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

Allgemeines Anlageresearch – Risikohinweise:

Diese Publikation dient **ausschliesslich zu Ihrer Information** und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die in dieser Publikation enthaltene Analyse ist nicht als persönliche Empfehlung aufzufassen und berücksichtigt weder die Anlageziele noch die Anlagestrategien oder die finanzielle Situation oder Bedürfnisse einer bestimmten Person. Sie basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Bestimmte Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuftem Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Prognosen, Einschätzungen und Marktpreise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäußerte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren.

Dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen (einschliesslich Prognosen, Werte, Indizes oder sonstiger berechneter Beträge («Werte»)) dürfen unter keinen Umständen für folgende Zwecke verwendet werden: (i) für Bewertungs- oder buchhalterische Zwecke; (ii) zur Bestimmung der fälligen Beträge, Preise oder Werte von Finanzinstrumenten oder -verträgen; oder (iii) zur Messung der Performance von Finanzinstrumenten, einschliesslich zwecks Nachverfolgung der Rendite oder Performance eines Werts, Festlegung der Vermögensallokation des Portfolios oder Berechnung der Performance Fees. UBS und ihre Direktoren oder Mitarbeiter könnten berechtigt sein, jederzeit Long- oder Short-Positionen in hierin erwähnten Anlageinstrumenten zu halten, in ihrer Eigenschaft als Auftraggeber oder Mandatsträger Transaktionen mit relevanten Anlageinstrumenten auszuführen oder für den Emittenten beziehungsweise eine mit diesem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell verbundene Gesellschaft bzw. das Anlageinstrument selbst andere Dienstleistungen zu erbringen. Zudem könnten Mitglieder der Konzernleitung bei der Emittentin oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft als Verwaltungsräte tätig sein. Die von UBS und ihren Mitarbeitern getroffenen Anlageentscheidungen (einschliesslich der Entscheidung, Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten) könnten von den in den Research-Publikationen von UBS geäußerten Meinungen abweichen oder ihnen widersprechen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbarrieren ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel eignet sich nicht für jeden Anleger, da ein erhebliches Verlustrisiko besteht und die Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen können. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Der/Die Analyst(en), der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, kann/können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren.

Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusicherung im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren.

Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS nicht reproduziert werden. Sofern nicht etwas anderes schriftlich vereinbart wurde, untersagt UBS ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS übernimmt keinerlei Haftung für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Informationen darüber, wie das CIO Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter www.ubs.com/research. Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

Wichtige Informationen über nachhaltige Anlagestrategien: Nachhaltige Anlagestrategien versuchen, die Faktoren Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) beim Anlageprozess und Portfolioaufbau miteinzubeziehen. So verschieden die Strategien je nach geografischer Region und Anlagestil sind, so unterschiedlich ist deren Vorgehen bezüglich ESG-Analysen und der Einbeziehung der daraus resultierenden Erkenntnisse. Wenn ein Portfoliomanager ESG-Faktoren oder Nachhaltigkeitskriterien einbezieht, kann er bestimmte Anlagechancen möglicherweise nicht nutzen, die ansonsten zu seinem Anlageziel und anderen grundsätzlichen Anlagestrategien passen würden. Die Erträge eines Portfolios, das hauptsächlich aus nachhaltigen Anlagen besteht, sind unter Umständen geringer oder höher als die eines Portfolios, bei dem der Portfoliomanager keine ESG-Faktoren, Ausschlusskriterien oder andere Nachhaltigkeitsthemen berücksichtigt. Zudem kann ein solches Portfolio Unterschiede hinsichtlich der Anlagechancen aufweisen. Unternehmen erfüllen möglicherweise nicht bei allen Aspekten für ESG oder nachhaltiges Investieren hohe Performancestandards. Es gibt auch keine Garantie, dass ein Unternehmen die Erwartungen bezüglich der Corporate Responsibility, Nachhaltigkeit und/oder Wirkung erfüllt.

