

# Real Estate Focus

## 2025

Chief Investment Office GWM | Investment Research



**Real Estate Focus 2025**

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**

Agnes Zavala  
Christine Mumenthaler

**Redaktionschluss**

31. März 2025

**Design**

CIO Content Design

**Titelbild**

iStock  
Gleisbogen-Passerelle in Zürich-West

**Sprachen**

Deutsch, Englisch, Französisch und Italienisch

**Kontakt**

ubs-cio-wm@ubs.com

# Inhalte



5

## Bevölkerung

- 
- 06 Zukunft
  - 09 Alterung
  - 12 Wohnungsknappheit



15

## Wohnen

- 
- 16 Eigenheime
  - 21 Mietwohnungen



24

## Geschäft

- 
- 25 Büro
  - 28 Verkauf
  - 31 Logistik und Industrie



33

## Börse

- 
- 34 Immobilienfonds
  - 37 Global



39

## Nachhaltigkeit

- 
- 34 Stand heute
  - 37 Rentabilität
  - 46 Zukunft
  - 49 Marktdaten und Prognosen

# Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Neun Millionen Häuser standen 2023 in Japan leer – gut 10 Prozent des gesamten Bestands. Diese dramatische Situation ist vor allem der unaufhaltsamen Alterung der Gesellschaft geschuldet. In Kombination mit niedrigen Geburtenraten führte dies dazu, dass die Bevölkerung seit mehreren Jahren kontinuierlich schrumpft. Die Nachfrage nach Wohnraum, insbesondere in abgelegenen und ländlichen Regionen, ist als Folge massiv gesunken. Die einst belebten Gemeinden sehen sich mit einer wachsenden Zahl verlassener Häuser konfrontiert, die stille Zeugen einer sich wandelnden Gesellschaft sind.

Auf den ersten Blick erscheint die Schweiz wie ein gutes Gegenbeispiel zu Japan: Noch nie in der Geschichte der Eidgenossenschaft ist die Einwohnerzahl so rasant gestiegen. Innerhalb von nur zwölf Jahren wuchs die Bevölkerung aufgrund der starken Einwanderung von acht auf neun Millionen. Und die bevorstehende Zehn-Millionen-Schweiz wird zunehmend als Herausforderung wahrgenommen. Dieses rasante Wachstum führt zu einer überbordenden Wohnungsnachfrage, der das Angebot wenig entgegenzusetzen vermag.

Doch spätestens seit William Shakespeare wissen wir, dass nicht alles Gold ist, was glänzt. Trotz der aktuell lebhaften Dynamik dürfte sich auch in der Schweiz das Bevölkerungswachstum allmählich verlangsamen, was die derzeitige Wohnungsknappheit zumindest teilweise mildern wird. Die Zahl der Hochbetagten steigt in Zukunft deutlich und ihre geringe Umzugsneigung könnte wie ein Bremsklotz auf den Immobilienmarkt wirken. Zwar sind wir noch weit entfernt von japanischen Verhältnissen, aber auch in der Schweiz werden in weniger dynamischen Regionen höhere Leerstände und sinkende Eigenheimpreise erwartet.

Erfahren Sie im diesjährigen *Real Estate Focus* unter anderem, wie die Bevölkerungsentwicklung den Schweizer Immobilienmarkt langfristig prägen könnte, welche Regionen in einem ersten Schritt auf eine Entspannung der Wohnungsknappheit hoffen dürfen – und welche eher nicht.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.



Claudio Saputelli  
Head Global Real Estate



Daniel Kalt  
Chief Economist Switzerland

# Bevölkerung



Paradeplatz Zürich, UBS Data Base

# Migration als Werttreiber

Matthias Holzhey, Katharina Hofer

Bevölkerungswachstum ist entscheidend für die Wertentwicklung von Wohnimmobilien. Die Kombination aus schwächer werdender Einwanderung und demografischer Alterung führt in der Schweiz voraussichtlich zu einer allmählichen Verlangsamung des Bevölkerungswachstums bis 2045. Dies dürfte langfristig für Entspannung auf dem derzeit von Knappheit geprägten Wohnungsmarkt sorgen.

Die Schweiz wird gemäss Bundesamt für Statistik (BFS) bis 2045 geschätzt 10,7 Millionen Einwohner zählen. Dabei wird die Bevölkerung bis 2030 zunächst um 1 Prozent jährlich wachsen, was dem Tempo der letzten zwei Dekaden entspricht. In den darauffolgenden zwei Jahrzehnten dürfte sich die Wachstumsrate jedoch graduell auf 0,6 Prozent abschwächen. Voraussetzung für diese Entwicklung ist, dass die Schweiz als Einwanderungsland attraktiv bleibt, was wir als wahrscheinliches Szenario betrachten.

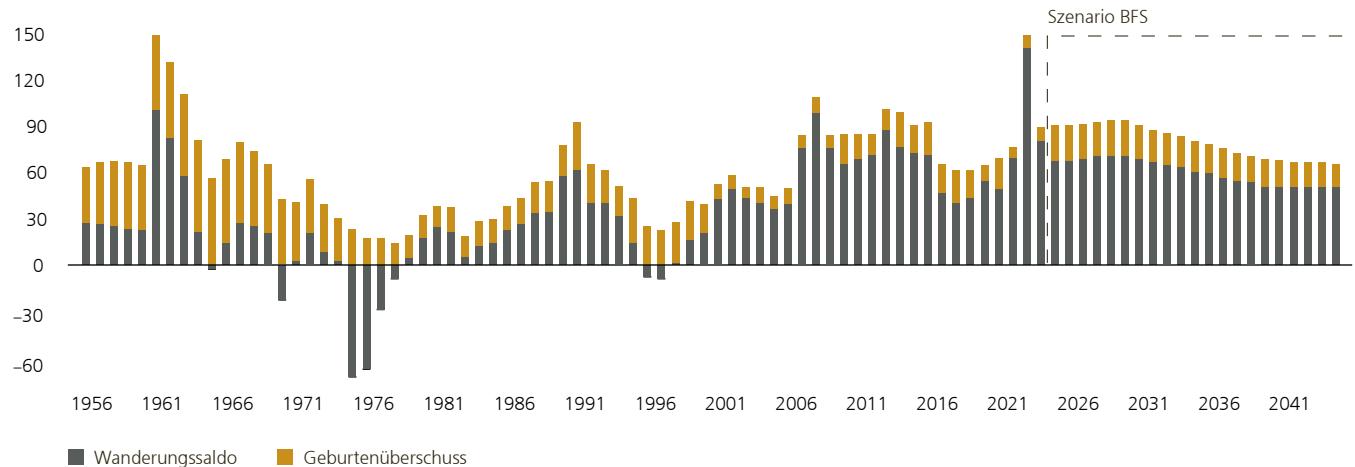
## Hohes Bevölkerungswachstum, höhere Wohnkosten

Der Zusammenhang zwischen Bevölkerungswachstum und steigenden Eigenheimpreisen wurde in zahlreichen wissenschaftlichen Studien aufgezeigt. Seit 2000 sind die realen Wohnungspreise in OECD-Ländern mit einem jährlichen Bevölkerungswachstum von über 1 Prozent um durchschnittlich 3,4 Prozent pro Jahr gestiegen, sodass sie sich kumuliert mehr als verdoppelt haben. In Ländern mit einem Bevölkerungswachstum von unter 0,5 Prozent hingegen nahmen die realen Preise lediglich um 0,7 Prozent zu und damit kumuliert um knapp 20 Prozent.

Abbildung 1

## Einwanderungsland Schweiz

Wanderungssaldo und Geburtenüberschuss, in Tausend;  
ab 2024 Referenzszenario mit «hohem Wanderungssaldo» gemäss Bundesamt für Statistik

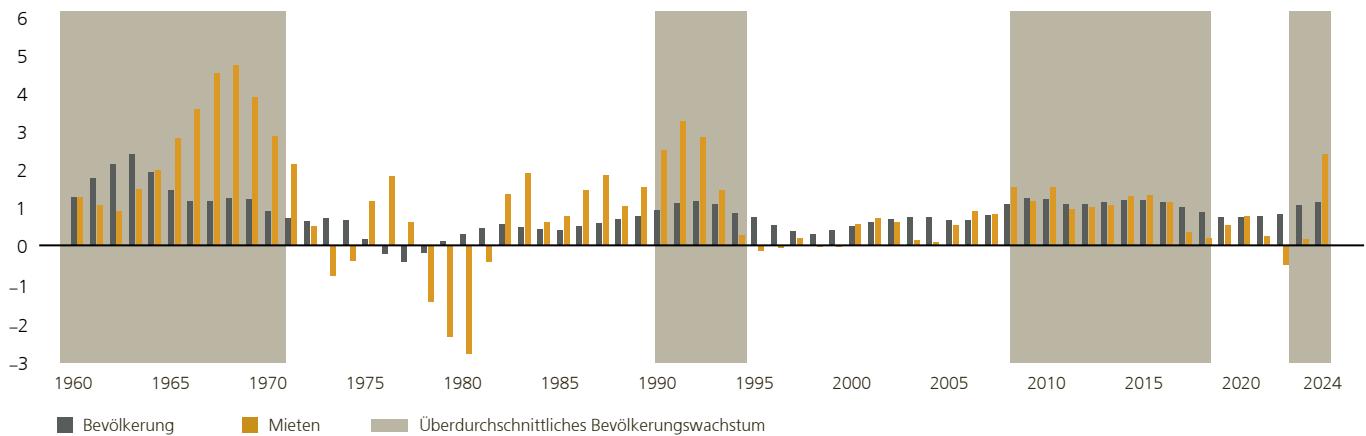


Quellen: BFS, UBS

Abbildung 2

### Wohnungsnachfrage treibt Mieten

Bevölkerung im Drei-Jahres-Durchschnitt und reale Bestandsmieten für Wohnungen, Veränderung im Vorjahresvergleich, in Prozent



Quellen: BFS, UBS

In der Schweiz offenbart sich ein ähnliches Muster bei der Entwicklung der Wohnungsmieten. Seit den 1950er-Jahren betrug das durchschnittliche reale Mietpreiswachstum in Phasen starken Bevölkerungswachstums rund 2,2 Prozent pro Jahr. Legte die Bevölkerung hingegen um weniger als 0,5 Prozent jährlich zu, waren die realen Mieten leicht rückläufig.

### Bautätigkeit als Flaschenhals

Die Veränderung der Wohnungsspreise bei steigender Nachfrage ist eng verknüpft mit der Einkommensentwicklung, der Bautätigkeit und den Zinskosten. Diese Faktoren können nur schwer isoliert betrachtet werden. So wurde der starke Anstieg der Wohnungsspreise in den Jahren nach der Finanzkrise 2008 sowohl von einer hohen Zuwanderung als auch von sinkenden Zinsen begleitet. Exemplarisch lässt sich der Preiseffekt der Zuwanderung im Jahr der Erweiterung der Personenfreizügigkeit 2007 festmachen. Der Wanderungssaldo stieg damals innerhalb eines Jahres sprunghaft auf knapp 80 000 Personen an. In diesem Zeitraum schnellte die jährliche Mietwachstumsrate von 1,5 auf 4,5 Prozent.

Solche starken Anstiege der Wohnungsmieten und -preise finden sich in Phasen hohen Bevölkerungswachstums, meist bedingt durch Zuwanderungswellen. Sie sind das Ergebnis einer trügen Bautätigkeit, die nicht mit der Nachfrage Schritt halten kann. Besonders gefragte, urbane Lagen sind in der Regel stärker von diesen Knappeitseffekten betroffen.

### Impuls für die Peripherie durch Zuwanderung

Die Zuwanderung in die Schweiz wird im Wesentlichen durch den Arbeitsmarkt bestimmt. Infolgedessen ziehen die Grosszentren überproportional viele Zuwanderer an. Für Neuzuzüger erleichtert der urbane Lebensstil die Integration (siehe Box auf Seite 8). Doch Zentrumslagen werden auch von Inländern nachgefragt, was dazu führt, dass die Zuwanderung dort in gleichem Masse Verdrängung verursacht.

Die hohe Zuwanderung hat somit indirekt das Bevölkerungswachstum in den erweiterten Agglomerationen beschleunigt. Der Aargau und die Ostschweiz «profilierten» am stärksten davon. Dennoch erreicht die ausländische Zuwanderung auch die Randregionen.

Box 1

### Erwerbsbevölkerung wächst langsamer

Das Bevölkerungswachstum wird in den nächsten 20 Jahren voraussichtlich nur noch zu maximal einem Drittel durch die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (20- bis 64-Jährige) getrieben werden. In den letzten 20 Jahren betrug dieser Wachstumsbeitrag hingegen über 50 Prozent. Entwickelt sich die Zuwanderung schwächer als erwartet, sinkt dieser Wert schnell gegen null, da mehr ältere Personen aus dem Erwerbsleben ausscheiden, als jüngere nachrücken. Besonders stark wird dieser Effekt in einigen Kantonen wie Bern, Basel-Landschaft oder Uri sein, selbst unter der Annahme einer schweizweit hohen Zuwanderung. Dies hat auch direkte Implikationen für den Bedarf an Arbeitsräumen, der in Zukunft langsamer steigen dürfte als in der Vergangenheit.

Insgesamt verzeichneten rund 80 Prozent aller Gemeinden in den letzten Jahren einen positiven internationalen Wanderungssaldo. Sinkt jedoch das Niveau der Zuwanderung, wie zwischen 2017 und 2019, macht sich dies in der Peripherie verstärkt bemerkbar.

### Abflachende Wohnungsknappheit

Die allmähliche Verlangsamung des Bevölkerungswachstums dürfte der aktuellen Wohnungsknappheit entgegenwirken. Unter Berücksichtigung der fortschreitenden Alterung der Gesellschaft wird die Zahl der Haushalte voraussichtlich mit etwa 0,8 Prozent jährlich stärker zunehmen als die Bevölkerung. Eine Ausweitung des Wohnungsbestands in dieser Größenordnung war in der Vergangenheit aber keine erhebliche Herausforderung: In den letzten 70 Jahren gab es keine längere Periode, in der dieser Wert unterschritten wurde. Selbst ohne eine Beschleunigung der Bautätigkeit dürfte sich die Wohnungsknappheit daher spätestens ab 2030 – zumindest im Landesdurchschnitt – wieder abschwächen.

Ein Nachfrageüberhang, verbunden mit einer überdurchschnittlichen Zunahme der Wohnkosten, wird in Regionen mit einem starken Bevölkerungswachstum fortbestehen. Dabei dürfte das zukünftige regionale Bevölkerungswachstum ähnlichen Mustern folgen wie in der Vergangenheit. Die stärkste Bevölkerungszunahme in den kommenden zwei Jahrzehnten werden gemäss Bundesamt für Statistik die Kantone Zürich, Zug, Waadt, Genf und Aargau verzeichnen. Dort dürfte die Wohnungs nachfrage auch über 2030 hinaus stärker als 1 Prozent pro Jahr steigen.

Box 2

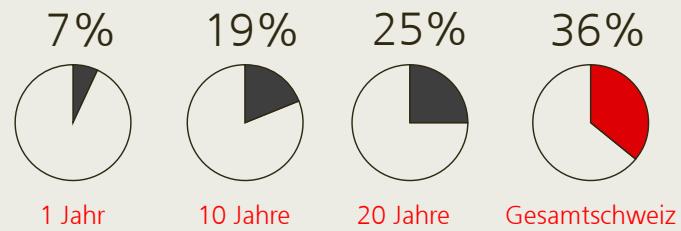
### Migration und Mietwohnungsnachfrage

Rund die Hälfte der Einwanderer lebt im ersten Jahr nach ihrer Ankunft in der Schweiz als Eipersonenhaushalt in einer vergleichsweise kleinen, überdurchschnittlich teuren Wohnung. Häufig mieten Einwanderer zuerst, da dies die praktischste Option darstellt. Das Durchschnittsalter der Zuwanderer beträgt 30 Jahre. Die Anzahl Personen pro Haushalt und der Bedarf an mehr Wohnfläche nimmt mit den Aufenthaltsjahren stark zu – insbesondere durch Familiengründung. Die Eigentumsquote hingegen steigt nur langsam an, da es in der Regel Jahre dauert, bis das nötige Eigenkapital für den Kauf eines Eigenheims angespart ist. Selbst 20 Jahre nach der Einwanderung bleibt diese Quote unter dem Durchschnitt der Schweizer Bevölkerung.

Abbildung 3

### Eigentumsquote der Einwanderer

Nach Jahren seit Einreise in die Schweiz, sowie Schweizer Durchschnitt, 2022



Quellen: BFS, UBS

# Der Markt verliert an Dynamik

Matthias Holzhey, Maciej Skoczek

Die zunehmende Alterung der Gesellschaft wird den Immobilienmarkt in den nächsten Jahrzehnten landesweit prägen. In den Regionen, in denen gleichzeitig die Gesamtbevölkerung nur schwach wächst, droht ein Szenario mit steigenden Leerständen und einem Abwärtstrend bei Eigenheimpreisen.

Bis 2045 wird die Anzahl der über 65-Jährigen in der Schweiz laut Bundesamt für Statistik voraussichtlich von heute 1,8 Millionen auf 2,6 Millionen steigen und damit rund ein Viertel der künftigen Bevölkerung ausmachen. Die Zahl der über 80-Jährigen könnte sich im selben Zeitraum nahezu verdoppeln und die Marke von 1 Million überschreiten. Diese Alterung wird in der ersten Phase bis 2035 durch die Pensionierung der Babyboomer-Generation vorangetrieben. In der zweiten Phase ab 2040 wird ein starker Anstieg der Anzahl Hochbetagter erwartet.

## Pensionierung als Non-Event

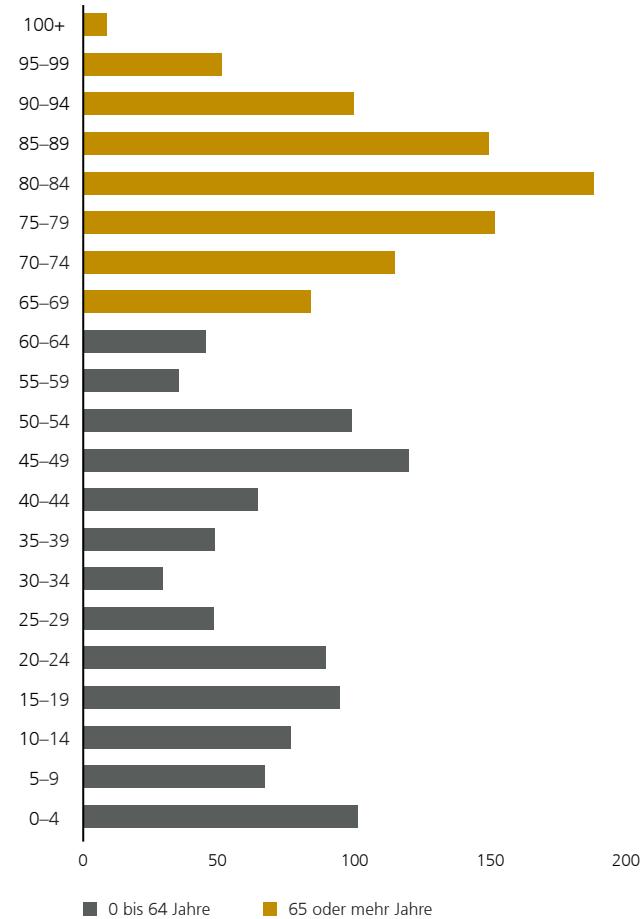
Die Pensionierung stellt grundsätzlich einen Bruch in der Lebensbiografie dar. Unter anderem bietet sie den idealen Zeitpunkt, die aktuelle Wohnsituation und den Flächenkonsum zu überdenken. Die Realität sieht jedoch anders aus: Im Alter von 60 bis 69 Jahren liegt die Wahrscheinlichkeit eines Umzugs bei unter 4 Prozent, was weniger als halb so hoch ist wie im Schweizer Durchschnitt, und sie nimmt mit steigendem Alter weiter ab. Der Hauptgrund dafür ist, dass die gute Vermögenssituation der Babyboomer in der Regel die Einkommenseinbussen nach der Pensionierung ausgleicht. Ein Downsizing ist daher finanziell meist nicht notwendig.