Vertrieb an US-Personen durch UBS Financial Services Inc. oder UBS Securities LLC, Tochterunternehmen von UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS Securities Japan Co., Ltd, UBS Wealth Management Israel Ltd und UBS Menkul Degerler AS sind verbundene Unternehmen von UBS AG. UBS Financial Services Incorporated in Puerto Rico ist ein Tochterunternehmen von UBS Financial Services Inc. **UBS Financial Services Inc. übernimmt die Verantwortung für die Inhalte von Berichten, welche durch nicht in den USA ansässige Tochterunternehmen erstellt wurden, wenn diese Berichte an US-Personen weitergegeben werden. Alle Transaktionen von US-Personen mit Wertpapieren, die in dieser**

Publikation erwähnt werden, müssen über ein in den USA zugelassenes Brokerhaus abgewickelt werden und dürfen nicht von einem nicht in den USA ansässigen Tochterunternehmen durchgeführt werden. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Wertpapieraufsichts- oder Investitionsbehörde in den USA oder anderswo genehmigt. UBS Financial Services Inc. ist nicht als Berater für irgendeine Kommunalbehörde oder verpflichtete Person im Sinne von Abschnitt 15B der Securities Exchange Act (die «Municipal Advisor»-Regel) tätig. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen und Ansichten stellen keine Empfehlung im Sinne der Municipal Advisor Rule dar und sind auch nicht als solche aufzufassen.

Externe Vermögensverwalter / Externe Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und/oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen.

Bahrain: UBS ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlagedienstleistungen. **Brasilien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach brasilianischem Recht oder einen Research- bzw. Analysebericht gemäss der Definition in der Anweisung 598/2018 der Comissão de Valores Mobiliários («CVM») dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda. und/oder UBS Consenso Investimentos Ltda. verteilt, die beide durch die CVM beaufsichtigt werden. **China:** Dieser Bericht wird von UBS Switzerland AG oder deren Offshore-Tochtergesellschaft oder verbundenem Unternehmen (gemeinsam «UBS Offshore») erstellt. UBS Offshore ist eine ausserhalb Chinas gegründete Rechtseinheit, die nicht in China für die Durchführung von Bank- oder Wertschriftengeschäften oder die Beratung zu Wertschriftenanlagen in China zugelassen ist, überwacht oder reguliert wird. Dieser Bericht ist nicht als spezifische Wertschriftenanalyse von UBS Offshore zu betrachten. Der Empfänger sollte sich zwecks Anlageberatung nicht an die Analysten oder UBS Offshore wenden und dieses Dokument nicht für Anlageentscheidungen heranziehen oder sich in anderer Weise bei seinen Anlageentscheidungen auf die in diesem Bericht enthaltenen Informationen verlassen; UBS übernimmt keine Verantwortung in dieser Hinsicht. **Dänemark:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach dänischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Denmark Branch, Niederlassung von UBS Europe SE, mit Geschäftssitz in Sankt Annae Plads 13, 1250 Kopenhagen, Dänemark, beim dänischen Gewerbe- und Gesellschaftsamt unter Nummer 38 17 24 33 eingetragen, verteilt. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial af UBS Europe SE unterliegt der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der dänischen Finanzaufsicht (Finanstilsynet), der dieses Dokument nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründetes Kreditinstitut, das von der EZB zugelassen wurde. **Deutschland:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach deutschem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Deutschland, mit Geschäftssitz Bockenheimer Landstrasse 2–4, 60306 Frankfurt am Main verteilt. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet, ordnungsgemäss von der Europäischen Zentralbank («EZB») zugelassen wurde und der Aufsicht der EZB, der Deutschen Bundesbank und der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht untersteht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Frankreich:** Diese Publikation wird an Kunden und «Prospects» von UBS (France) SA, einer französischen «Aktiengesellschaft» mit einem Aktienkapital von EUR 132.975.556 vertrieben. Ihr Domizil ist an der 69, boulevard Haussmann, F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA ist als Finanzdienstleister entsprechend den Bestimmungen des französischen «Code Monétaire et Financier» ordnungsgemäss zugelassen und steht unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden wie der «Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution». **Griechenland:** Die UBS Switzerland AG und ihre verbundenen Unternehmen (UBS) sind nicht als Bank oder Finanzinstitut gemäss griechischem Recht zugelassen und erbringen in Griechenland keine Bank- und Finanzdienstleistungen. Folglich bietet UBS derartige Dienstleistungen nur über Niederlassungen ausserhalb Griechenlands an. Dieses Dokument ist nicht als ein in Griechenland bereits unterbreitetes oder noch zu unterbreitendes Angebot an Personen mit Wohnsitz in Griechenland zu betrachten. **Grossbritannien:** Dieses Dokument wird von UBS Wealth Management herausgegeben, einem von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht in der Schweiz zugelassenen und beaufsichtigten Unternehmensbereich der UBS AG. In Grossbritannien ist UBS AG von der «Prudential Regulation Authority» zugelassen und unterliegt der Regulierung durch die «Financial Conduct Authority» und der beschränkten Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority». Einzelheiten zum Umfang der Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority» sind auf Anfrage erhältlich. Mitglied der «London Stock Exchange». Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS Wealth Management verteilt. **Hongkong:** Diese Publikation wird durch die Niederlassung von UBS AG in Hongkong, einem nach der «Hong Kong Banking Ordinance» lizenzierten und gemäss den Bestimmungen der «Securities and Futures Ordinance» registrierten Finanzinstitut, an Kunden der Niederlassung von UBS AG in Hongkong verteilt. UBS AG Hong Kong Branch ist eine in der Schweiz gegründete Gesellschaft mit begrenzter Haftung. **Indien:** UBS Securities India Private Ltd. (Corporate Identity Number (Handelsregisternummer) U67120MH1996PTC097299) 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (Indien) 400051. Tel: +912261556000. Das Unternehmen erbringt Brokerage-Leistungen unter der SEBI-Registrierungsnummer INZ000259830; Handelsbankdienstleistungen unter der SEBI-Registrierungsnummer: INM000010809 sowie Research- und Analysedienstleistungen unter der SEBI-Registrierungsnummer INH000001204. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften halten unter Umständen Schuldtitel oder Positionen in den gegenständlichen indischen Unternehmen. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften haben in den letzten zwölf Monaten möglicherweise von dem oder den gegenständlichen indischen Unternehmen Honorare für Dienstleistungen ausserhalb des Investmentbanking-Wertschriftengeschäfts und/oder nicht mit Wertschriften zusammenhängende Dienstleistungen erhalten. Das/Die gegenständliche(n) Unternehmen hat/haben in den zwölf Monaten vor der Publikation des Researchberichts möglicherweise als Kunde(n) von UBS AG, ihren verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften Dienstleistungen im Rahmen und/oder ausserhalb des Investmentbanking-Wertschriftengeschäfts und/oder nicht mit Wertschriften zusammenhängende Dienstleistungen in Anspruch genommen. Informationen zu verbundenen Unternehmen finden Sie im Jahresbericht unter: http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html. **Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand:** Diese Unterlagen wurden Ihnen zugestellt, weil UBS von Ihnen und/oder Personen, die dazu befugt sind, eine Anfrage erhalten hat. Sollten Sie diese Unterlagen irrtümlicherweise erhalten haben, vernichten / löschen Sie sie bitte und benachrichtigen Sie UBS unverzüglich. Sämtliche durch UBS gemäss diesen Unterlagen erbrachte Beratungsdienste und/oder durch UBS gemäss diesen Unterlagen ausgeführte Transaktionen wurden ausschliesslich auf Ihre konkrete Anfrage hin oder gemäss Ihren spezifischen Anweisungen erbracht oder ausgeführt. Sie können folglich durch UBS und Sie selbst auch als solche angesehen werden. Die Unterlagen wurden möglicherweise nicht durch eine Finanzaufsichts- oder Regulierungsbehörde in Ihrem Land geprüft, genehmigt, abgelehnt oder gebilligt. Die betreffenden Anlagen unterliegen bei einer Übertragung gemäss den Bestimmungen in den Unterlagen gewissen Beschränkungen und Verpflichtungen, und mit dem Erhalt dieser Unterlagen verpflichten Sie sich, diese Beschränkungen und Verpflichtungen vollumfänglich einzuhalten. Sie sollten diese sorgfältig durchlesen und sicherstellen, dass Sie sie verstehen und bei der Abwägung Ihres Anlageziels, Ihrer Risikobereitschaft und Ihrer persönlichen Verhältnisse gegenüber dem Anlagerisiko angemessene Sorgfalt und Umsicht walten lassen. Es wird Ihnen empfohlen, im Zweifelsfall eine unabhängige professionelle Beratung einzuholen. **Israel:** UBS ist ein führendes globales Finanzunternehmen, das von seinem Hauptsitz in der Schweiz