Zudem wohnen rund 55 Prozent der 65- bis 80-Jährigen im Eigentum, was den höchsten Anteil unter allen Altersgruppen darstellt. In Mietwohnungen lebende Pensionierte profitieren häufig von vergleichsweise niedrigen Mietzinsen. So wohnen Personen, die kurz vor der Pensionierung stehen, im Durchschnitt bereits seit 14 Jahren in derselben Wohnung (zum Vergleich: der Marktdurchschnitt beträgt 8 Jahre) und zahlen

Abbildung 4

## Zunehmende Alterung

Zuwachs des Bevölkerungsbestands bis 2045, nach Altersgruppe, in tausend Personen



Quellen: BFS, UBS

damit rund 10 Prozent weniger Miete pro Quadratmeter als der Durchschnitt. Ein Umzug in eine neue Wohnung würde im Marktdurchschnitt zu einer Mieterhöhung von etwa 40 Prozent führen.

### Gefragtes Wohneigentum

Das Interesse am Immobilienerwerb vor oder kurz nach der Pensionierung dürfte aufgrund der hohen Kaufkraft weiterhin gross bleiben. Kapitalbezüge aus der Pensionskasse schaffen den nötigen finanziellen Spielraum. Auch die steigende Lebenserwartung – sie beträgt für 65-Jährige derzeit 21 Jahre – spricht für den Erwerb von Wohneigentum rund um die Pensionierung.

Insbesondere alpine Ferienwohnungen werden von Pensionierten stark nachgefragt, da sie meist körperlich fit genug sind, um ihre Zeit aktiv in den Bergen zu verbringen. Auch die Nachfrage nach bewirtschafteten oder Buy-to-let-Objekten dürfte hoch bleiben, da Immobilieninvestitionen langfristig einen sicheren und attraktiven Einkommensstrom in Aussicht stellen, der sich zur Rentenfinanzierung eignet.

### Sinkende Aktivität im Wohnungsmarkt

Die Folgen der Alterung für den Immobilienmarkt werden sich voraussichtlich nicht unmittelbar nach der Pensionierungswelle der nächsten Jahre manifestieren. Auf Liegenschaftsebene wird die starke Alterung zu einer fortschreitenden Verschlechterung des allgemeinen Gebäudezustands führen, insbesondere im Eigenheimsegment. Denn je älter der Eigentümer ist, desto weniger lohnen sich Sanierungen, was insbesondere im Stockwerkeigentum zu einem Sanierungsstau führen könnte. In Regionen, in denen Personen im Rentenalter bereits jetzt mehr als 25 Prozent der Gesamtbevölkerung ausmachen, wurden zwischen 2020 und 2022 über 15 Prozent weniger Umbauinvestitionen pro sanierungsbedürftiger Wohnung getätigt als in Regionen, wo dieser Anteil unter 20 Prozent liegt.

Auch dürfte die Verfügbarkeit von Mietwohnungen fortlaufend sinken. Dieser Effekt wird sich nach 2040 besonders verstärken, wenn immer mehr Menschen das Alter von 80 Jahren erreichen. Als Folge dieser Entwicklung wird die Zahl der Einpersonenhaushalte in die Höhe schnellen – fast zwei Drittel der über 80-Jährigen leben allein. Die Nachfrage nach Kleinwohnungen wird sich jedoch voraussichtlich unterproportional zur Anzahl an Einzelhaushalten erhöhen, da der Verlust des Lebenspartners oder der Lebenspartnerin aus finanzieller Sicht kein Grund ist, in eine kleinere Wohnung umzuziehen.

### Implikationen für Investoren

Die demografischen Perspektiven der Schweiz sprechen nicht grundsätzlich gegen Immobilieninvestitionen. Die Schweiz dürfte nicht dem Beispiel Japans folgen, wo Überalterung peripherie Regionen entvölkert (siehe Box). Trotz Alterung wird die Bevölkerung der Schweiz dank einer starken Einwanderung voraussichtlich weiterhin wachsen. Dies dürfte die Nachfrage nach Wohnliegenschaften in den kommenden zwei Jahrzehnten weiter stützen.

Eine gezielte Ausrichtung des Immobilienportfolios auf die Bedürfnisse der über 80-Jährigen dürfte sich langfristig auszahlen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Dienstleistungen in Wohnsiedlungen gefragter werden, weil das Wohnen in den eigenen vier Wänden gegenüber kostenintensiveren Pflege- und Altersheimen bevorzugt wird. Zudem führt eine Fokussierung auf Kleinwohnungen nicht zwangsläufig zum Erfolg. Und schliesslich dürfte die regionale Investitionsstrategie mit der zunehmenden Alterung an Bedeutung gewinnen.

#### Box 3

### Japan: Alterung löst regionale Abwärtsspirale aus

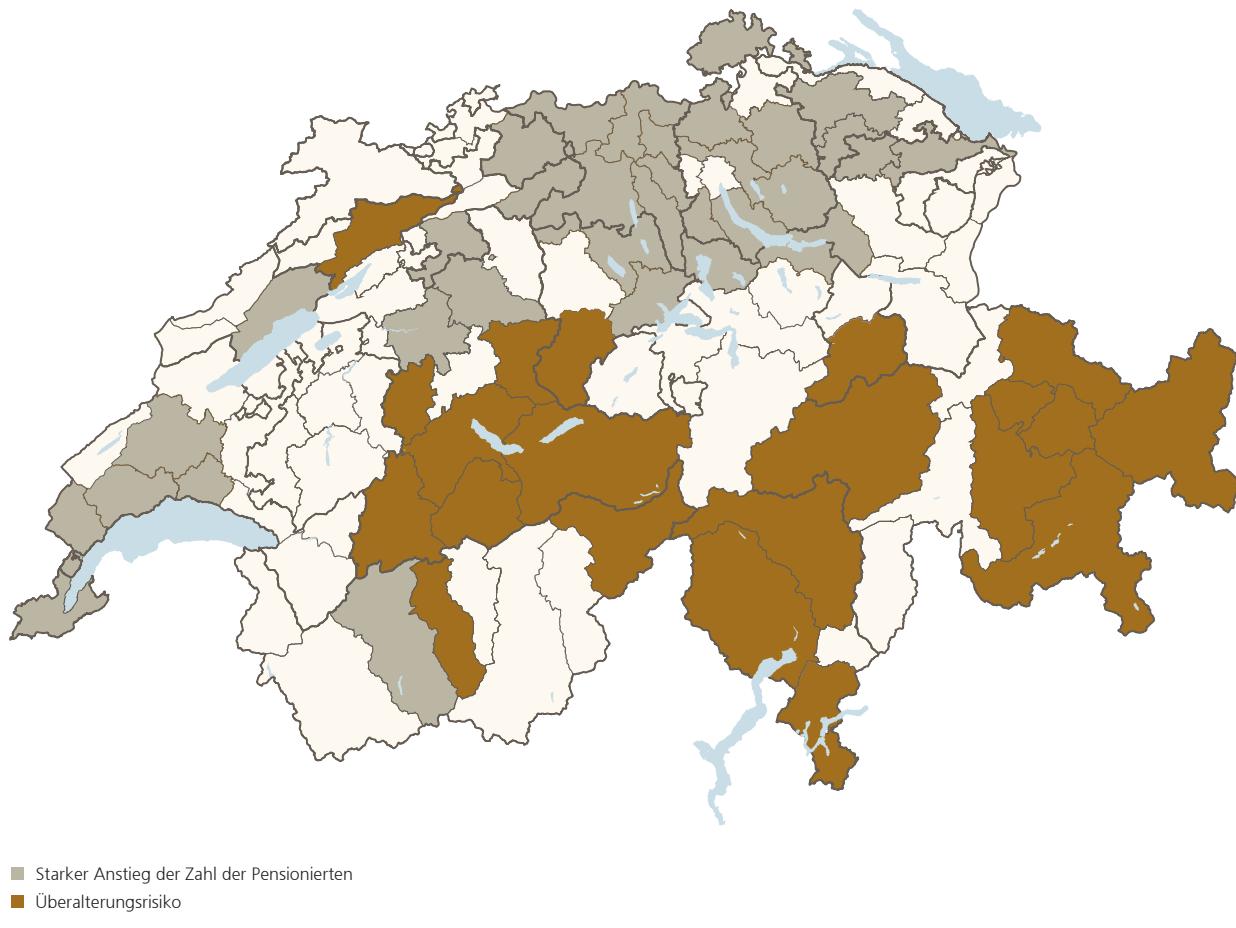
Wie Alterung den Immobilienmarkt beeinflussen kann, lässt sich anhand der Entwicklungen in Japan verdeutlichen, wo bereits rund 30 Prozent der Bevölkerung älter als 65 Jahre sind. Gleichzeitig ist die Gesamtbevölkerung in den letzten 15 Jahren geschrumpft.

Die zunehmende Alterung verbunden mit einer generellen Abwanderung in städtische Gebiete führt zu einer Entvölkern der ländlichen Regionen. Folglich ist dort der Leerstand deutlich angestiegen. «Akiya», verlassene und oft verfallene Häuser in ländlichen und vorstädtischen Gebieten, machen diese Gegenden unattraktiv, was die Abwanderung weiter verstärkt. So sind die Landwerte in den Präfekturen mit dem höchsten Anteil von Personen über 65 Jahren seit 2000 um 40 bis 50 Prozent gefallen. Im Gegensatz dazu haben die Werte in den nicht schrumpfenden und jüngeren Präfekturen wie Tokyo oder Okinawa in der gleichen Periode um rund ein Drittel zugenommen.

Abbildung 5

### Berge und Mittelland unterschiedlich betroffen

Regionen mit starkem Anstieg\* der Anzahl der Pensionierten oder mit Überalterungsrisiko\*\*



\* Zunahme der Zahl der Pensionierten (65+ Jahre) bis 2045 liegt im oberen Drittel aller Regionen.

\*\* Erwerbsbevölkerung schrumpft bis 2045, Anteil Hochbetagter (80+ Jahre) liegt 2045 über dem Median aller Regionen und das Wachstum der Gesamtbevölkerung bis 2045 im unteren Drittel aller Regionen.

Quelle: UBS

#### Regionale Analyse

Das stärkste Wachstum der Zahl der Pensionierten dürften Regionen im Deutschschweizer Mittelland abseits der Grosszentren verzeichnen. Diese sind langfristig besonders attraktiv für Investitionen in altersgerechte Wohnformen. Allerdings droht als Folge der sinkenden Umzugsneigung im Alter ein Rückgang des verfügbaren Angebots bei Mietwohnungen. Wächst gleichzeitig die Gesamtbevölkerung migrationsbedingt stark an, könnte sich die Knappheit zuspielen, was steigende Mieten begünstigt.

Hingegen drohen in Regionen mit schrumpfender Erwerbsbevölkerung steigende Leerstände und sinkende Preise im Erstwohnungsbereich. Je höher der Anteil der Hochbetagten in einer Region ist, desto stärker wird

sich die Gesamtnachfrage nach Erstwohnungen aus diesen Regionen in überregionale Zentren verschieben. Dies trifft insbesondere auf die Bergregionen des Kantons Graubünden und das Tessin zu. Dort dürfte die Anzahl der über 80-Jährigen bis zum Jahr 2045 um mehr als 50 Prozent zulegen, während die Gesamtbevölkerung wohl bestenfalls stagnieren wird.

Zudem ist in überalterten Regionen mit einer Verschlechterung der Staatsfinanzen zu rechnen. Steigt der Bedarf nach Pflegeheimen, führt dies in der Regel zu Kosten für die Wohngemeinde oder den Kanton. Gemeinden mit einem hohen Anteil älterer Personen verlieren dadurch an Wohnattraktivität für die übrige Bevölkerung, was eine Abwärtsspirale in Gang setzen kann.

# Mieter suchen Kompromisse

Fabian Waltert, Thomas Rieder

Das starke Bevölkerungswachstum der letzten Jahre trägt zur aktuellen Wohnungsknappheit bei. Infolgedessen steigen die Haushaltsgrößen und günstigere Regionen erfahren eine erhöhte Nachfrage. Die Differenz zwischen Bestands- und Marktmieten führt zu unterbelegten Wohnungen, was wiederum die Knappheit verschärft.

Getrieben von einer starken Zuwanderung und der anhaltenden Bauflaute ist der Wohnungsmarkt zunehmend von Knappheit geprägt. Infolge dieser Entwicklung legten die Angebotsmieten im Landesdurchschnitt in den vergangenen drei Jahren kumuliert um 9 Prozent zu. Auch die Bestandsmieten stiegen im selben Zeitraum aufgrund des höheren Referenzzinssatzes um 7 Prozent. Zudem sind die Mieter mit höheren Nebenkosten konfrontiert, was die Haushaltsbudgets zusätzlich belastet. Generell wendete das einkommensschwächste Bevölkerungsfünftel bereits in den Jahren 2020 und 2021 rund 32 Prozent des Einkommens für Wohnen und Energie auf. Bei Mietern war dieser Anteil sogar noch höher, da sie nicht direkt von den niedrigen Zinsen profitieren konnten.

Abbildung 6

Knappheit fördert Bildung grösserer Haushalte  
Anteilmässiger Beitrag der Haushalte mit mindestens drei Personen zum Haushaltswachstum sowie Leerwohnungsziffer, in Prozent



Quellen: BFS, UBS

## Tendenz zu grösseren Haushalten

Wohnungsknappheit führt zur vermehrten Bildung grösserer Haushalte. In den Jahren 2019 und 2020, als der Leerstand seinen Höhepunkt erreichte, entstanden überwiegend neue Ein- oder Zweipersonenhaushalte – doch im Jahr 2023 wies fast jeder dritte zusätzliche Haushalt mindestens drei Mitglieder auf. Dabei entfielen in grösseren Gemeinden mit relativ niedrigem Leerstand 43 Prozent des Zuwachses auf solche Haushalte. In Gemeinden mit relativ hohem Leerstand machten sie hingegen nur 30 Prozent aus. Zusätzlich hat die Aufnahme von Geflüchteten aus der Ukraine in bestehende Haushalte zur Zunahme grösserer Haushalte beigetragen.

Die Haushaltsgrösse steigt unter anderem durch die Gründung von Wohngemeinschaften oder das schnellere Zusammenziehen von Paaren. Außerdem führen zunehmende Mieten und das knappe Wohnungsangebot dazu, dass junge Erwachsene länger im Elternhaus wohnen bleiben. Der Anteil der 20- bis 29-Jährigen, die keinen eigenen Haushalt gründen, stieg zwischen 2011 und 2022 von 46 auf 50 Prozent. Wer dennoch auszieht, entscheidet sich zunehmend für eine Wohngemeinschaft. In der Altersgruppe der 25- bis 34-Jährigen ist diese Wohnform am weitesten verbreitet in der Stadt Zürich (18 Prozent), gefolgt von Bern (13 Prozent) und Basel (11 Prozent).

### Verstärkte Abwanderung aus den Zentren

Eine weitere Reaktion auf die Knappheit und steigenden Wohnkosten ist die Vermeidung teurer Regionen. Die Grosszentren wachsen seit Jahren durch Zuwanderung aus dem Ausland, verlieren jedoch gleichzeitig ansässige Einwohner an die umliegenden Regionen. Von 2020 bis 2023 übertraf in den fünf Grosszentren die Binnenabwanderung die -zuwanderung im Jahresmittel um 14 000 Personen (1,2 Prozent der Bevölkerung) – mehr als je zuvor in den vergangenen 40 Jahren. Das Mietpreisgefälle zwischen den Zentren und ihrem Umland ist teilweise erheblich. So sind die Marktmieten eine halbe Fahrstunde ausserhalb der Stadt Zürich 38 Prozent niedriger als im Zentrum, in Bern und Basel beträgt der Abschlag 22 Prozent. Hinzu kommt die verbreitete Umsetzung von Homeoffice, was längere Arbeitswege für die reduzierte Anzahl an Büro-Präsenztagen ermöglicht.

Mittlerweile ist auch der Agglomerationsgürtel teilweise von einer Binnenabwanderung betroffen. Besonders deutlich zeigt sich dies in den Regionen um die Stadt Zürich, wie dem Glatttal, Limmattal und Knonaueramt. Nutzniesser dieser Abwanderung aus den teuren Deutschschweizer Zentren und zentrumsnahen Gemeinden sind unter anderem ländlichere Regionen

Abbildung 7

### Länger zu Hause

Anteil der 20- bis 29-Jährigen, die im Elternhaus oder in einer Wohngemeinschaft leben

	<b>Elternhaus</b>		<b>Wohngemeinschaft</b>
2011	46%	5%	
2022	50%	7%	

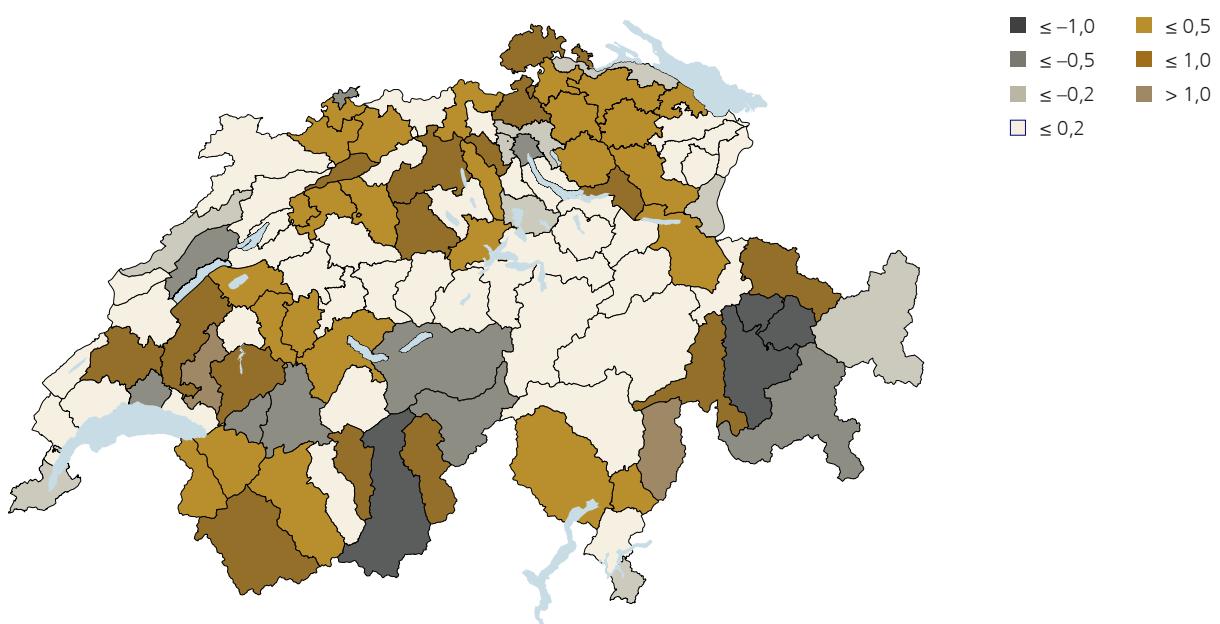
Quellen: BFS, UBS

in den Kantonen Schaffhausen, Thurgau, St. Gallen, Aargau und Basel-Landschaft. In der Westschweiz lassen sich zahlreiche Personen aus dem Raum Genfersee im Kanton Freiburg und dem Unterwallis nieder. Auch der Erwerb von Wohneigentum ist für die meisten Haushalte nur noch ausserhalb der Agglomerationen realisierbar.