und seinen Vertretungen in über 50 Ländern weltweit Wealth-Management-, Asset-Management- und Investment-Banking-Dienstleistungen für Privat-, Firmen- und institutionelle Kunden erbringt. UBS Switzerland AG ist in Israel als ausländischer Händler eingetragen, der mit UBS Wealth Management Israel Ltd, einer 100%igen Tochtergesellschaft von UBS, zusammenarbeitet. UBS Wealth Management Israel Ltd ist zugelassener Portfolio Manager, der auch Investment Marketing betreibt und unter der Aufsicht der Israel Securities Authority steht. Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und stellt weder ein Angebot zum Kauf noch eine Aufforderung zur Offertenstellung dar. Diese Publikation ist weder als Anlageberatung noch als Investment Marketing zu verstehen und ersetzt weder eine auf die individuellen Bedürfnisse zugeschnittene Anlageberatung noch ein auf die individuellen Bedürfnisse zugeschnittenes Investment Marketing durch entsprechend lizenzierte Anbieter. Das Wort «Beratung» und sämtliche Ableitungen davon sind im Zusammenhang mit der Definition des Begriffs «Investment Marketing» gemäss Definition des israelischen Gesetzes für Anlageberatung, Investment Marketing und Portfoliomanagement von 1995 auszulegen. **Italien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach italienischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden der UBS Europe SE, Succursale Italia, mit Geschäftssitz Via del Vecchio Politecnico, 3-20121 Mailand, verteilt. UBS Europe SE, Succursale Italien steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie der italienischen Zentralbank (Banca d'Italia) und der italienischen Finanzmarktaufsicht (CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. Dienstleistungen, die ausserhalb von Jersey erbracht werden, werden nicht von der Aufsichtsbehörde von Jersey erfasst. UBS AG, Jersey Branch, ist eine Niederlassung von UBS AG, eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft, die ihre angemeldeten Geschäftssitze in Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel und Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zürich, hat. Der Hauptgeschäftssitz von UBS AG, Jersey Branch, ist: 1, IFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX. **Kanada:** In Kanada wird diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. an Kunden von UBS Wealth Management Canada verteilt. **Luxemburg:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Niederlassung Luxemburg, mit Geschäftssitz in der Avenue J. F. Kennedy 33A, L-1855 Luxemburg verteilt. UBS Europe SE, Niederlassung Luxemburg, steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie der luxemburgischen Finanzaufsichtsbehörde (Commission de Surveillance du Secteur Financier), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Mexiko:** Dieses Dokument wird verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., («UBS Asesores»), einem verbundenen Unternehmen der UBS Switzerland AG, das aufgrund seiner Beziehung zu einer ausländischen Bank gemäss dem mexikanischen Wertpapierrecht (Ley de Mercado de Valores, LMV) als nicht-unabhängiger Anlageberater eingetragen ist. UBS Asesores ist ein reguliertes Unternehmen und untersteht der Aufsicht der mexikanischen Banken- und Wertpapierkommission («CNBV»), die UBS Asesores ausschliesslich in Bezug auf die Erbringung von Portfoliomanagementleistungen sowie in Bezug auf Wertpapieranlageberatung, Analyse und Bereitstellung individueller Anlageempfehlungen reguliert, sodass die CNBV in Bezug auf andere Dienstleistungen von UBS Asesores über keine Kompetenzen zur Beaufsichtigung verfügt oder verfügen darf. UBS Asesores wurde unter der Registernummer 30060 von der CNBV registriert. Sie erhalten diese UBS-Publikation, weil Sie gemäss Ihren Angaben gegenüber UBS Asesores als erfahrener qualifizierter Anleger mit Sitz in Mexiko gelten. Die Vergütung des / der Analysten, der / die diesen Bericht erstellt hat / haben, wird ausschliesslich durch Research Management und Senior Management einer Einheit des UBS-Konzerns bestimmt, für die dieser / diese Analyst(en) Dienstleistungen erbringt / erbringen. **Nigeria:** Die UBS Switzerland AG und ihre verbundenen Unternehmen (UBS) verfügen in Nigeria weder über eine Banklizenz der Zentralbank von Nigeria oder der Nigerian Securities and Exchange Commission noch werden sie von diesen beaufsichtigt und reguliert. Sie sind in Nigeria nicht im Bank- oder Anlagegeschäft tätig. **Österreich:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach österreichischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, mit Geschäftssitz in der Wächtergasse 1, A-1010 Wien verteilt. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, unterliegt der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der österreichischen Finanzmarktaufsicht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Portugal:** Die UBS Switzerland AG ist in Portugal nicht für Bank- und Finanzaktivitäten zugelassen und wird auch nicht von den portugiesischen Aufsichtsbehörden (Banco de Portugal und Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) beaufsichtigt. **Schweden:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach schwedischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden der UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, mit Geschäftssitz Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Schweden, verteilt, die im schwedischen Handelsregister unter der Registrierungsnummer 516406-1011 eingetragen ist. UBS Europe SE, Schweden Bankfilial steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der schwedischen Aufsichtsbehörde (Finansinspektionen), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Singapur:** Diese Unterlagen wurden Ihnen zugestellt, weil UBS von Ihnen und/oder Personen, die dazu befugt sind, eine Anfrage erhalten hat. Sollten Sie diese Unterlagen irrtümlicherweise erhalten haben, vernichten / löschen Sie sie bitte und benachrichtigen Sie UBS unverzüglich. Kunden der UBS AG, Niederlassung Singapur, werden gebeten, sich mit allen Fragen, die sich aus oder in Verbindung mit der Finanzanalyse oder dem Bericht ergeben, an die Niederlassung von UBS AG Singapur zu wenden, einen «exempt financial adviser» gemäss dem «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) und eine nach dem «Singapore Banking Act» (Cap. 19) durch die «Monetary Authority of Singapore» zugelassene Handelsbank. **Spanien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach spanischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden der UBS Europe SE, Sucursal en España, mit Geschäftssitz Calle María de Molina 4, c.P. 28006, Madrid, verteilt. UBS Europe SE, Sucursal en España steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie der spanischen Aufsichtsbehörde (Banco de España), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. Darüber hinaus ist sie für die Erbringung von Investmentdienstleistungen für Wertschriften und Finanzinstrumente zugelassen. In diesem Zusammenhang wird sie auch von der Comisión Nacional del Mercado de Valores überwacht. UBS Europe SE, Sucursal en España, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Taiwan:** Dieses Material wird von der UBS AG, Taipei Branch, in Einklang mit den Gesetzen Taiwans oder mit dem Einverständnis der Kunden/«Prospects» oder auf deren Wunsch zugestellt. **Tschechische Republik:** UBS ist in der Tschechischen Republik nicht als Bank zugelassen und darf in der Tschechischen Republik keine regulierten Bank- oder Anlagedienstleistungen erbringen. Bitte informieren Sie UBS, wenn Sie keine weitere Korrespondenz wünschen. **VAE:** UBS verfügt in den Vereinigten Arabischen Emiraten (VAE) weder über eine Zulassung der Zentralbank der VAE noch der Securities & Commodities Authority. Die Niederlassung der UBS AG in Dubai wurde im Dubai International Financial Centre (DIFC) durch die Dubai Financial Services Authority als autorisiertes Unternehmen zugelassen.

Stand 06/2019 CIO82652744

© UBS 2020. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

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

1. In den letzten zwölf Monaten haben UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften von diesem Unternehmen beziehungsweise dieser Rechtseinheit oder einem seiner beziehungsweise ihrer verbundenen Unternehmen eine Vergütung für Investmentbanking-Dienstleistungen erhalten.
2. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften haben bei dem Underwriting oder der Platzierung von Wertpapieren dieses Unternehmens beziehungsweise dieser Rechtseinheit oder eines seiner beziehungsweise ihrer verbundenen Unternehmen in den letzten zwölf Monaten als Manager oder Co-Manager fungiert.
3. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften erwarten oder beabsichtigen, in den nächsten drei Monaten eine Vergütung für erbrachte Investmentbanking-Dienstleistungen von diesem Unternehmen beziehungsweise dieser Rechtseinheit zu erhalten.
4. UBS Fund Management (Switzerland) AG hält ein wirtschaftliches Eigentum von 5 Prozent des gesamten ausgegebenen Aktienkapitals dieses Unternehmens.
5. Ein Mitarbeiter von UBS AG ist Manager, Vorstand oder Mitglied des Verwaltungsrats dieses Unternehmens.
6. UBS Switzerland AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften besitzen eine Netto-Long-Position in Höhe von mehr als 0,5 Prozent des gesamten ausgegebenen Aktienkapitals dieses Unternehmens.

Per 13. Januar 2020

UBS Real Estate Local Fact Sheets



Nützlich bei Investitionsentscheiden

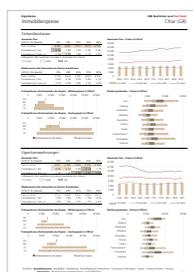
Die *UBS Real Estate Local Fact Sheets* enthalten für jede Schweizer Gemeinde die wichtigsten statistischen Informationen, die für den lokalen Immobilienmarkt relevant sind. Sie sind vielfältig einsetzbar, bei Investitionsentscheiden, Marktanalysen oder Vergleichen mit anderen Gemeinden.