Abbildung 8

### Teuerste Regionen verlieren Haushalte an ihr Umland

Binnenwanderungssaldo, annualisiert in Prozent der Bevölkerung, Durchschnitt 2022 und 2023



Quellen: BFS, UBS

### Verzerrte Mieten behindern Umzüge

Ein Umzug in eine kleinere Wohnung oder günstigere Region lohnt sich oft finanziell nicht. Besonders bei langjährigen Mietverhältnissen liegt die effektive Bestandsmiete häufig deutlich unter der aktuellen Marktmiete. In der Stadt Zürich beispielsweise beträgt diese Differenz bei einer Vertragslaufzeit von über zehn Jahren im Mittel 42 Prozent. Daher verzichten Mieter oft auf einen flächengerechteren Umzug (bekannt als «Lock-in-Effekt»). Im Jahr 2023 sind nur 9,3 Prozent der Bevölkerung umgezogen – der niedrigste Wert seit Beginn der Erhebung im Jahr 2013. Insbesondere in den Städten Zürich, Winterthur und Chur wurden im Vergleich zu den Vorjahren besonders wenige Wohnungswechsel verzeichnet, was den tiefen Leerwohnungsziffern und zuletzt kräftig gestiegenen Angebotsmieten zuzuschreiben ist.

Die Differenz zwischen Markt- und Bestandsmieten führt zu einer ineffizienten Nutzung von Wohnraum. Mit zunehmendem Alter der Bewohner steigt der Anteil an «unterbelegten» Wohnungen, die mindestens zwei Zimmer mehr als die Anzahl der Bewohner aufweisen. Bei den 45- bis 49-Jährigen sind 25 Prozent der Wohnungen in diesem Sinne unterbelegt, bei den über 70-Jährigen sogar mehr als jede zweite Wohnung. Diese grossen Wohnungen fehlen insbesondere jungen Erwachsenen und Familien. So leben 15 Prozent der Mieter im Alter von 40 bis 44 Jahren in «überbelegten» Wohnungen mit weniger Zimmern als Bewohner. Laut dem Schweizer

Haushalt-Panel für die Jahre 2018 bis 2022 empfinden 15 Prozent der unter 45-Jährigen ihre Wohnung als zu klein, während nur 3 Prozent sie als zu gross wahrnehmen. Bei den über 60-Jährigen kehrt sich dies um: 16 Prozent betrachten ihre Wohnung als zu gross, nur 3 Prozent als zu klein.

### Knappheit sichert Ertragswachstum

Aufgrund der anhaltend hohen Wohnungsnachfrage und der bisher noch ausgebliebenen Ausdehnung des Wohnungsangebots wird die Knappheit in den nächsten fünf Jahren voraussichtlich bestehen bleiben und sich auf das Umland der Zentren ausdehnen. Für Immobilienanleger bedeutet dies geringere Risiken bei der Vermietung auch ausserhalb der Agglomerationen und gute Aussichten auf stabiles Ertragswachstum. Besonders vergleichsweise günstige Mietwohnungen mit kompakten Zimmergrössen dürften weiterhin stark nachgefragt sein. Im urbanen Raum könnte die Wohnungsknappheit zudem das Wachstum in Nischensegmenten wie Student Housing, Microapartments und Co-Living begünstigen.

Steigende Mieterträge und niedrige Zinsen schaffen grundsätzlich gute Voraussetzungen, um mittelfristig die Bautätigkeit anzukurbeln und so eine weitere Verschärfung des Wohnungsmangels zu verhindern. Die grössten Hindernisse bleiben allerdings bestehende und geplante Regulierungen, die den Wohnungsbau auch längerfristig bremsen dürften.

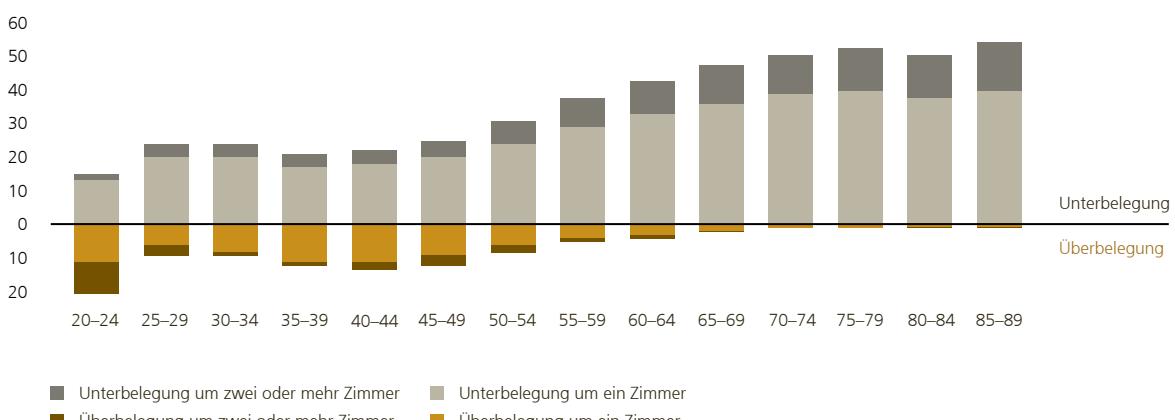
Abbildung 9

### Unterbelegung steigt mit Alter

Belegung von Mietwohnungen nach Altersklasse der Bewohner, 2022, in Prozent;

Unterbelegung: Anzahl Zimmer > Anzahl Personen + 1;

Überbelegung: Anzahl Zimmer < Anzahl Personen



Lesebeispiel: Eine Vier-Zimmer-Wohnung für zwei Personen ist um ein Zimmer unterbelegt. Die gleiche Wohnung für eine Person ist um zwei Zimmer unterbelegt.

Quellen: BFS, UBS

# Wohnen



# Tragbarkeit als Hürde

Thomas Rieder, Maciej Skoczek

Die Nachfrage nach Eigenheimen steigt dank niedriger Finanzierungskosten spürbar, was die Preise wieder erhöht. Allerdings erschwert die zunehmende Tragbarkeitsproblematik den Eigenheimerwerb für immer mehr Haushalte. Dies gilt insbesondere für die Agglomerationen der Grosszentren.

Jüngst hat das Interesse von Schweizer Haushalten an Wohneigentum wieder deutlich zugenommen. Der Nachfrageindex für Eigenheime ist seit dem Tiefststand im Sommer 2023 um fast 30 Prozent gestiegen. Nach einem verhaltenen Anstieg hat sich dieser Trend seit Sommer 2024 stark beschleunigt, nahezu landesweit.

## Eigenheime wieder finanziell attraktiv

Diese Entwicklung wurde durch die schnell gesunkenen Hypothekarzinsen begünstigt. Seit den Höchstständen von 2023 sind die Zinssätze von Geldmarkthypotheken bis März 2025 um 150 Basispunkte und für 10-jährige

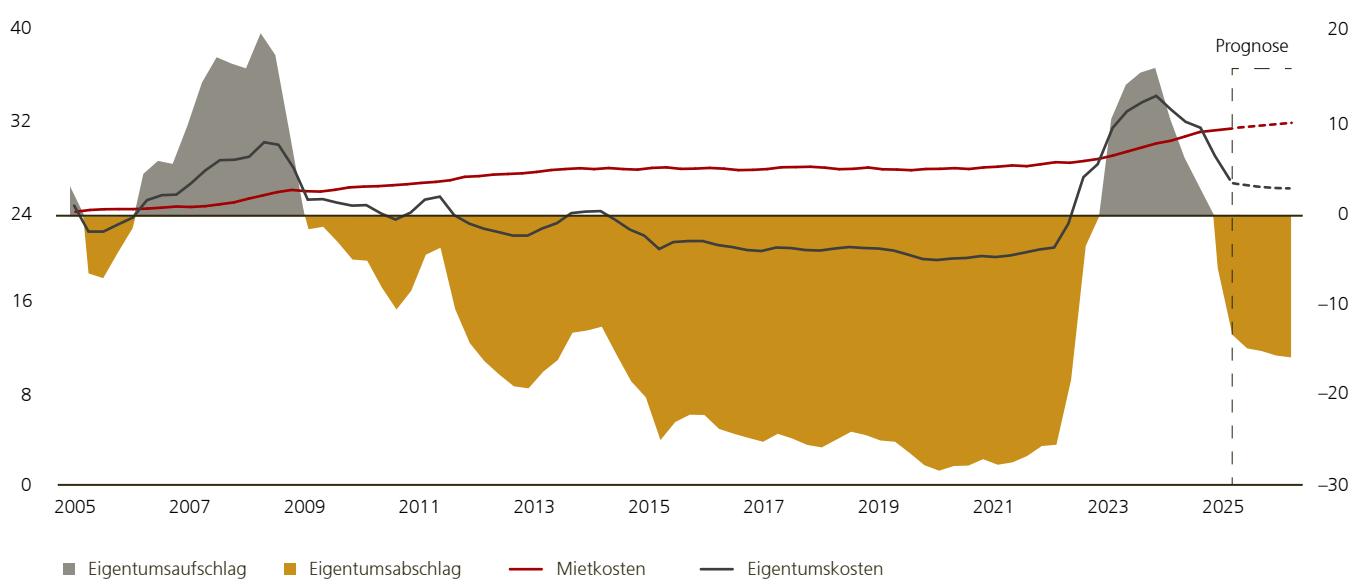
Festhypotheken um 135 Basispunkte gefallen. Das aktuelle Niveau der Hypothekarzinsen liegt daher im Durchschnitt nur 25 respektive 70 Basispunkte über dem Allzeittief von 2021.

Dank gesunkenen Zinsen sind die laufenden Kosten für Wohneigentümer (Hypothekarzinsen, Unterhaltskosten, Rückstellungen für zukünftige Sanierungen sowie Steuer- und Opportunitätskosten) wieder niedriger als die Miete einer vergleichbaren Wohnung. Der Eigentumsaufschlag (Mehrkosten von Wohneigentum gegenüber einem vergleichbaren Mietobjekt) von rund 15 Prozent

Abbildung 10

## Kaufen deutlich günstiger als Mieten

Jährliche Wohnkosten bei Miete und Eigentum für ein durchschnittliches Objekt mit 110 Quadratmetern Wohnfläche, in tausend Franken (linke Skala), sowie Eigentumsaufschlag und -abschlag, in Prozent (rechte Skala)



im Sommer 2023 kehrte sich bis zum 4. Quartal 2024 in einen Eigentumsabschlag von 13 Prozent. Bis Sommer 2025 dürfte sich der Abschlag auf 16 Prozent erhöhen, was die finanzielle Attraktivität von Eigenheimen weiter steigern würde.

### Keine Entspannung bei der Tragbarkeit

Dem Wunsch nach den eigenen vier Wänden steht bei den meisten Haushalten jedoch eine zunehmende Tragbarkeitsproblematik gegenüber. Die maximale Belehnungshöhe ergibt sich aus der sogenannten Tragbarkeitsrechnung: Der hypothetische Aufwand, bestehend aus einem kalkulatorischen Hypothekarzinssatz von 5 Prozent sowie einer Pauschale für Amortisation und Liegenschaftsunterhalt, darf ein Drittel des Bruttoeinkommens nicht übersteigen.

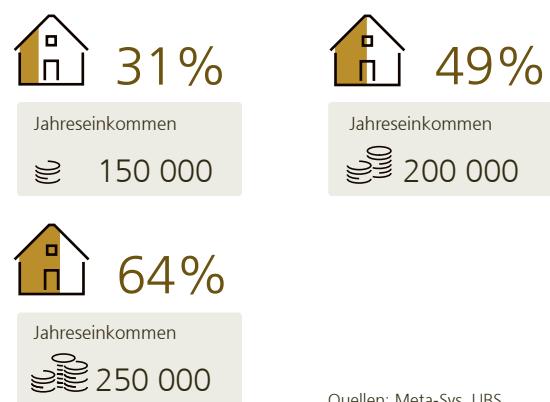
Eine Eigentumswohnung mit 110 Quadratmetern Wohnfläche kostet aktuell im Durchschnitt knapp 1 Million Franken. Gemäss Tragbarkeitsvorschriften sind bei einer Fremdfinanzierung von 80 Prozent ein Bruttoeinkommen von 175 000 Franken und 200 000 Franken Eigenmittel notwendig. Ein durchschnittlicher Familienhaushalt mit Kindern erzielt jedoch ein Bruttoeinkommen von rund 150 000 Franken pro Jahr, womit 2024 nur knapp ein Drittel aller inserierten Eigenheime mit vier oder mehr Zimmern tragbar waren. Zum Vergleich: 2009 lag dieser Anteil noch bei fast 60 Prozent. Mit einem Einkommen von 200 000 Franken befand sich der Tragbarkeitsanteil im Jahr 2024 bei knapp der Hälfte.

Von den steigenden Hürden in der Tragbarkeitsrechnung sind insbesondere jüngere Haushalte betroffen, die den Erwerb eines Eigenheims häufig auf später verlegen oder ganz darauf verzichten müssen. Entsprechend ist der Anteil der Wohneigentümer bei den unter 65-Jährigen zwischen 2011 und 2022 spürbar gesunken. Noch 2011 lebte beinahe ein Drittel aller 35- bis 39-Jährigen in einem Eigenheim, während bei den 45- bis 49-Jährigen noch jeder Zweite Hauseigentümer war. 2022 sind diese Anteile auf ein Viertel beziehungsweise rund 40 Prozent gesunken.

Abbildung 11

### Hürde kalkulatorische Tragbarkeit

Anteil tragbarer inserierter Objekte mit vier oder mehr Zimmern, nach Jahreseinkommen in Franken

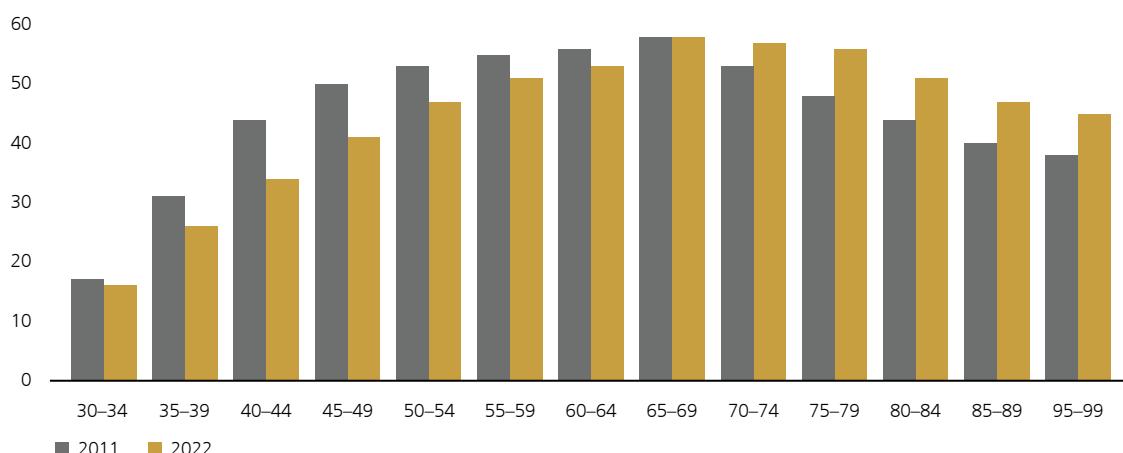


Quellen: Meta-Sys, UBS

Abbildung 12

### Neuerwerber im Durchschnitt älter

Anteil Wohneigentümer nach Altersklasse, in Prozent



Quellen: BFS, UBS

### **Beschränktes Angebot stützt Preise**

Die niedrige Anzahl erschwinglicher Eigenheime ist ebenfalls die Folge eines knappen Angebots. Im 4. Quartal 2024 waren lediglich 3,8 Prozent aller Eigentumswohnungen und 2,8 Prozent aller Einfamilienhäuser inseriert. Zwar sind diese Angebotsziffern in den letzten zwei Jahren leicht gestiegen, liegen aber jeweils rund einen Prozentpunkt unter dem Durchschnitt der letzten 15 Jahre. Ein möglicher Verkauf des Eigenheims findet aufgrund der alternden Gesellschaft oft erst später im Leben statt oder wird gar nicht erwogen, da geeignete Eigentumswohnungen rar und vergleichbare Mietwohnungen finanziell unattraktiv sind. Diese Verzögerung des Verkaufs senkt die Angebotsziffer ebenfalls.

Auch die Neubautätigkeit dürfte diesbezüglich keine Entlastung bringen. 2024 wurden Baubewilligungen für rund 11 000 Eigentumswohnungen und 5200 Einfamilienhäuser erteilt, knapp ein Drittel weniger als im Durchschnitt der letzten 15 Jahre. Im Gegensatz zur Entwicklung bei Einfamilienhäusern zeichnet sich bei Eigentumswohnungen jedoch eine Trendwende ab: Innerhalb eines Jahres ist die Anzahl der Bewilligungen um 15 Prozent gestiegen. Damit dürfte sich die

Anzahl der Neubauobjekte ab 2026 zumindest wieder etwas erhöhen.

### **Leichte Beschleunigung erwartet**

Aufgrund der höheren Nachfrage und des begrenzten Angebots sind die Preise für Eigentumswohnungen 2024 um 2 Prozent und für Einfamilienhäuser um 2,9 Prozent im Schweizer Durchschnitt gestiegen. Eine Auswertung der Inserate zeigt, dass die Preise nahezu landesweit zugenommen haben. Die höchste Dynamik war in den Bergregionen zu beobachten, während in den Grosszentren leichte Preiskorrekturen gemessen wurden.

Im laufenden Jahr dürfte sich die Preisdynamik verstärken. Wir erwarten ein Plus von 3 Prozent bei Eigentumswohnungen und 4 Prozent bei Einfamilienhäusern. Auch mittelfristig gehen wir von leicht steigenden Eigenheimpreisen aus. Die stabile wirtschaftliche Lage, die niedrigen Hypothekarzinsen und das begrenzte Angebot dürften die Zahlungsbereitschaft weiter erhöhen. Die angespannte Tragbarkeit wird stärkere Preisanstiege aber voraussichtlich begrenzen.

Box 4

### **Eigenmietwert vor Abschaffung?**

Nach einer siebenjährigen Debatte hat das Parlament im Dezember 2024 einen Systemwechsel in der Wohneigentumsbesteuerung beschlossen. Der Eigenmietwert für Erst- und Zweitwohnsitze soll abgeschafft werden. Gleichzeitig ist angedacht, bei selbstgenutztem Wohneigentum die Abzüge für Unterhaltskosten, Schuldzinsen sowie – auf Bundesebene – die Abzüge für Energie- und Umweltschutzmassnahmen entfallen zu lassen. Im Gegenzug ist die Einführung eines Ersterwerberabzugs vorgesehen. Zudem sollen die Kantone die Möglichkeit erhalten, eine Liegenschaftssteuer für Zweitwohnsitze einzuführen.

Die Vorlage wird frühestens Ende 2025 dem Stimmvolk vorgelegt. Im aktuellen Tiefzinsumfeld dürften viele Eigentümer und Ersterwerber einen Anreiz haben, die Vorlage anzunehmen. Eigentümer von Zweitwohnungen und sanierungsbedürftigen Objekten hingegen tendieren vermutlich eher zu einer Ablehnung der Reform. Wie die Mieterschaft den Systemwechsel insgesamt beurteilt, hängt wohl stark von der individuellen Einschätzung ab, selbst künftig Wohneigentum erwerben zu wollen.

Frühere Voten zur Eigenmietwertabschaffung lassen darauf schliessen, dass die Volksabstimmung voraussichtlich hart umkämpft sein wird und ihr Ausgang entsprechend ungewiss ist.