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

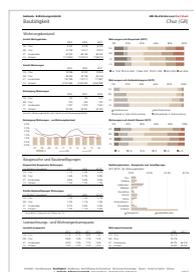
MARKTÜBERBLICK



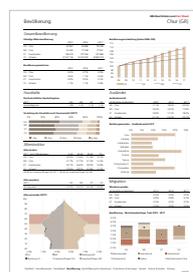
IMMOBILIENPREISE



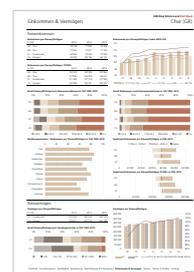
BAUTÄTIGKEIT



BEVÖLKERUNG



EINKOMMEN



STEUERN



Überblick und Prognosen

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

	10 Jahre ¹	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ²	2020 ³	
Umfeld	Konjunktur und Einkommen									
	Bruttoinlandprodukt, real	1,8	1,9	2,5	1,3	1,7	1,9	2,8	0,8	1,1
	Bruttoinlandprodukt pro Einwohner, real	0,8	0,6	1,3	0,2	0,6	1,1	2,0	0,0	0,3
	Löhne, real	0,6	0,9	0,9	1,5	1,1	-0,1	-0,4	0,0	0,3
	Inflation und Zinsen									
	Durchschnittliche Jahresteuierung	0,0	-0,2	-0,1	-1,1	-0,4	0,5	0,9	0,4	0,5
	SNB-Leitzins ^{4,5}	-0,3	0,0	-0,1	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0
	Rendite 10-Jahres-Bundesobligationen ⁴	0,4	1,3	0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,7
	Bevölkerung und Beschäftigung									
	Bevölkerungsbestand	1,0	1,3	1,2	1,1	1,1	0,8	0,7	0,8	0,8
Arbeitslosenquote	3,0	3,2	3,0	3,2	3,3	3,2	2,6	2,5	2,5	
Beschäftigung, in Vollzeitäquivalenten	1,1	1,3	0,9	0,8	0,1	0,6	1,8	1,2	0,5	
Wohnen	Eigenheime									
	Angebotspreise Eigentumswohnungen	2,0	3,4	2,2	1,5	1,0	0,2	-1,9	-1,6	0,0
	Angebotspreise Einfamilienhäuser	2,6	4,7	1,3	2,3	1,3	2,4	1,1	0,5	0,5
	Wachstum Hypothekarkredite an Private	3,7	5,1	3,5	3,4	2,8	2,6	2,6	2,8	2,5
	Mietwohnungen									
	Angebotsmieten	0,8	2,9	2,2	1,0	-1,3	-1,0	-2,1	-1,3	-1,0
	Angebotsmieten Neubau	-0,6	1,3	5,8	-1,5	-3,4	-3,3	-2,3	-1,1	-1,5
	Bestandesmieten	0,8	0,4	1,2	0,9	0,2	1,2	0,7	0,5	0,0
	Hypothekarischer Referenzzinssatz ⁴	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,5	1,5	1,5	1,3
	Netto-Cashflow-Rendite ⁶	4,0	4,1	4,2	4,0	3,9	3,5	3,5	3,5	3,5
	Wertänderungsrendite ⁶	3,1	2,8	1,9	4,3	4,3	3,1	3,5	3,5	2,5
	Gesamtrendite ⁶	7,2	7,1	6,2	8,4	8,3	6,7	7,1	7,0	6,0
	Leerstände und Wohnbau									
	Leerwohnungsquote	1,3	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8
Baubewilligungen, am Wohnungsbestand	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,0	1,1	
Geschäft	Büroflächen									
	Angebotsmieten	1,0	5,4	0,2	3,0	1,2	-1,0	-2,2	-0,1	-0,5
	Angebotsziffer	6,7	6,3	6,6	6,9	6,6	6,7	6,8	7,0	7,0
	Netto-Cashflow-Rendite ⁶	4,2	4,3	4,4	4,2	3,9	4,0	3,7	3,5	3,5
	Wertänderungsrendite ⁶	1,7	0,8	0,0	0,8	1,0	2,0	2,7	3,0	2,0
	Gesamtrendite ⁶	5,9	5,1	4,4	5,0	4,9	6,0	6,5	6,5	5,5
	Verkaufsflächen									
	Angebotsmieten	0,5	1,5	-3,3	-1,1	-3,2	0,3	0,1	0,9	-0,5
	Netto-Cashflow-Rendite ⁶	4,1	4,2	4,2	4,1	3,6	3,8	3,7	3,7	4,0
	Wertänderungsrendite ⁶	1,5	2,3	1,1	1,2	1,1	0,7	-0,2	0,0	-0,5
Gesamtrendite ⁶	5,6	6,5	5,3	5,3	4,8	4,5	3,5	3,7	3,5	
Börse	Immobilienaktien									
	Gesamtrendite	11,6	-6,9	13,6	9,6	11,7	10,1	-2,1	37,0	-
	Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	27,0	21,9	20,5	30,1	27,2	29,0	32,2	42,6	-
	Geschätzte Prämien ⁷	16,4	8,2	5,6	12,5	17,7	25,3	22,7	29,5	-
	Volatilität	9,7	10,1	8,0	13,0	11,8	8,7	8,7	7,9	-
	Immobilienfonds									
	Gesamtrendite	6,4	-2,8	15,0	4,2	6,8	6,6	-5,3	20,7	-
	Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio. CHF)	22,8	20,8	19,3	25,4	22,6	27,9	25,4	30,6	-
	Geschätzte Agios ⁷	24,5	17,5	19,2	28,9	27,2	28,0	22,6	28,9	-
	Volatilität	8,4	8,4	7,6	12,1	9,2	8,8	8,9	9,1	-
	Benchmark									
	Gesamtrendite Immobilien-Anlagestiftungen	5,5	5,7	5,1	5,8	5,8	5,4	4,9	4,2	-
	Gesamtrendite Swiss Performance Index	9,4	24,6	13,0	2,7	-1,4	19,9	-8,6	30,6	-
	Volatilität Swiss Performance Index	13,4	12,8	10,6	18,4	15,5	8,8	12,7	11,1	-
Gesamtrendite Swiss Bond Index («AAA»)	2,6	-3,3	8,5	2,4	1,6	-0,1	0,3	3,5	-	

¹ Mittelwert: 2010 bis 2019

² Hochrechnungen bzw. Prognosen UBS (Stand 14. Januar 2020)

³ Prognose UBS

⁴ Ende Jahr

⁵ 3-Monats-Libor CHF bis 2018

⁶ Direktanlage Bestandesliegenschaften

⁷ Aufpreise zu Nettoinventarwerten von Immobilienaktien (Prämien) und Immobilienfonds (Agios)

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