### **Höhere Preise durch Abschaffung**

Die Annahme dieses Systemwechsels würde einen nicht unbedeutenden Preisanstieg mit sich bringen – insbesondere in einem Tiefzinsumfeld. Bei einem durchschnittlichen Hypothekarzins von 1,3 Prozent dürften die laufenden Nutzungskosten (Hypothekarzinsen, Unterhalt, Opportunitätskosten) eines durchschnittlichen Eigenheims um fast 5 Prozent sinken. Somit könnten Käufer bei gleich bleibenden Nutzungskosten rund 13 Prozent höhere Eigenheimpreise zahlen.

Wie stark die Preise durch die Eigenmietwertabschaffung tatsächlich steigen würden, hängt insbesondere von den Erwartungen bezüglich der Hypothekarzinsen ab. Ab einem Hypothekarzins von 2 Prozent ist sogar keine höhere Zahlungsbereitschaft mehr zu erwarten. Auch die Tragbarkeitsrichtlinien dürften einen schnellen Preisanstieg begrenzen.

## Wo der Traum vom Eigenheim am ehesten wahr wird

Für viele Haushalte stellt die Tragbarkeit eine grosse Hürde auf dem Weg zum Eigenheim dar. In der folgenden Analyse werden Gemeinden im Einzugsgebiet der fünf Grosszentren ermittelt, die für potenzielle Eigenheimkäufer am ehesten in Frage kommen. Dabei stehen zwei Kriterien im Fokus:

### Ist die Gemeinde schnell aus dem Grosszentrum erreichbar?

Es werden nur jene Gemeinden berücksichtigt, die mit dem Individual- oder öffentlichen Verkehr innerhalb von 30 Minuten und alternativ innerhalb von 45 Minuten erreicht werden können.

### Sind Eigenheime in diesen Gemeinden für einen Haushalt mit einem Jahreseinkommen von 200 000 Franken tragbar?

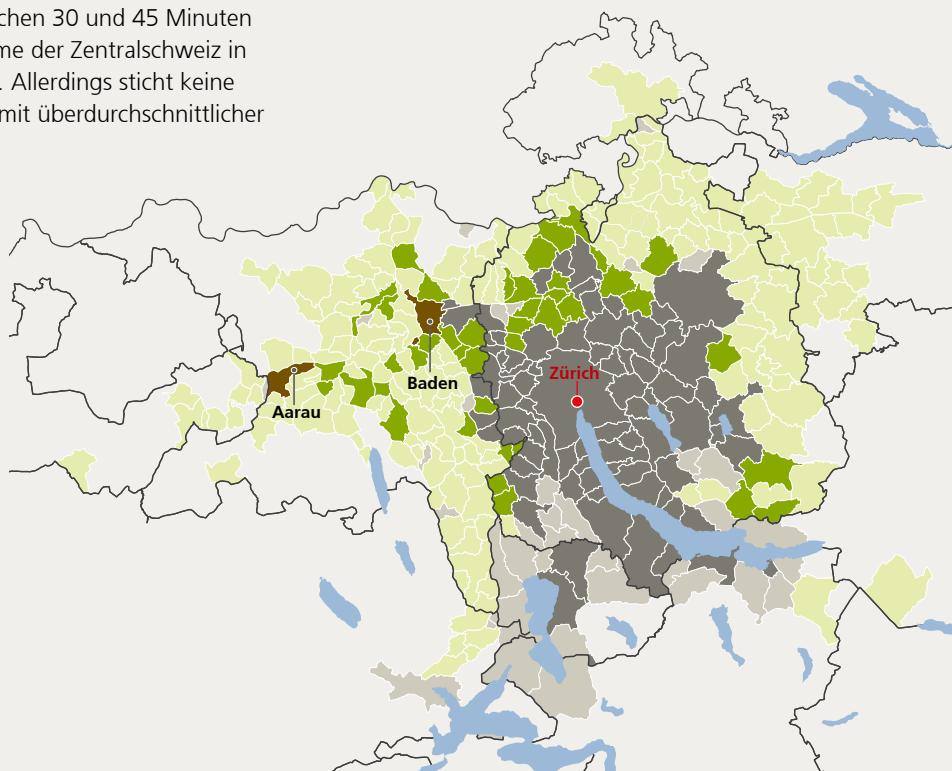
Wir schätzen dies für ein durchschnittliches Objekt mit 110 Quadratmetern Wohnfläche und einer anfänglichen Belehnung von 80 Prozent.

Zudem beurteilen wir, welche der tragbaren Gemeinden als Wohnstandort überdurchschnittlich attraktiv sind im Vergleich zu anderen Gemeinden innerhalb desselben Einzugsgebiets. Dazu werden die lokale Infrastruktur, das Freizeitangebot sowie die anfallenden Wohn- und Steuerkosten analysiert. Berücksichtigt werden zudem nur Gemeinden mit mindestens 500 Einwohnern.

Die Attraktivität der Mikrolage und die Gebäudequalität sind beim Eigenheimkauf zwar ebenfalls von grosser Bedeutung, variieren jedoch innerhalb der Gemeinde oder von Objekt zu Objekt. Daher werden sie in der Auswertung nicht berücksichtigt.

### Zürich

Gemeinden mit einem tragbaren Preisniveau gibt es erst ab einer Fahrzeit von rund 20 Minuten ab Zürich. Die attraktivsten darunter sind Aarau und Baden. Bei Pendelzeiten zwischen 30 und 45 Minuten sind Eigenheime mit Ausnahme der Zentralschweiz in fast allen Gemeinden tragbar. Allerdings sticht keine der zusätzlichen Gemeinden mit überdurchschnittlicher Wohnattraktivität hervor.

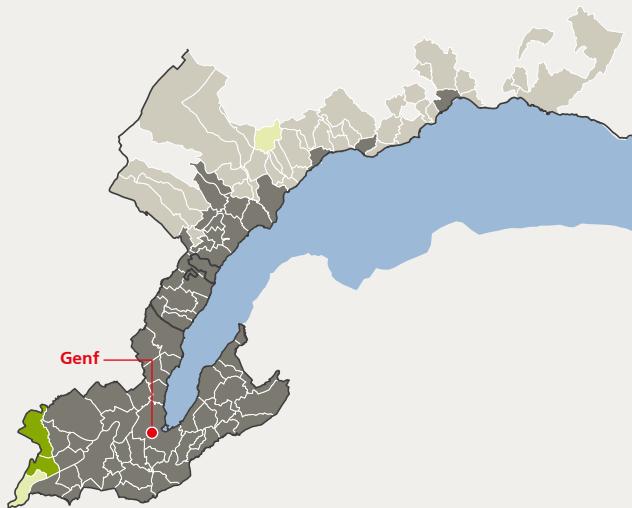


Fahrzeit ab Zentrum:    30 Minuten    ■ nicht tragbar  
                          45 Minuten    □ tragbar

■ tragbar und Gemeinde  
überdurchschnittlich attraktiv

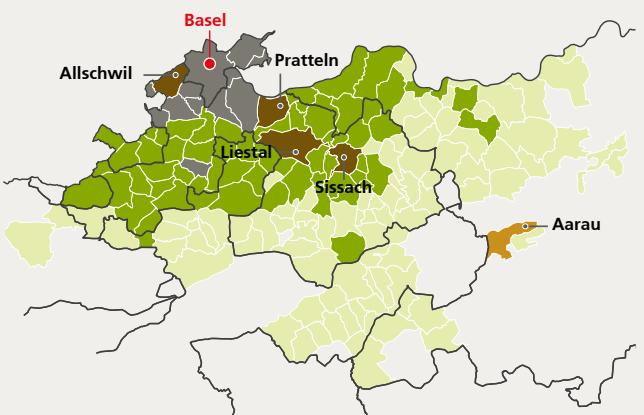
### Genf

Innerhalb von 30 Minuten Fahrzeit gibt es nur zwei tragbare Gemeinden im Westen des Kantons Genf: Dardagny und Avully. Bei Pendelzeiten bis zu 45 Minuten kommen nur die Gemeinden Chancy und Burtigny hinzu. Keine davon wird als überdurchschnittlich attraktiv eingestuft.



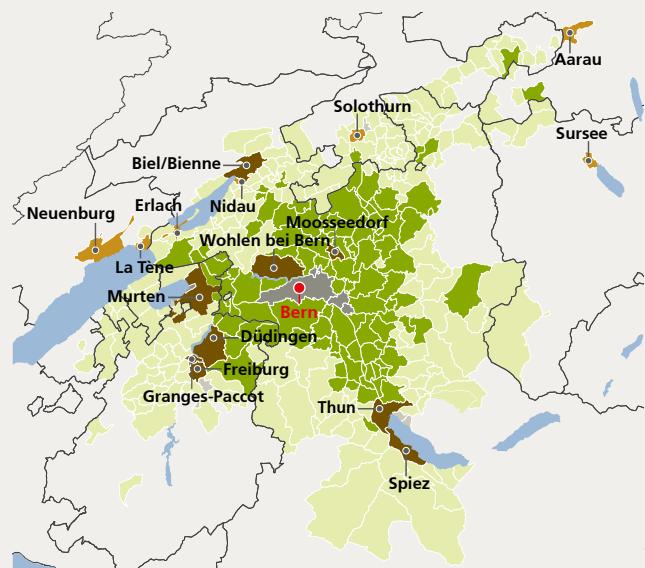
### Basel

Im Kanton Basel-Stadt sind die Eigenheime nicht tragbar. Doch bereits in kurzer Fahrdistanz können tragbare und relativ attraktive Gemeinden wie Allschwil, Pratteln, Liestal oder Sissach erreicht werden. Ab 30 Minuten Pendelzeit ist Aarau die attraktivste tragbare Gemeinde.



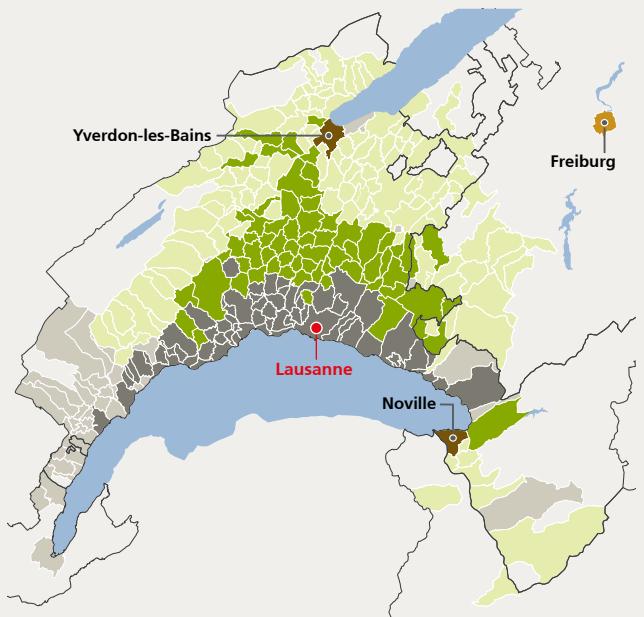
### Bern

Abgesehen von der Stadt Bern und wenigen anderen Gemeinden ist das gesamte direkte Einzugsgebiet tragbar – selbst die an die Bundeshauptstadt angrenzenden Gemeinden wie Ittigen oder Köniz. Innerhalb von 30 Minuten Fahrzeit gibt es viele attraktive Gemeinden, darunter die Mittelzentren Biel, Freiburg und Thun. Gleches gilt bei längeren Pendelzeiten für attraktive Mittelzentren wie Aarau, Solothurn oder Neuenburg.



### Lausanne

Am Genferseeufer sowie in der «zweiten Seereihe» sind Eigenheime kaum tragbar. Mit Noville und Yverdon-les-Bains befinden sich die attraktivsten Gemeinden am Rand des 30-Minuten-Fahrzeitradius. Bei Fahrzeiten bis zu 45 Minuten lässt sich das attraktive Mittelzentrum Freiburg erreichen.



Fahrzeit ab Zentrum:  
30 Minuten  
45 Minuten

■ nicht tragbar  
□ tragbar

■ tragbar  
■ überdurchschnittlich attraktiv

# Zuversichtliche Anleger

Fabian Waltert, Matthias Holzhey

Mit der Rückkehr tiefer Zinsen gewinnen Mehrfamilienhäuser als Anlageklasse erneut an Attraktivität. Zwar hat die Nachfrage auf dem Mietwohnungsmarkt ihren Höhepunkt überschritten. Sie dürfte jedoch auch mittelfristig ein solides Mietertragswachstum ermöglichen und damit weitere Wertzuwächse begünstigen.

Investitionen in Mehrfamilienhäuser sind aufgrund der stark gestiegenen Mieterträge wieder attraktiver geworden. So stiegen die Angebotsmieten im Jahr 2024 zwischenzeitlich um bis zu 6,4 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Infolge der Erhöhungen des hypothekarischen Referenzzinssatzes im Jahr 2023 kletterten auch die Bestandsmieten innerhalb eines Jahres um 3,3 Prozent. Zudem stehen aktuell mit knapp 1,6 Prozent so wenige Mietwohnungen leer wie zuletzt vor zehn Jahren. Der Mietwohnungsmarkt scheint damit auf eine weitere Verknappung zuzusteuern. Allerdings war die hohe Wohnungsnachfrage der letzten Jahre stark von Sondereffekten geprägt.

## Nachfrageboom als Miettreiber

Das kräftige Beschäftigungswachstum der Jahre 2021 bis 2023 führte zu einem deutlichen Anstieg der Zuwanderung, der durch die hohe Zahl geflüchteter Personen aus der Ukraine zusätzlich verstärkt wurde. Im Durchschnitt der Jahre 2012 bis 2021 lag die Netto-Gesamtzuwanderung (Kurzaufenthalter, Niedergelassene und Geflüchtete) bei 65 000 Personen. Im Jahr 2022 stieg sie auf 154 000 und nahm seither zwar wieder deutlich ab, erreichte 2024 mit 79 000 aber immer noch ein vergleichsweise hohes Niveau.

Der Nachfrageboom seit Ende 2021 hat die Angebotsmieten insgesamt um 9 Prozent in die Höhe getrieben. Dadurch vergrösserte sich auch der Spielraum für höhere Bestandsmieten. Der steigende Referenzzinssatz konnte in den meisten Fällen problemlos auf die Mieter überwälzt werden. Schweizweit erhöhten institutionelle Anleger ihre Mieten in Bestandsportfolios zwischen Mitte 2023 und Ende 2024 im Durchschnitt um 6,5 Prozent.

## Normalisierung der Nachfrage

Seit Mitte 2024 zeigt sich auf dem Mietwohnungsmarkt eine gewisse Normalisierung der Nachfrage, die jedoch nicht nur auf die rückläufige Zuwanderung zurückzuführen ist. Die hohen Mietpreisanstiege belasten die Haushaltsbudgets. Im Jahr 2023 lag die Zahl der Umzüge um 7 Prozent unter dem zehnjährigen Mittelwert und die durchschnittliche Haushaltsgroesse stieg leicht an. Zudem verlagert sich die Nachfrage aufgrund der gesunkenen Zinsen wieder stärker in Richtung Wohneigentum.

Abbildung 13

Zuwanderung schwächt sich auf hohem Niveau ab  
Wanderungssaldo (inkl. nichtständige Wohnbevölkerung) und Veränderung der Anzahl Personen im Asylprozess (inkl. Status S\*), in tausend Personen



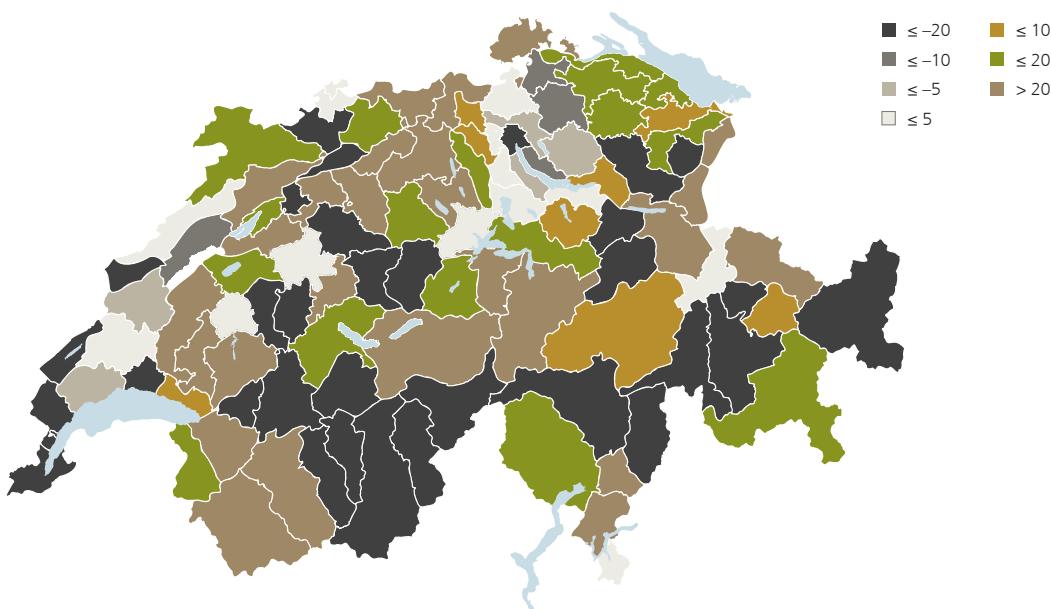
\* Seit März 2022 wird Status S vor allem für geflüchtete Personen aus der Ukraine angewendet.  
\*\* 2012–2021: Jahresdurchschnitt

Quellen: Staatssekretariat für Migration, UBS

Abbildung 14

### Nachfrage verlagert sich in günstigere Regionen

Veränderung der Anzahl Suchabos für Mietwohnungen, 2024 im Vergleich zum Durchschnitt 2014 bis 2024, in Prozent



Quellen: Realmatch360, UBS

Wer dennoch umzieht, wählt zunehmend Standorte abseits der teuersten Lagen in und um die Zentren. So stehen derzeit primär gut erschlossene Regionen ausserhalb der grossen Zentren in Kantonen wie Schaffhausen, Thurgau, Aargau oder im Unterwallis im Fokus der Wohnungssuchenden. Dies zeigt sich auch beim Mietertragswachstum: In den Agglomerationsgemeinden der Grosszentren Zürich, Basel und Lausanne übertraf es zuletzt das Wachstum in den Kernstädten.

#### Bau: Talsohle noch nicht durchschriften

Der jährliche Wohnungszugang nimmt seit mehreren Jahren ab – jedoch weniger stark als mit Blick auf die deutlich rückläufigen Neubaubewilligungen zu erwarten gewesen wäre. Auch 2025 dürften nochmals weniger zusätzliche Wohnungen erstellt werden als in den Vorjahren. Allerdings kommt mit den gesunkenen Zinsen die zyklische Unterstützung für den Wohnungsbau zurück. Die Baupreise haben sich stabilisiert und Mehrfamilienhäuser gewinnen als Anlageklasse wieder an Attraktivität. Entsprechend ist die Anzahl neu projektierte Mietwohnungen seit dem Tiefststand im Jahr 2021 um 20 Prozent gestiegen.

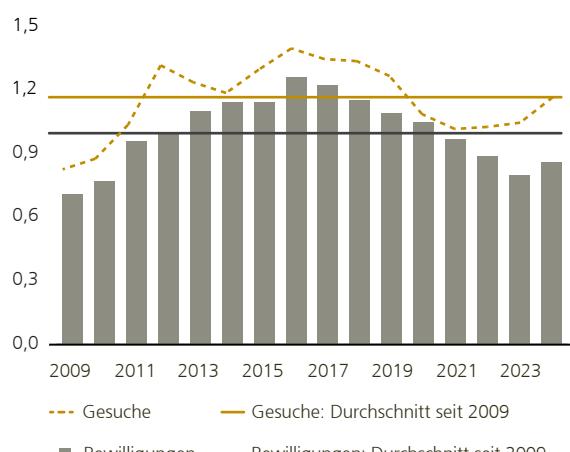
Die positive Entwicklung bei den Baugesuchen wird im laufenden Jahr voraussichtlich noch keine spürbare Entspannung bezüglich der Wohnungsknappheit bringen, sodass die Leerstände bei Mietwohnungen auf rund 1,4 Prozent sinken dürften. Frühestens ab 2026 könnte

der Wohnbau wieder Fahrt aufnehmen. Dies gilt hauptsächlich ausserhalb der Grossagglomerationen, etwa im Thurgau, Aargau und in Teilen der Zentralschweiz. Allerdings verteuren und bremsen strukturelle Faktoren wie lange Bewilligungsprozesse, Einsprachen und die Bau-landknappheit die Bautätigkeit weiterhin.

Abbildung 15

### Mietwohnungsbau mit Erholungssignalen

Baugesuche und -bewilligungen (Neubau), in Prozent des Mietwohnungsbestands



Quellen: Infopro Digital, UBS

## Kaufpreise im Aufwind

Die Kombination aus Mietertragswachstum und kräftig gesunkenen Zinsen hat zuletzt den Transaktionsmarkt beflogen. Die verbesserte Marktsituation wird sich bei den Transaktionspreisindizes, die sich 2024 meist seitwärts bewegten, voraussichtlich erst im laufenden Jahr bemerkbar machen. Insgesamt dürften sich Mehrfamilienhäuser 2025 um rund 3 Prozent verteuern.

Wertsteigerungen werden wohl auch mittelfristig einen wesentlichen Teil der Gesamtrenditen von Investitionen in Wohnrenditeliegenschaften liefern. Erstens ist die Ertragsdifferenz zu Anleihen momentan attraktiv, was sinkende Diskontierungssätze begünstigt. Zweitens – und bedeutsamer – dürfte das Mietpreiswachstum mittelfristig positiv bleiben, auch wenn wieder mit deutlich geringeren Ertragssteigerungen zu rechnen ist als im letzten Jahr.

## Risiken am Horizont

In unseren Prognosen gehen wir davon aus, dass die Wohnungsknappheit noch einige Jahre Bestand haben dürfte. Zum einen hinterlassen die Pensionierungen bei der geburtenstarken Babyboomer-Generation eine substanzelle Lücke im Arbeitsmarkt. Zum anderen wächst die Schweizer Wirtschaft seit 2023 schneller als jene der Eurozone, sodass eine hohe Zuwanderung wahrscheinlich bleibt. Ausserdem ist ein Überschissen der Bautätigkeit wie in den Jahren 2015 bis 2020 in weiter Ferne.

Mit der anhaltenden Knappheit steigt jedoch gleichzeitig das Risiko regulatorischer Eingriffe in den Mietwohnungsmarkt, wie die jüngsten Wohnschutzvorstösse im Kanton Zürich und der Stadt Bern zeigen. «Sanierungsbremsen» wie in Basel führen zu Werteinbussen im zweistelligen Prozentbereich. Ein ebenso bedeutsames Risiko geht von einer drastischen Verschlechterung der Beziehungen zur Europäischen Union aus. So könnten eine Einschränkung der Personenfreizügigkeit und ein verschlechterter Marktzugang der Schweiz zum europäischen Arbeitsmarkt die Wohnungs Nachfrage negativ beeinflussen. Diese Risiken sind derzeit nicht eingepreist und könnten mittelfristig die Wahrnehmung von Wohnimmobilien als besonders risikoarmes Immobiliensegment infrage stellen.

Box 5

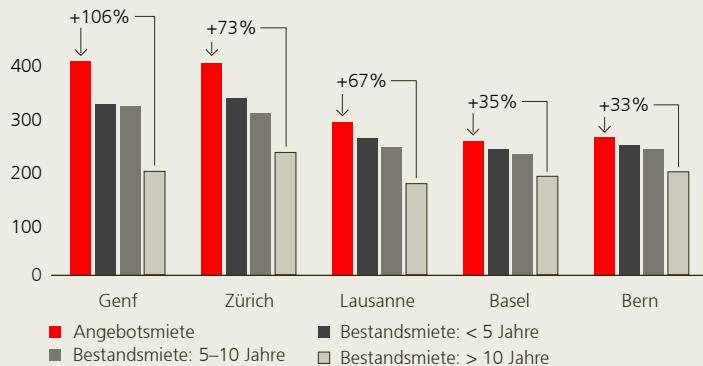
## Lock-in-Effekt auf dem Mietwohnungsmarkt

Wer im stark regulierten Genfer Wohnungsmarkt seit mehr als zehn Jahren in der gleichen Mietwohnung lebt, sieht sich bei einem Wechsel in ein Objekt der mittleren Preisklasse mit einer mehr als doppelt so hohen Miete konfrontiert. In Zürich beläuft sich diese «Umzugsstrafe» auf 73 Prozent. Infolgedessen werden Umzüge vermieden – der sogenannte «Lock-in-Effekt». In Genf und Lausanne bleibt jeweils rund die Hälfte der Mieter länger als zehn Jahre sesshaft (Schweizer Durchschnitt: 38 Prozent).

Der Graben zwischen Markt- und Bestandsmieten dürfte sich mittelfristig weiter vergrössern. Während die Wohnungsknappheit für höhere Angebotsmieten sorgt (Prognose 2025: 2,5 Prozent), profitieren zahlreiche Mieter mit laufenden Verträgen vom jüngsten Rückgang des Referenzzinssatzes von 1,75 auf 1,50 Prozent. Der Lock-in-Effekt verstärkt die Wohnungsknappheit, da verzerrte Preissignale zu einer suboptimalen Wohnraumnutzung führen.

Abbildung 16

Hohe «Umzugsstrafe» in den Schweizer Grosszentren  
Median-Angebotsmiete und Bestandsmiete\* nach Vertragsdauer,  
1. Quartal 2024, in Franken pro Quadratmeter und Jahr



\* Berechnung auf Basis von Wohnungen mit 2 bis 5 Zimmern in Bestandsliegenschaften mit Baujahr bis 2000 aus den Portfolios institutioneller Anleger.

Quellen: REIDA, Wüest Partner, UBS

# Geschäft



Innenhof UBS Europaallee 21, Zürich, UBS Data Base

# Gute Lagen im Fokus

Matthias Holzhey, Maciej Skoczek

Anhaltende Flächenoptimierung führt zu einem Überangebot am Büroflächenmarkt. Der Homeoffice-Anteil dürfte mittelfristig wieder steigen. Zürich und Zug werden den anderen grossen Büromärkten vorerst weiterhin den Rang ablaufen.

Die Angebotsmieten für Büroflächen stiegen im letzten Jahr leicht an. Dennoch liegt der Mietpreisindex aktuell 5 Prozent unter dem Niveau von 2019, inflationsbereinigt sogar 10 Prozent darunter. Die Bestandsmieten für Büroflächen dürften 2024 dank der Inflationsindexierung im niedrigen einstelligen Prozentbereich gestiegen sein.

## Markt und Performance schwach

Das insgesamt anspruchsvolle Marktfeld spiegelt sich in einer durchwachsenen Performance bei institutionellen Immobilieninvestoren wider. Die nominalen Mieteinnahmen der grössten Immobilienfonds mit Fokus auf Geschäftsfächen sind im letzten Jahr nur geringfügig gestiegen und blieben teilweise sogar hinter der Inflation zurück. Gleichzeitig gelang es den Fonds kaum, ihre Leerstände zu reduzieren. Laut dem Performanceindex

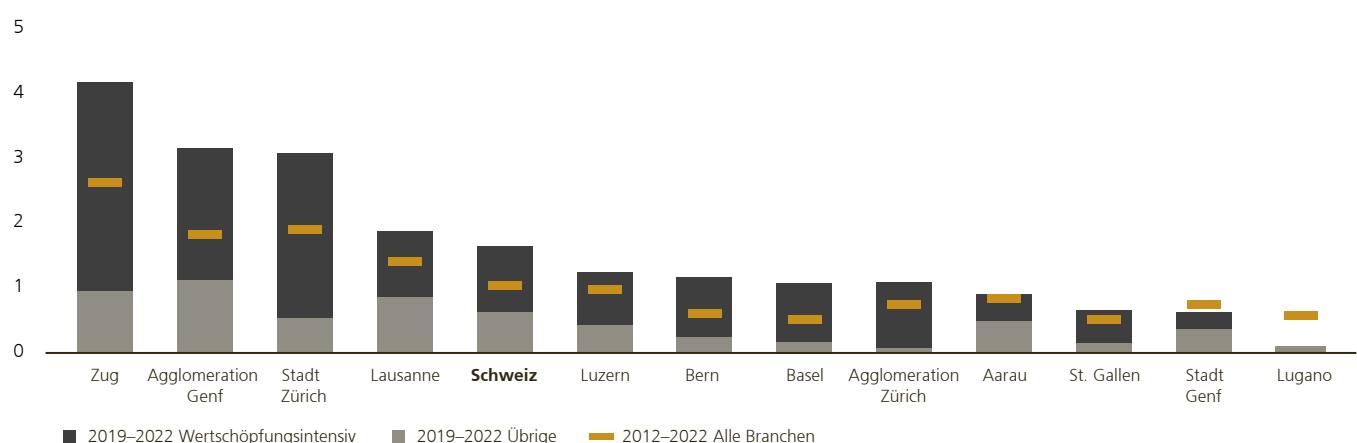
der Anlagestiftungen (KGAST) erzielten kommerzielle Portfolios im vergangenen Jahr zwar eine Rendite von knapp 3 Prozent. Allerdings war dies das zweit-schlechteste Ergebnis seit 2012 und rund 2 Prozentpunkte weniger als bei Wohnportfolios.

Im schweizweiten Vergleich ist die Angebotsquote von Büroflächen in den vergangenen Jahren marginal gestiegen und liegt aktuell bei rund 5 Prozent. Dies ist halb so hoch wie im Mittel der europäischen Grosszentren. In den mittelgrossen Schweizer Städten blieb die Angebotsquote stabil und verharrt auf einem vergleichsweise niedrigen Stand. Ein erheblicher Teil der leerstehenden Objekte befindet sich in den Regionen Zürich Nord und Genf Flughafen.

Abbildung 17

## Top Drei mit grossem Vorsprung

Beschäftigungswachstum in Vollzeitäquivalenten in Wirtschaftsregion (wenn nicht anders erwähnt), annualisiert in Prozent, nach Wertschöpfungsintensität der Branche



Quellen: BFS, UBS

### Beschäftigungsboom als Stabilitätsanker

Der Anstieg der Angebotsquote steht im Widerspruch zum dynamischen Beschäftigungswachstum der letzten Jahre. Dass keine Knappheit am Markt herrscht, ist eine Folge der anhaltenden Flächenoptimierung der Unternehmen. Die Zahl der Bürobeschäftigte legte seit 2019 um durchschnittlich 1,6 Prozent pro Jahr zu, doppelt so schnell wie das jährliche Wachstum von 2014 bis 2019. Dabei verzeichnete der öffentliche Sektor das stärkste Beschäftigungswachstum mit rund 2,3 Prozent.

Die Büroflächennachfrage war seit 2019 zudem verstärkt durch Branchen mit hoher Wertschöpfung getrieben, die eine überdurchschnittliche Zahlungsbereitschaft für Büroflächen aufweisen. Branchen wie IT, Finanzwesen oder Rechtsberatung trugen über 60 Prozent zum Wachstum der Bürobeschäftigung bei, was 10 Prozentpunkte mehr sind als im Zeitraum von 2014 bis 2019. Ohne das kräftige Beschäftigungswachstum wäre die Angebotsquote aktuell schätzungsweise 2 bis 3 Prozentpunkte höher.

### Spitzenmieten folgen der Wertschöpfung

Zürich und Zug stechen mit einem Beschäftigungswachstum von über 3 Prozent pro Jahr besonders hervor. Entgegen dem Trend zu einer stärkeren Beschäftigungskonzentration in den Zentren hat sich in Genf das Beschäftigungswachstum von der Stadt in die Agglomeration verlagert, die ein überdurchschnittliches Wachstum verzeichnete. In der Rhonestadt selbst wuchs die Beschäftigung hingegen kaum und lag damit hinter Bern und Basel.

Dabei war der Wachstumsbeitrag der wertschöpfungsintensiven Branchen in der Westschweiz geringer als in der Deutschschweiz. Insbesondere Zürich und Zug profitierten vom Beschäftigungsboom in diesen Branchen. Diese unterschiedliche Nachfragedynamik spiegelt sich in der lokalen Marktentwicklung wider: Die Spitzenmieten in der Zürcher Innenstadt liegen aktuell 15 Prozent über dem Niveau von 2019, während die Mieten für Top-Lagen in Genf auf hohem Niveau stagnierten.

### Mehr Qualität und Flexibilität

Zentrale Lagen sind aufgrund der steigenden Nachfrage nach flexiblen Büroflächen besonders gefragt, da für Flex-Office-Konzepte ein grosses Einzugsgebiet entscheidend ist. Zudem bevorzugen internationale Grosskonzerne moderne Büroflächen an Top-Lagen, die den neuesten Nachhaltigkeitsstandards entsprechen. Deshalb bleiben die Umbauinvestitionen hoch – im Gegensatz zu den Neubauinvestitionen. Umbauten machen aktuell rund 60 Prozent aller Bauinvestitionen in Büroflächen aus, was 10 Prozentpunkte über dem

langjährigen Durchschnitt liegt. Dabei konzentrieren sich die Investitionen insbesondere auf die Qualitätsverbesserung in den Grosszentren.

Die Kosten für Qualitätsverbesserungen und flexible Mietverträge spiegeln sich in höheren Angebotsmieten wider: In vielen Städten sind die Büromieten im vergangenen Jahr weiter gestiegen und haben damit den Aufwärtstrend der Vorjahre fortgesetzt. In den Agglomerationen hingegen, wo spürbar weniger investiert wird, blieben die Mieten weitgehend stabil.

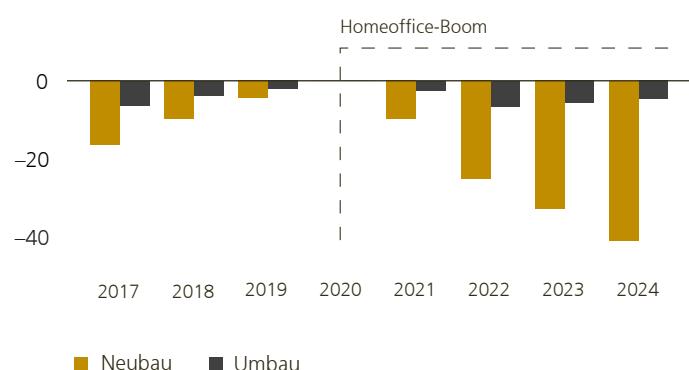
### Investitionen an Top-Lagen

Die positive Marktentwicklung an Top-Lagen zieht Investoren an und führt zu einer Verringerung der Risikoprämie. Im Jahr 2024 sanken die Spitzenrenditen im Durchschnitt der Grosszentren um rund 20 Basispunkte auf 2,8 Prozent, was auf eine rund 7 Prozent höhere Zahlungsbereitschaft hindeutet. Allerdings liegen die Spitzenrenditen noch fast 40 Basispunkte über dem Niveau vor dem Zinsanstieg 2022. Angetrieben durch die starke wirtschaftliche Entwicklung zogen die Preise insbesondere in Zürich an, wo die Renditen an Top-Lagen aktuell 2,1 Prozent betragen – rund 40 Basispunkte weniger als im Vorjahr.

Abbildung 18

### Anhaltend hohe Umbauinvestitionen

Reale Veränderung der Bauinvestitionen in Neu- und Umbau von Büroflächen, gegenüber 2020, in Prozent; Schätzung für 2023 und 2024



Quellen: BFS, UBS

### Arbeitskräftemangel begünstigt Homeoffice

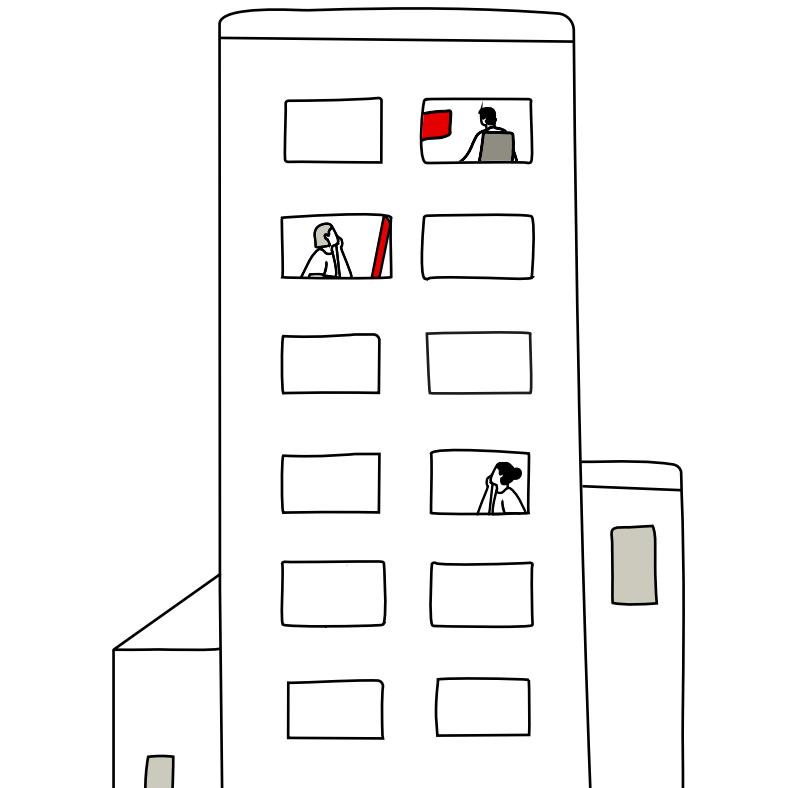
In den nächsten Jahren ist höchstens mit einem moderaten Anstieg der Büroflächennachfrage zu rechnen. Der statistisch schwer erfassbare Leerstand durch ungenutzte Arbeitsplätze dürfte immer noch beinahe doppelt so hoch sein wie 2019. Zudem wird die bevorstehende Pensionierungswelle der Babyboomer die Zahl der Erwerbstätigen verringern. Um das aktuelle Beschäftigungswachstum aufrechtzuerhalten, müsste die Zuwanderung bis 2030 rund 30 Prozent höher ausfallen als in den vergangenen fünf Jahren – ein eher unwahrscheinliches Szenario.

Soll hingegen das Arbeitskräftepotenzial der einheimischen Bevölkerung verstärkt genutzt werden, müssten Teilzeitpensen aufgestockt und Frauen stärker in den Arbeitsmarkt integriert werden. Dies wäre nur mit mehr ortsunabhängigem Arbeiten realisierbar, sodass mittelfristig der Homeoffice-Anteil an der Bürobeschäftigung voraussichtlich weiter steigen und so die Flächen-nachfrage dämpfen wird.

### Keine Trendwende

Für die kommenden Quartale erwarten wir insgesamt ein unterdurchschnittliches Wachstum der Bürobeschäftigung in der Schweiz. Angesichts der unsicheren Vermietungsperspektiven dürfte sich das Anlegerinteresse weiterhin auf zentrale Lagen sowie moderne und nachhaltige Gebäude konzentrieren. Im Landesdurchschnitt rechnen wir mit qualitätsbereinigt stagnierenden Mieten und für das Gesamtjahr mit einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung kommerzieller Portfolios.

Die zahlreichen geplanten Bauprojekte werden in den Regionen Bern, Genf und Lausanne die lokalen Angebotsquoten wahrscheinlich in die Höhe treiben. Weniger Neuangebot und eine robuste Geschäftsentwicklung der grossen Pharmakonzerne dürften hingegen den Anstieg der Angebotsquoten in Basel bremsen. Die IT-Cluster in Zürich und Zug werden voraussichtlich stark vom KI-Boom profitieren, sodass dort die Büromärkte vorerst vergleichsweise am stärksten bleiben dürften.



# Keine Verschnaufpause

Thomas Rieder, Katharina Hofer

Der Strukturwandel im Detailhandel setzt sich fort. Während das Lebensmittelsegment kaum vom Onlinehandel betroffen ist, geht das Ladenschliessen im Non-Food-Segment ungebremst weiter.

Der stationäre Detailhandel in der Schweiz befindet sich in einer fortschreitenden Konsolidierungsphase. Zwischen 2011 und 2022 verschwanden knapp 8 Prozent aller Läden im Non-Food-Bereich. Unter den grösseren Detailhandelsbranchen waren insbesondere Geschäfte für Schuhe und Bekleidung sowie für Elektronik überdurchschnittlich betroffen, wobei sich hier der Rückgang auf 20 bis 40 Prozent beläuft. Nur wenige grössere Branchen wie Apotheken oder Optiker konnten sich diesem Trend widersetzen.

## Das Food-Segment kann sich behaupten

Die bereits verfügbaren Zahlen zu Firmenkonkursen zeigen, dass sich das Ladenschliessen fortsetzt. Im Jahr 2024 meldeten gemäss Dun & Bradstreet mehr als 400 Einzelhandelsfirmen Insolvenz an, was im Vergleich zum Vorjahr ein Plus von 26 Prozent und den höchsten Wert seit 2017 darstellt.

Demgegenüber verzeichnete der Lebensmittelhandel, gestützt vom starken Bevölkerungswachstum, ein Plus von 2 Prozent an Läden. Vor allem grosse Supermärkte wurden eröffnet. Spezialisierte Geschäfte wie Metzgereien oder Bäckereien hatten jedoch einen schwierigen Stand, mit einem Rückgang von beinahe einem Drittel beziehungsweise einem Viertel.

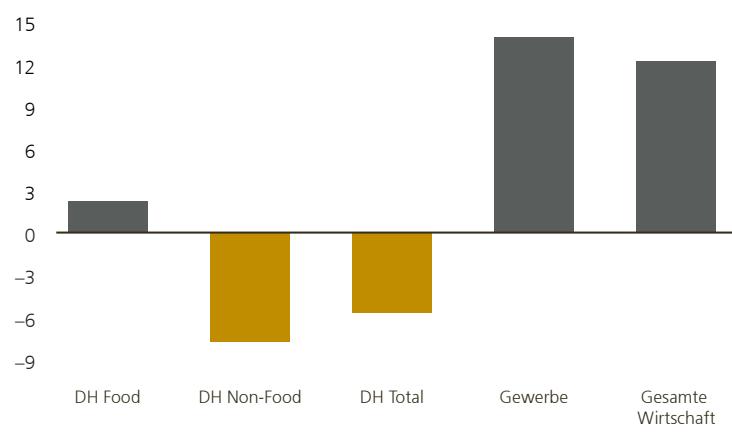
## Non-Food in Städten stärker betroffen

Zentren und Agglomerationen verzeichneten zwischen 2017 und 2022 deutlich mehr Ladeneröffnungen im Lebensmittelbereich als ländliche oder touristische Gemeinden. Das Gleiche gilt für Regionen mit starkem Bevölkerungswachstum. Dies war besonders in und um Zürich, in den Kantonen Zug und Schaffhausen, im Genferseebogen sowie in der Ostschweiz im Rheintal und in der Region Chur der Fall.

Dagegen litten die Grosszentren im Non-Food-Bereich am stärksten unter dem Strukturwandel. Das liegt einerseits daran, dass diese Geschäfte stärker in Städten vertreten sind. Andererseits wurde die Konsolidierung auf dem Land und in den Agglomerationen, beispielsweise bei Bekleidungsgeschäften, häufig bereits früher vollzogen.

Abbildung 19

Anzahl Läden im Detailhandel nimmt ab  
Veränderung der Anzahl Arbeitsstätten 2011 bis 2022, in Prozent



DH = Detailhandel

Quellen: BFS, UBS

### Siegeszug des Onlinehandels

Die Entwicklung des Onlinehandels verlief spiegelbildlich zum stationären Handel. Zwischen 2011 und 2022 verdoppelte sich die Anzahl der Arbeitsstätten hiesiger Onlinehändler beinahe. Im Jahr 2023 machte der inländische Onlinehandel laut GfK 11,9 Prozent des gesamten Detailhandelsumsatzes aus. Unter Einbezug des Umsatzes bei ausländischen Onlinehändlern liegt dieser Anteil sogar bei 14 Prozent. Die starke Entwicklung des Onlinehandels wird vom Non-Food-Segment getrieben, in dem mittlerweile 19 Prozent des Umsatzes online erzielt werden. Der Onlineanteil bei Lebensmitteln hingegen stagniert und bleibt bei niedrigen 3 Prozent.

In grenznahen Gebieten leidet der stationäre Handel weiterhin unter dem Einkaufstourismus. Trotz stärkerer Preisanstiege im Ausland bleibt dort das Einkaufen aufgrund des starken Frankens attraktiv. Obwohl die Mehrwertsteuer-Freigrenze für Auslandseinkäufe Anfang 2025 von 300 auf 150 Franken gesenkt wurde, dürfte dies aufgrund der hohen Einsparungsmöglichkeiten den Einkaufstourismus nicht signifikant bremsen. Zudem vereinfacht die neu eingeführte digitale Verzollung die Einfuhr in die Schweiz, während Deutschland plant, die Anreize für Einkäufe durch eine digitale Mehrwertsteuer-Rückerstattung zu erhöhen.

### Moderate Leerstände dank geringem Neubau

Investoren halten sich aufgrund der Marktentwicklung mit Neubauprojekten zurück. Das 2024 bewilligte Investitionsvolumen bei Verkaufsflächen belief sich auf rund die Hälfte des langjährigen Durchschnitts seit 1995. Im letzten Jahrzehnt entstanden nur wenige neue Einkaufszentren oder Grossprojekte mit Schwerpunkt auf Verkaufsflächen. Viele Neubauprojekte der letzten zehn Jahre wurden als kommerzielle Mischnutzungen oder grosse Wohnliegenschaften mit Verkaufsflächen realisiert.

Abbildung 20

Non-Food treibt Onlinehandel  
Anteil Onlinehandel, 2023



Quellen: GfK, UBS

Box 6

### Gewerbeflächen

Die Zahl der Arbeitsstätten im Gewerbe nahm von 2011 bis 2022 um fast 14 Prozent zu. Insbesondere entstanden Flächen für persönliche Dienstleistungen (Kosmetik, Coiffeur) sowie Fitnesscenter. Das Autogewerbe und Handwerksbetriebe legten leicht zu. Allerdings gibt es auch hier Branchen, wie Reisebüros, die als Folge der Digitalisierung zahlreiche Filialen schliessen mussten. Trotz der insgesamt positiven Entwicklung im Gewerbe lag der Leerstand für diese Flächen im 3. Quartal 2024 bei 10,3 Prozent. Das verfügbare Flächenangebot dürfte sich durch die vermehrte Umnutzung von Verkaufs- zu Gewerbeflächen ebenfalls erhöht haben. Viele stationäre Gewerbe, wie persönliche Dienstleistungen, können nur schwer durch den Onlinehandel oder Einkaufstourismus ersetzt werden. Anders als bei Verkaufsflächen dürfte das starke Bevölkerungswachstum den Gewerbeflächenmarkt daher in den kommenden Jahren stützen.

Die geringe Neubautätigkeit dürfte ein wichtiger Grund dafür sein, weshalb die Leerstände trotz Strukturwandel moderat ausfallen. Gemäss REIDA lag die Leerstandsquote bei Verkaufsflächen institutioneller Anleger im 3. Quartal 2024 bei 4,5 Prozent; für alle kommerziellen Flächen waren es durchschnittlich 9,8 Prozent. Ein weiterer Grund für die moderaten Leerstände liegt in der Umnutzung nicht vermietbarer Flächen, beispielsweise in Büro-, Gewerbe- oder, wo möglich, Wohnflächen, die somit nicht in die Statistik einfließen.

### Auf Top-Lagen fokussieren

Obwohl der reale Detailhandelsumsatz 2025 um 0,6 Prozent steigen dürfte, rechnen wir bei den Angebotsmieten für Verkaufsflächen mit einem Rückgang von 1 Prozent. Der fortschreitende Strukturwandel im Detailhandel wird den Verkaufsflächenmarkt wohl auch in den kommenden Jahren herausfordernd gestalten. Ein signifikanter Anteil des Konsumwachstums entfällt voraussichtlich auf den Onlinehandel. Vermehrte Mieterwechsel, ein hoher Vermarktungsaufwand und die Gefahr von Leerständen werden daher voraussichtlich allgegenwärtig bleiben. Anders sieht die Situation an den Top-Lagen aus. Insbesondere Erdgeschosslagen funktionieren dort dank hoher Passantenfrequenzen weiterhin gut. Wir rechnen damit, dass sich die Teilung der Marktentwicklung zwischen Top- und übrigen Lagen auch in den kommenden Jahren fortsetzen wird.

# Chancenreich und anspruchsvoll

Fabian Waltert, Thomas Rieder

In einem anspruchsvollen Umfeld haben sich Schweizer Industrie- und Logistikimmobilien zuletzt als robust erwiesen. Insbesondere das Logistiksegment verspricht langfristig solide Erträge, bleibt jedoch als Direktanlage schwer zugänglich.

Die Zinsanstiege der Jahre 2022 und 2023 führten auch bei Logistik- und Industrieflächen zu Preiskorrekturen – allerdings moderater als in anderen Immobiliensegmenten. Mit der Rückkehr zu niedrigen Zinsen, der Erholung der Lieferketten und einem robusten Konsum haben sich die Aussichten für dieses Segment wieder verbessert.

## Onlinehandel stärkt Logistiknachfrage

Die Schweiz verfügt über einen robusten Industriesektor. In den vergangenen 30 Jahren stiegen die Exporte real um durchschnittlich mehr als 3 Prozent pro Jahr. Zuletzt schwächten sie sich jedoch aufgrund der eingetriebenen Wirtschaftslage in Europa ab. Höhere Zölle könnten den Welthandel belasten und eine rasche Erholung der Exporte gefährden. Während die Beschäftigung in der Gesamtwirtschaft im letzten Jahr um 1,0 Prozent zunahm, stagnierte sie im verarbeitenden Gewerbe. Mittelfristig ist insgesamt mit einer verhaltenen Flächen-nachfrage der produzierenden Industrie zu rechnen.

Die Logistikbranche befindet sich seit 2021 wieder im Aufwind und die Beschäftigung stieg seither jährlich um rund 3 Prozent. Der wichtigste Nachfrager für Logistikflächen in den letzten Jahren war der Onlinehandel, dessen Marktvolumen während der Pandemie sprunghaft anstieg. Im Jahr 2024 lag das von der Schweizerischen Post beförderte Paketvolumen, trotz zwischenzeitlicher Konsolidierung, noch immer um 20 Prozent über dem Niveau von 2019. Eine kostengünstige, schnelle und Mehrwert schaffende Logistik ist für die Akteure des Online- und Multi-Channel-Handels von höchster strategischer Bedeutung. Entsprechend steigen auch die qualitativen Anforderungen an Logistikflächen, die sich neben der Lagerung für verschiedene

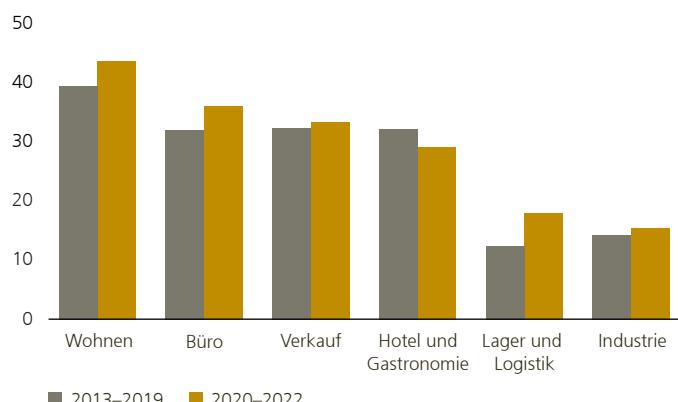
Dienstleistungen wie der Abwicklung von Retouren oder einzelne Montageschritte eignen müssen.

## Hohe Anforderungen an Anlageobjekte

Im Gegensatz zu Wohn- oder Büroflächen dominieren bei Industrie- und Logistikflächen die Selbstnutzer. Bei Lagerflächen wurden von 2020 bis 2022 nur rund 18 Prozent des Bauvolumens von institutionellen Anlegern in Auftrag gegeben, bei Industrieflächen 15 Prozent. Damit liegen sie deutlich hinter den Segmenten Wohnen (43 Prozent) und Büro (36 Prozent) zurück. Um als Anlageobjekt in Frage zu kommen, müssen Industrie-

Abbildung 21

**Mehrheitlich Selbstnutzung bei Logistik und Industrie**  
Anteil institutioneller Anleger und Bau-/Immobilienfirmen an Bauinvestitionen (Neubau und Umbau), Durchschnitt nach Periode in Prozent



Quellen: BFS, UBS

und Logistikflächen spezifische Eigenschaften aufweisen. Insbesondere sollten sie attraktive Flächen für eine möglichst grosse Zahl von potenziellen Mietern bieten. Voraussetzung dafür ist eine vorteilhafte Lage und eine Bauweise, die eine flexible Nutzung ermöglicht. Bei Industrieflächen konzentriert sich das Interesse der Anleger weitgehend auf sogenannte «Light Industrial»-Flächen – flexibel nutzbare Hallen, die neben Produktions- oder Montageflächen meist auch Büro- oder Laborräume umfassen. Mit der steigenden Bedeutung von Nachhaltigkeitszielen liegt der Fokus ausserdem verstärkt auf Aspekten wie energieeffizienter Bauweise und moderner Gebäudetechnik.

### Hohe Rendite mit geringer Liquidität

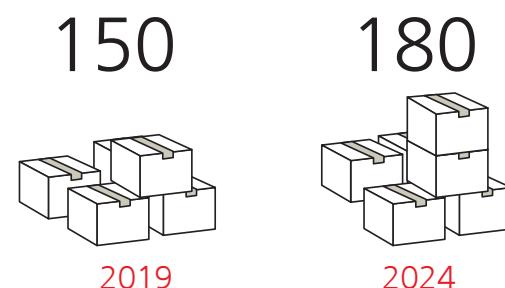
Logistik- und Industriekomplexe sind als Direktinvestition eine anspruchsvolle Anlageklasse, die spezifisches Branchenwissen erfordert. Zudem sind die geringe Marktliquidität und die hohen Kapitalanforderungen zu berücksichtigen. Entwicklungsprojekte auf der grünen Wiese stehen häufig vor zonenrechtlichen Einschränkungen und Widerstand seitens Interessenverbänden, der Bevölkerung und Gemeinden. Für Anleger vielversprechender sind oft der Erwerb und Umbau bestehender Industrieliegenschaften oder «Sales and Leaseback»-Transaktionen (Verkauf einer Immobilie durch den Eigentümer an einen Investor, gefolgt von einem sofortigen Rückmietvertrag).

Investitionen in Logistik- und Industriekomplexe bieten mehrere Vorteile. Erstens generieren sie stabile und hohe Cashflow-Renditen. Zweitens eignen sie sich aufgrund der geringen Korrelation ihrer Renditen mit anderen Immobilien-Anlageklassen gut zur Portfoliodiversifikation. Drittens kann aufgrund der Flächenknappheit langfristig mit steigenden Mieten und Immobilienwerten gerechnet werden. Der Kostendruck der Nutzer und die Möglichkeit einer Verlagerung von Logistikprozessen ins grenznahe Ausland dämpfen jedoch das Aufwärtspotenzial. Neben Logistikflächen sehen wir selektive Chancen bei gemischten Gewerbeobjekten mit Produktions-, Lager-, Büro- und gegebenenfalls Laborflächen, die flexibel gestaltet sind und sich somit für mehrere Mieter eignen.

Abbildung 22

### Höheres Paketvolumen

Durch die Schweizerische Post beförderte Pakete, in Millionen

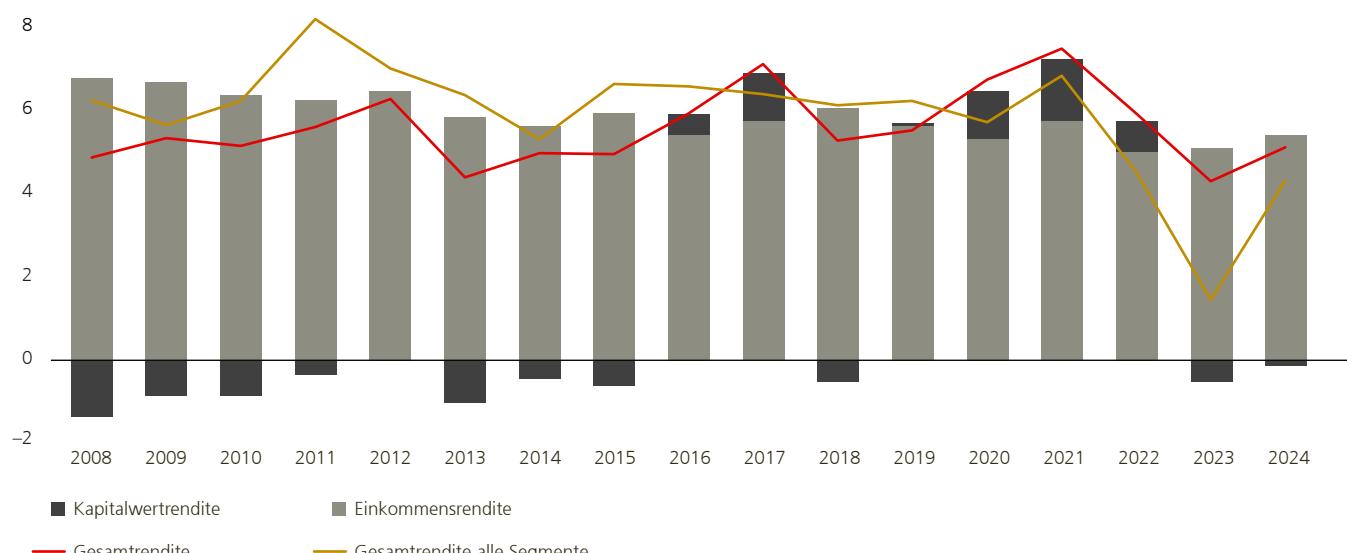


Quellen: Schweizerische Post, UBS

Abbildung 23

### Hohe und beständige Einkommensrenditen

Renditekomponenten von Industrie-/Logistikflächen im Vergleich zum Gesamtmarkt der Schweizer Immobilien-Direktanlagen, in Prozent



Quellen: MSCI, UBS

## Datacenter

Datacenter sind ein stark wachsendes Segment im Immobilienmarkt. Wachstumstreiber der letzten Jahre ist die zunehmende Verbreitung von Cloud-Computing und künstlicher Intelligenz. Der Bedarf an diesen Dienstleistungen dürfte die Nachfrage nach Datacentern in Zukunft weiter steigern.

### Teurer Standort Schweiz

Wie bei Industrie- und Logistikflächen ist auch bei Datacentern die Lage entscheidend, da sie eine zuverlässige, kostengünstige Stromversorgung und einen Anschluss an das Hochgeschwindigkeitsinternet erfordern. Zudem sollte der Standort nicht durch Umweltrisiken wie Erdbeben gefährdet sein und in der Nähe der Kunden liegen, um schnelle Antwortzeiten bei Datenanfragen zu gewährleisten. Trotz der starken Präsenz von Technologieunternehmen zählt die Schweiz insbesondere aufgrund hoher Kosten nicht zu den führenden Datacenter-Standorten in Europa. Dennoch haben sich in den letzten Jahren vermehrt globale Anbieter niedergelassen, da Schweizer Unternehmen ihre Daten zumindest teilweise in der Schweiz speichern müssen oder möchten.

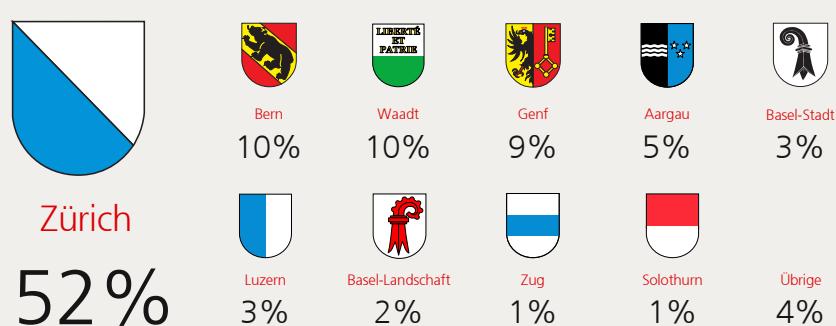
### Wachsende Nische

Gemäss Immobiliendienstleister CBRE gab es im Sommer 2024 schweizweit (ohne Kleinstanbieter) 98 sogenannte Colocation-Datacenter – also Datacenter, deren Infrastruktur von mehreren Mietern geteilt wird. Diese umfassen eine Gesamtfläche von 220 000 Quadratmetern. Über die Hälfte davon befindet sich im Kanton Zürich, gefolgt vom Kanton Bern mit 10 Prozent. Seit 2020 wurden laut unserer Auswertung Bauprojekte im Umfang von mehr als 1,2 Milliarden Franken bewilligt. Trotz ihres starken Wachstums bleiben Datacenter eine Nische für Immobilieninvestoren. Direktanlagen erfordern viel Kapital und Fachwissen und kommen deshalb nur für wenige Akteure in Betracht.

Abbildung 24

### Zürich dominiert

Vermietbare Datacenterflächen in Colocation-Datacentern in der Schweiz im 2. Quartal 2024, ohne Kleinstanbieter



Quellen: CBRE, UBS

# Börse



Gebäude am Rive Quay in Genf, Schweiz. Getty Images

# Agios auf dem Prüfstand

Maciej Skoczek, Fabian Waltert

Nach einer starken Performance im Jahr 2024 sind Schweizer Immobilienfonds im historischen Vergleich aktuell hoch bewertet. Ein substanzialer Teil der Agios lässt sich nur durch die Erwartung fallender Zinsen erklären. Lässt diese nach, dürften die Kurse unter Druck geraten.

Die Rückkehr der Tiefzinsen sowie die verbesserten Ertragsaussichten auf dem Immobilienmarkt haben die Performance börsennotierter Schweizer Immobilienfonds im vergangenen Jahr beflügelt. Mit einer Gesamtrendite von 17,6 Prozent, gemessen am SWIIT Index, war das Jahr 2024 das viertbeste der vergangenen 30 Jahre. Diese Entwicklung setzte sich im Januar 2025 fort, sodass der Index zwischenzeitlich auf einem

neuen Höchststand notierte. Die Immobilienfonds erreichten dadurch ein beachtliches Bewertungsniveau: Das durchschnittliche Agio – Aufpreis gegenüber dem Nettoinventarwert – lag im bisherigen Jahresverlauf zeitweise bei rund 35 Prozent und damit etwa eine Standardabweichung über dem langfristigen Durchschnitt von 22 Prozent.

Abbildung 25

## Immobilienfonds im Aufwind

Aufpreise über Nettoinventarwerte (Agios) von Schweizer börsennotierten Immobilienfonds, marktkapitalisierungsgewichtet, in Prozent, per Mitte Februar 2025



Quellen: Geschäftsberichte börsennotierter Immobilienfonds, Bloomberg, UBS

### Agios teilweise gerechtfertigt

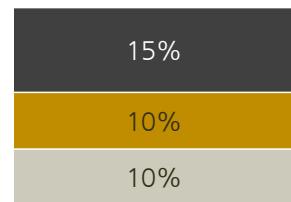
Obwohl der Immobiliensektor im historischen Vergleich an der Börse hoch bewertet ist, sind Anleger aus mehreren Gründen bereit, den aktuellen Aufpreis zu zahlen.

1. *Strukturvorteile*: Nettoinventarwerte spiegeln lediglich die addierten Verkehrswerte einzelner Liegenschaften wider. Wer Fondsanteile erwirbt, profitiert jedoch von einem diversifizierten Immobilienportfolio sowie professionellen Management. Zudem sind Anteile börsennotierter Immobilienfonds wesentlich liquider als Direktanlagen in Immobilien und lassen sich bei Bedarf zeitnah verkaufen. Diese Faktoren dürften ein Agio von schätzungsweise 10 Prozentpunkten rechtfertigen.
2. *Latente Steuern*: Nettoinventarwerte werden nach Abzug geschätzter Steuern, überwiegend Grundstücksgewinnsteuern, ausgewiesen. Da die Fonds jedoch nur selten Liegenschaften veräußern, fällt ein Grossteil dieser Steuern erst in ferner Zukunft an. Dies führt zu einer zu niedrigen Bewertung des Portfolios und dürfte ebenso 10 Prozentpunkte des Agios erklären.
3. *Zinserwartungen*: Die restlichen 10 bis 15 Prozentpunkte des aktuellen Agios sind auf die Differenz zwischen den am Markt eingepreisten und in den Büchern ausgewiesenen Diskontierungssätzen zurückzuführen. Diese Abweichung entsteht, weil Börsenkurse die Stimmung am Transaktionsmarkt schneller reflektieren als die bewertungsbasierten Buchwerte. Werden beispielsweise sinkende Zinsen (und damit niedrigere Diskontierungssätze) erwartet, sind Anleger bereit, einen entsprechenden Aufpreis auf den Buchwert zu zahlen. Aktuell dürfte der am Markt eingepreiste implizite Diskontierungssatz rund 40 Basispunkte unter dem in den Bilanzen verwendeten Wert liegen. Dies impliziert eine erwartete Steigerung der Inventarwerte von etwa 15 Prozent. Um dieses Niveau zu erreichen, müssten die Buchwerte etwa 10 Prozent über ihren bisherigen Höchstwert von 2022 steigen.

Abbildung 26

### Zusammensetzung des Agios

Per Mitte Februar 2025



Quelle: UBS

### Grosse Unterschiede zwischen den Produkten

Diese Faktoren wirken sich unterschiedlich stark auf die Agios einzelner Fonds aus. So verzeichnen Fonds mit längerer Historie tendenziell höhere Agios als neuere: Beispielsweise werden Fonds mit Erstemission vor dem Jahr 2000 im Durchschnitt zu doppelt so hohen Agios gehandelt wie solche, die später lanciert wurden. Dies liegt teilweise daran, dass die latenten Steuern aufgrund grösserer Wertzuwächse bei früher aufgelegten Fonds in der Regel höher ausfallen.

Fonds mit grösserer Marktkapitalisierung werden zudem eher mit höheren Agios gehandelt, was teilweise auf Skaleneffekte und Diversifikationsvorteile zurückzuführen ist. Die zehn grössten Immobilienfonds – alle mit einer Marktkapitalisierung von über zwei Milliarden Franken – wiesen per Ende Februar 2025 ein Durchschnittsagio von über 40 Prozent auf, während bei Fonds mit einer Marktkapitalisierung von weniger als einer Milliarde Franken durchschnittlich 16 Prozent bezahlt wurden.

Daneben spiegeln die Unterschiede in den Bewertungen auch die derzeit zuversichtlichere Marktein schätzung gegenüber Wohnliegenschaften im Vergleich zu Geschäftsliegenschaften wider. Insgesamt reicht die Bandbreite der Agios aktuell von über 50 Prozent bis hin zu Disagios (Abschläge zum Netto inventarwert) von 15 Prozent.

### Beschränkte Eignung als Entscheidungsgrundlage

Den Agios wird bei Investitionsentscheidungen oft ein hohes Gewicht beigemessen. Viele Anleger folgen dabei einer Markt-Timing-Strategie und steigen ein oder aus, sobald das Agio einen kritischen Wert über- oder unterschreitet. Allerdings erweisen sich Agios nicht als verlässlicher Indikator für Anlageentscheide.

Gemäss unseren Berechnungen führte in den letzten fünfzehn Jahren eine systematische Markt-Timing-Strategie – beispielsweise ein Verkauf bei relativ hohen Agios von über zwei Standardabweichungen und ein Kauf bei relativ niedrigen Agios von unter einer Standardabweichung – auf Sicht von fünf Jahren und nach Abzug aller Transaktionskosten zu keiner Überrendite gegenüber einer einfachen Buy-and-Hold-Strategie. Ähnliches gilt für Markt-Timing-Strategien mit anderen Grenzwerten zum Ein- und Ausstieg.

### Langer Atem ist entscheidend

Das aktuelle Agio-Niveau deutet auf eine Überbewertung der Anlageklasse hin. Solange sich die Zinsen im positiven Bereich bewegen, bleibt es ungewiss, ob

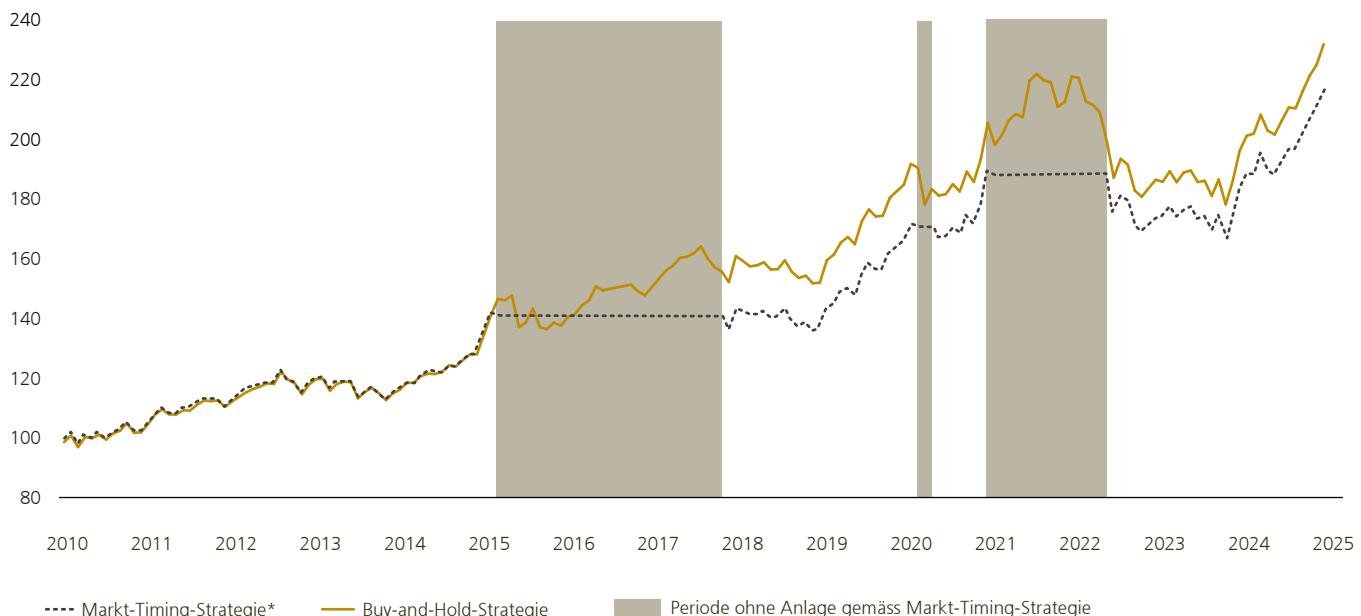
dieses Niveau mittelfristig gehalten werden kann. Daher erwarten wir, dass die Preisrendite der Immobilienfonds 2025 höchstens im niedrigen einstelligen Prozentbereich ausfallen wird. Investoren, die kurzfristig auf hohe Renditen setzen, könnten bei zusätzlichen Investitionen in Immobilienfonds enttäuscht werden.

Dennoch können Immobilienfonds für langfristig orientierte Investoren eine attraktive Portfolioergänzung sein. Sie werfen im Vergleich zu Anleihen relativ attraktive Ausschüttungsrenditen ab (auch wenn diese im historischen Vergleich derzeit eher niedrig sind). Die Ausschüttungen bieten zudem produktabhängig steuerliche Optimierungsmöglichkeiten. Dank steigender Mieteinnahmen (vor allem bei Wohnimmobilienfonds), sinkender Finanzierungskosten und gezielter Investitionen in die Qualität des Liegenschaftsbestands dürfen sich die operativen Ergebnisse der Gesellschaften positiv entwickeln. Das stärkt die Stabilität und Nachhaltigkeit der Ausschüttungen.

Abbildung 27

### Schwieriges Markt-Timing mit Agios

Gesamtrendite von Anlagen in Schweizer Immobilienfonds, nach Strategie, Index: 1.1.2010 = 100



\* Verkauf, wenn Agio mehr als zwei Standardabweichungen über dem Mittelwert; Wiedereinstieg, wenn Agio weniger als eine Standardabweichung über dem Mittelwert. Beim Verkauf und Kauf werden jeweils Transaktionskosten von 0,75 Prozent abgezogen.

# Rückkehr der Investoren

Thomas Veraguth

Das Interesse an globalen kommerziellen Immobilien als Anlage dürfte 2025 zunehmen. Die Inflation hat sich weitgehend normalisiert, was tiefere Zinsen und Finanzierungskosten mit sich bringt.

Da die Zentralbanken ihre Leitzinsen voraussichtlich weiter senken und die Banken gleichzeitig ihre Kreditvergabestandards lockern werden, dürften die Finanzierungskosten für Immobilieninvestoren spürbar sinken. Damit sollten auch frühere Unsicherheiten rund um die US-Regionalbanken, die durch fragile Bilanzen infolge des Einbruchs am US-Anleihenmarkt (2021 bis 2022) ausgelöst wurden, die globalen Immobilienmärkte kaum noch belasten. Die Finanzierung von Büroflächen durch US-Banken – die den Kern dieser Immobilien schwäche darstellte – umfasst nur 2 bis 4 Prozent der durchschnittlichen Kreditportfolios. Die Befürchtungen ungünstiger Refinanzierungskosten zu Beginn des Jahres 2024 dürften somit nicht erneut auftreten. Zudem weisen die beiden schwächeren Immobiliensektoren Verkauf und Büro zunehmend solidere Daten auf, was Erwartungen zusätzlicher Wertverluste schwinden lässt.

**Höhere Transaktionsvolumen stützen Kapitalwerte**  
Die globalen Transaktionsvolumen unterlagen in den letzten Jahren erheblichen Schwankungen und führten zu einer Verunsicherung der Marktteure. Sie sanken 2020 um knapp 25 Prozent, erholteten sich 2021 um 58 Prozent und fielen 2022 sowie 2023 wieder um 17 beziehungsweise 44 Prozent. Im Jahr 2024 stiegen die Volumen um 13 Prozent und 2025 dürften sie voraussichtlich deutlich darüber liegen. Gründe für diesen volatilen Verlauf waren einerseits ein Mangel an Zwangsväufen, der ein schnelles Wiederaufleben verhinderte, andererseits verlängerten die Fremdkapitalgeber die Fälligkeiten, um eine schnelle Abschreibung ihres Kapitals zu vermeiden. Dies führte zu einer Fehlallokation von Krediten an Anleger mit schwachen Bilanzen, verdrängte neue Kreditpositionen und verursachte den gegenwärtigen Refinanzierungsstau.

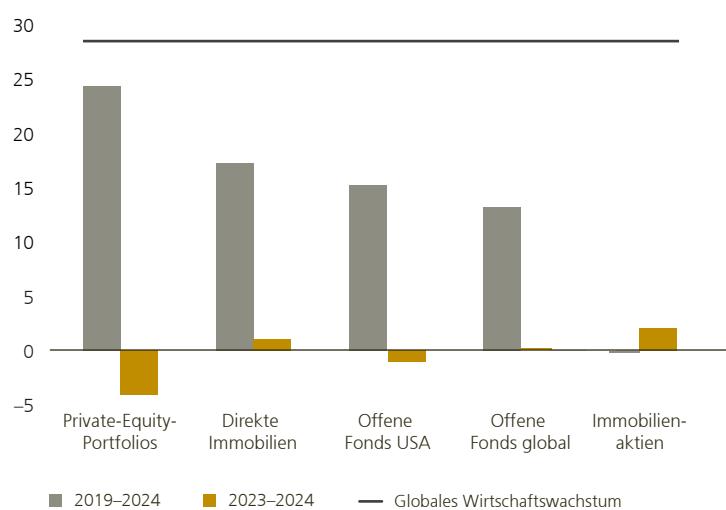
Wir erwarten, dass sich die jährliche Fremdkapitalfinanzierung in den nächsten zwei bis drei Jahren im Vergleich zu 2024 nahezu verdoppeln wird. Die Transaktionsmärkte gewannen bereits gegen Ende des letzten

Jahres deutlich an Dynamik. Beispielsweise wurden in den USA neben Mehrfamilienhäusern und Industrieflächen auch Bürogebäude spürbar stärker gehandelt. Wir beobachten einen Schub an Akquisitionen, der das Ergebniswachstum der Investoren vorantreiben und die Kapitalwerte stützen dürfte sowie Opportunitäten zwischen 2025 und 2027 eröffnet. Für 2025 rechnen wir mit einer Trendumkehr und einer Gesamtrendite von rund 9 Prozent, die damit über dem langfristigen Durchschnitt von 7,5 Prozent liegen würde.

Abbildung 28

## Unterdurchschnittliche Gesamtrendite

Nomrale Gesamtrendite von Immobilieninvestitionen Ende 2024 im Vergleich zu Ende 2019 und 2023 sowie globales Wirtschaftswachstum 2024 im Vergleich zu 2019, kumuliert in Prozent



Anmerkungen: Alles in US-Dollar; Offene Fonds USA für kommerzielle Immobilien (ODCE Index); Offene Fonds global für kommerzielle Immobilien (GREFI); der «MSCI Global Property Index» für direkte Immobilien ist der Benchmark für Immobilieninvestitionen ohne Fremdfinanzierung

Quellen: PERE Index (Bloomberg), EPRA Total Markets Table, Bloomberg, FTSE EPRA Nareit Global Real Estate Index, MSCI World Index, UBS

### Vermietungsaktivität nimmt zu

Seit ihrem Höchststand Mitte 2022 haben die globalen direkt gehaltenen Immobilien nach einer Korrektur über ein Zehntel an Kapitalwert verloren, inflationsbereinigt sogar doppelt so viel. Ab Herbst 2024 bildete sich ein stabiler Boden für die Bewertungen. Dazu trugen das Mietwachstum und eine stärkere Vermietungsaktivität bei, die das Vertrauen der Anleger stärkten. Die Differenz zwischen Gesamtrendite und Finanzierungskosten vergrössert sich allmählich, da Vermieter die Mieten in Höhe der Inflation oder sogar darüber anheben können. Auch wenn die Vermietungsaktivität derzeit unter dem langfristigen Niveau liegt, zeigt sie seit Ende 2024 deutliche Zeichen einer Erholung.

Gemäss Real Capital Analytics (RCA) wurden Bürogebäude in den USA gegen Ende 2024 mit einer Anfangsrendite von durchschnittlich 8,9 Prozent verkauft. Bei Verkaufsflächen lag sie bei 7,2 Prozent, bei Industrieflächen bei 6,4 Prozent und bei Mehrfamilienhäusern bei 5,7 Prozent. Diese Renditen übertreffen derzeit jene von zehnjährigen Staatsanleihen, wodurch Immobilieninvestitionen wieder vergleichsweise attraktiv erscheinen.

### Alle Sektoren profitieren von Erholung

Im Jahr 2007 entfielen noch 45 Prozent der Direktinvestitionen auf Büros, während alle anderen Immobiliensegmente Anteile unter 20 Prozent verzeichneten. In der zweiten Jahreshälfte 2024 lagen die Anteile laut Jones Lang LaSalle (JLL) bei 24 Prozent für Industrie und Logistik, 23 Prozent für Wohngebäude, 23 Prozent für Büros und 18 Prozent für Verkaufsflächen. Nischeninvestitionen machten insgesamt 12 Prozent aus.

Ein deutlicher Rückgang des Neubauangebots in allen Segmenten, insbesondere bei Büro- und Verkaufsflächen, wirkt sich allgemein positiv auf die Kapitalwerte und das Mietwachstum aus. Zahlreiche Vermieter profitieren außerdem von ihrer gestärkten Preissetzungsmacht in gefragten Anlageklassen wie Rechenzentren, Wohnraum an attraktiven Lagen, Logistik und erstklassigen Büros. Insgesamt könnte sich das Mietwachstum daher in den nächsten zwei bis drei Jahren um bis zu 1 Prozentpunkt über der Inflation einpendeln. Allerdings sollten sich Investoren bei ihren Erwartungen an zukünftiges Wertwachstum zurückhaltender zeigen.

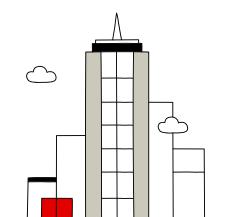
### Oppportunitäten in Sicht

Seit Ende 2024 bietet sich wieder ein historisch betrachtet attraktiver Einstiegszeitpunkt für direkte und indirekte Immobilienanlagen. Ein Stagflations-schock ist nach wie vor das grösste Risiko für langfristige Immobilienanlagen, erscheint derzeit jedoch eher unwahrscheinlich. Anleger, die 2025 verstärkt Kapital einsetzen und ihren Zinsaufwand über die Laufzeiten gezielt optimieren, könnten sogar einen zyklisch attraktiven (Wieder-)Einstieg hinsichtlich der Gesamtrendite realisieren.

Abbildung 29

#### Höchste Anfangsrenditen bei Büros

Anfangsrenditen USA per Ende 2024



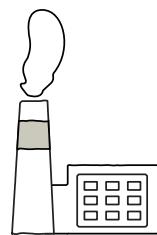
Büro

8,9%



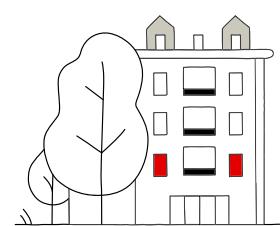
Verkauf

7,2%



Industrie

6,4%



Mehrfamilienhäuser

5,7%

Quellen: RCA, UBS

# Nachhaltigkeit



Hausdach mit Sonnenkollektoren in den Schweizer Alpen, Getty Images

# Der Weg ist das Ziel

Thomas Rieder, Maciej Skoczek

Die bisherige Heizungsersatzrate bei Wohnbauten ist zu niedrig, um die Nachhaltigkeitsziele bis 2050 rechtzeitig zu erreichen. Verbote fossiler Heizungen dürften den Weg zur Klimaneutralität bei Wohngebäuden ebnen. Kantone, die bereits jetzt über eine entsprechende Regulierung verfügen, sollten deutlich schneller vorankommen.

Die Anzahl verkaufter Wärmepumpen in der Schweiz schrumpfte im Jahr 2024 zum ersten Mal seit 2015 und zwar um 29 Prozent im Vorjahresvergleich. Ein wesentlicher Grund dafür dürfte sein, dass die Öl- und Gaspreise um 25 beziehungsweise 15 Prozent unter den Preisen von Ende 2022 liegen. Im Gegensatz dazu verteuerte sich der Strom, der für den Betrieb von Wärmepumpen benötigt wird, in dieser Periode um fast 45 Prozent, was den Anreiz für einen Heizungswechsel verringert.

## Kantone sind unterschiedlich weit

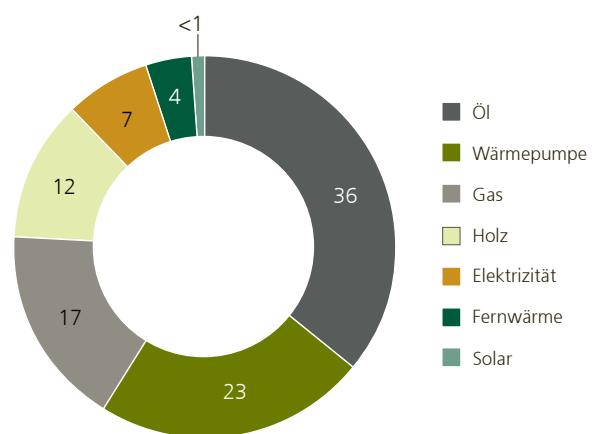
Diese Trendwende kommt in Bezug auf die Klimapolitik zu einem ungünstigen Zeitpunkt. Die notwendige Heizungsersatzrate ist immer noch zu niedrig, um die politisch gesteckten Nachhaltigkeitsziele bis 2050 zu erreichen. Gemäss unseren Schätzungen müssten jährlich in über 39 000 Wohngebäuden nachhaltige Heizungen eingebaut werden, um fossile Heizungen bis 2050 vollständig zu ersetzen. Im Jahr 2024 sank jedoch die Ersatzrate auf geschätzt 24 000 im Vergleich zu 29 000 im Vorjahr.

Gemäss eidgenössischem Gebäude- und Wohnungsregister verfügten Ende 2024 erst 40 Prozent aller Wohngebäude über eine nachhaltige Heizung. Öl bleibt zwar mit 36 Prozent der häufigste Heizungstyp, doch mit einem Anteil von beinahe einem Viertel hat die Wärmepumpe die Gasheizung mittlerweile überholt. Regional gesehen weisen die Kantone Obwalden, Appenzell Innerrhoden und Uri mit jeweils fast 60 Prozent den höchsten Anteil nachhaltiger Energiequellen

bei Wohngebäuden auf. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Holzheizungen in vielen ländlichen und Bergkantonen üblich sind. Auch in den Kantonen Basel-Stadt und Freiburg sind über die Hälfte der Heizungen nachhaltig; dort wird jedoch auf Fernwärme und Wärmepumpen gesetzt. Schlusslicht ist der Kanton Genf, wo nur 21 Prozent aller Wohnobjekte nachhaltig beheizt werden. Auch in den Westschweizer Kantonen Waadt und Neuenburg gilt dies lediglich für etwas mehr als ein Viertel aller Wohngebäude.

Abbildung 30

## Wohngebäude nach Heizungstyp Anteil im Jahr 2024, in Prozent



Quellen: BFS, UBS

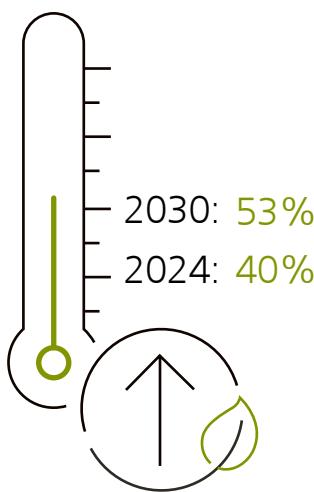
### Bestand als Hebel

Im Neubau wird mittlerweile bei praktisch allen bewilligten Wohnbauprojekten, für die Informationen vorliegen, auf nachhaltige Heizungen gesetzt. Mit einer aktuellen Zuwachsrate von knapp 1 Prozent des Gebäudebestands bleibt dieser Einfluss auf die Nachhaltigkeit des Wohngebäudesektors jedoch begrenzt. Der Fokus muss daher auf dem Altbau liegen, was der Politik ebenfalls bewusst ist.

Neben Subventionen und Steuererleichterungen setzen die Kantone vermehrt auf ein Verbot von fossilen Lösungen beim Heizkesselsatz. Dies ist bereits in den Kantonen Basel-Stadt, Glarus, Genf, Neuenburg und Zürich der Fall. Im Jahr 2026 wird Basel-Landschaft folgen und die Waadt 2027 voraussichtlich nachziehen. In Uri verzögert sich die striktere Regulierung nach Ablehnung der Energieverordnung durch das Stimmvolk im Jahr 2024. In diesen Kantonen dürfte sich das Tempo des Heizungssatzes, wo noch nicht geschehen, in den kommenden Jahren merklich erhöhen. Basel-Stadt geht mit gutem Beispiel voran: Der nachhaltige Heizungssatz lag dort 2024 bei rund 5 Prozent.

Abbildung 31

2030 nur jede zweite Heizung nachhaltig  
Anteil der Wohngebäude mit nachhaltiger Heizung,  
Schätzung UBS für 2030



Quellen: BFS, UBS

### Verbote auf dem Vormarsch

Im Herbst 2024 hat die Konferenz der kantonalen Energiedirektoren die «Mustervorschriften der Kantone im Energiebereich» (MuKE) 2025 in die Vernehmlassung geschickt. Die MuKE 2025 sehen ein umfassendes Verbot von fossilen Heizungen beim Heizungssatz vor. Auch ortsfeste elektrische Widerstandsheizungen und ausschliesslich direkt-elektrisch betriebene Wassererwärmer wären nicht mehr zulässig.

Die MuKE 2025 werden voraussichtlich im Sommer des laufenden Jahres verabschiedet. Allerdings handelt es sich dabei lediglich um Mustervorschriften, die in die kantonalen Energiegesetze einfließen sollen. Dies wird Zeit in Anspruch nehmen, da die Kantone zunächst ihre Energiegesetze anpassen müssen und das Stimmvolk das letzte Wort hat. Nach Inkrafttreten der Vorgängerversion, den MuKE 2014, vergingen sieben Jahre, bis mehr als die Hälfte aller Kantone diese umgesetzt hatte, und in drei Kantonen waren sie Anfang 2025 noch nicht implementiert.

### Unterschiedlich schnell am Ziel

Unter Berücksichtigung der gesetzlichen Rahmenbedingungen dürfte unseren Schätzungen zufolge bis 2030 etwas mehr als jedes zweite Wohngebäude im Landesdurchschnitt über eine nachhaltige Heizung verfügen. In den Kantonen Freiburg, Basel-Stadt und Obwalden würden dann beinahe drei von vier Gebäuden nachhaltig beheizt werden. In mehr als einem Viertel der Kantone dürfte der Anteil jedoch unter 50 Prozent liegen. Die Umsetzung der MuKE 2025 wird sich wohl erst nach 2030 bemerkbar machen. Spätestens mit diesen flächendeckenden Beschränkungen dürfte der nachhaltige Heizungssatz so an Tempo zulegen, dass die Nachhaltigkeitsziele im Gebäudepark bis 2050 doch noch erreicht werden können.

Tabelle 1

### Nachhaltigkeitsbestrebungen bei Wohngebäuden in den Kantonen

Anteil nachhaltiger Heizungen, in Prozent; Datenqualität: Anteil der Heizungsangaben, die nicht aus der Volkszählung 2000 stammen oder unbekannt sind, in Prozent; Verbot fossil: Vorhandensein eines Verbots fossiler Heizungen beim Ersatz; Anteil nachhaltiger Heizungen 2030, Schätzung UBS, in Prozent

Kanton	2024		2030	
	Anteil nachhaltig	Datenqualität	Verbot fossil bei Ersatz	Anteil nachhaltig
FR	56	87	Nein	73
BS	51	100	Ja	71
OW	60	52	Nein	70
UR	57	49	Geplant	69
AI	59	40	Nein	66
NW	53	46	Nein	64
LU	52	69	Nein	62
GL	43	31	Ja	60
GR	49	41	Nein	58
AR	46	31	Nein	56
SZ	46	53	Nein	55
ZH	37	52	Ja	55
JU	41	39	Nein	54
BL	34	94	Geplant	53
<b>CH</b>	<b>40</b>	<b>61</b>	<b>Nein</b>	<b>53</b>
SG	43	52	Nein	53
BE	40	70	Nein	53
TG	42	53	Nein	52
AG	41	36	Nein	51
SH	39	48	Nein	50
VS	38	54	Nein	49
ZG	37	77	Nein	48
SO	35	76	Nein	47
TI	37	65	Nein	46
NE	26	72	Ja	45
VD	27	65	Geplant	44
GE	21	82	Ja	43

Quellen: BFS, EnDK, UBS

Box 7

### Fortschritt vielerorts unterschätzt

Fast 40 Prozent der Angaben zum Heizungstyp stammen aus der Volkszählung 2000 oder ihre Herkunft ist unbekannt. Angesichts der durchschnittlichen Lebensdauer einer Heizung von 20 bis 25 Jahren dürften jedoch zahlreiche dieser Heizungen inzwischen ersetzt worden sein. In vielen Kantonen wird damit der Anteil nachhaltiger Heizungen heute vermutlich zu niedrig ausgewiesen. So ist die Anzahl der Wohngebäude mit nachhaltigen Heizungen zwischen Ende 2023 und 2024 gemäss eidgenössischem Gebäude- und Wohnungsregister um 60 000 angestiegen. Davon dürften jedoch unserer Schätzung zufolge mehr als die Hälfte blos Datenkorrekturen gewesen sein. Erst wenn diese Datenlücke geschlossen ist, kann geschätzt werden, wie weit die Schweiz tatsächlich vom Netto-Null-Ziel entfernt ist.

# Lückenhafte Anreize

Matthias Holzhey, Maciej Skoczek

Die finanziellen Anreize für energetische Sanierungen sind zwar gross, aber kein Garant für attraktive Sanierungsrenditen. Der zunehmende politische Sanierungszwang wirkt sich teils nachteilig auf die Immobilienwerte aus. Der Ausbau der Fernwärme ist mit Blick auf den Gebäudesektor essenziell für das Erreichen der Klimaziele.

Subventionen und Steuerrabatte verringern die Kosten für energetische Gebäudesanierungen deutlich. Bei einer Investition von einer Million Franken in die energetische Sanierung eines Mehrfamilienhauses aus den 1970er-Jahren übernimmt der Staat je nach Kanton rund 25 bis 40 Prozent dieser Kosten. Dennoch reichen die aktuellen finanziellen Anreize für Eigentümer nicht aus, um eine Welle energetischer Sanierungen auszulösen.

## Grosse Anreize bei Einfamilienhäusern

Bei Einfamilienhäusern ist der Anteil nachhaltiger Heizungen (vor allem Wärmepumpen und Holz) höher als bei Mehrfamilienhäusern, unter anderem aufgrund der grösseren Anreize für eine energetische Sanierung. Erstens profitieren Eigentümer direkt von niedrigeren Heizkosten und der Energieverbrauch pro Flächeneinheit und damit das Sparpotenzial ist höher als bei Mehrfamilienhäusern. Zweitens kann der Eigentümer eines Einfamilienhauses alleine entscheiden – anders

als bei Mehrfamilienhäusern im Stockwerkeigentum. Drittens liegen Mehrfamilienhäuser in dicht bebauten Stadtgebieten häufig eng aneinander, was den Einsatz von Wärmepumpen erschwert oder verteuert.

Bei den aktuellen Energiepreisen ist die energetische Sanierung eines Einfamilienhauses meistens eine lohnende Investition. Die vergleichsweise hohen Kosten für eine Wärmepumpe lassen sich über deren Lebensdauer hinweg gut amortisieren, da eine Kilowattstunde Heizwärme mit einer Ölheizung rund 40 Prozent mehr kostet als mit einer elektrisch betriebenen Wärmepumpe.

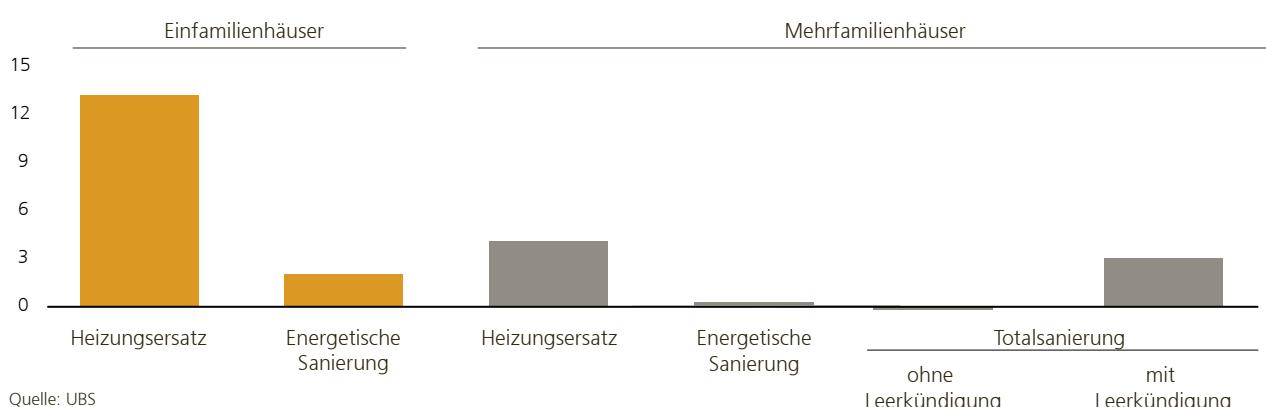
## Kein Verlustgeschäft bei Mehrfamilienhäusern

Der Kostenvorteil einer Wärmepumpe ist allerdings nicht immer gegeben. Zuverlässige langfristige Preisprognosen für Erdöl, Erdgas oder Strom liegen nicht vor. In unseren Berechnungen gehen wir davon aus, dass Erdöl langfristig teurer wird und sich die Strompreise weitgehend stabil verhalten.

Abbildung 32

### Weniger ist mehr

Mehrrendite einer Sanierung gegenüber dem hypothekarischen Referenzzinssatz, in Prozent



Quelle: UBS

Bei einem Heizölpreis von 70 Franken pro 100 Liter (statt aktuell knapp 100 Franken) würde der finanzielle Anreiz für einen Heizungersatz zumindest für selbstgenutztes Wohneigentum entfallen.

Bei vermieteten Mehrfamilienhäusern hängt der finanzielle Sanierungsanreiz hingegen weniger von den Energiepreisen ab, sondern vor allem von den möglichen Mieterhöhungen. Doch diese entschädigen den Eigentümer in laufenden Mietverträgen oft nur ungenügend für die Sanierungsausgaben. Wie Fallbeispiele zeigen (siehe Seite 45), sind energetische Sanierungen dank staatlicher finanzieller Unterstützung zwar kein Verlustgeschäft für Investoren, aber versprechen eben auch keinen Renditeschub. Dabei sind die kantonalen Unterschiede jedoch erheblich.

#### Mitnahmeeffekte drohen

In Kantonen wie Zug, Appenzell Innerrhoden oder Uri, in denen die staatliche Unterstützung gering ist, dürften zusätzliche Subventionen die Sanierungsaktivität etwas ankurbeln. In den Kantonen Zürich, Schaffhausen und Genf hingegen, wo bereits sehr grosszügig unterstützt wird, führen zusätzliche Subventionen eher zu Mitnahmeeffekten. Das Geld fliesst hierbei primär in Sanierungen, die ohnehin durchgeführt worden wären.

Die Erfahrung der letzten Jahre hat gezeigt, dass Subventionen allein keinen Sanierungsboom auslösen. Die aus ökonomischer Perspektive zielführendere Erhöhung der CO<sub>2</sub>-Abgabe steht fruestens mit der nächsten Revision des CO<sub>2</sub>-Gesetzes im Jahr 2030 zur Debatte. Bei Wohneigentum schrecken die hohen Investitionskosten ab und lassen die Erneuerung der bewährten fossilen Heizung attraktiv erscheinen. In historischen Stadtzentren fehlt teilweise der Raum für individuelle Heizanlagen und die Sanierungskosten werden vom Denkmalschutz

in die Höhe getrieben. In der Peripherie dagegen fehlt häufig der Spielraum für höhere Mieten.

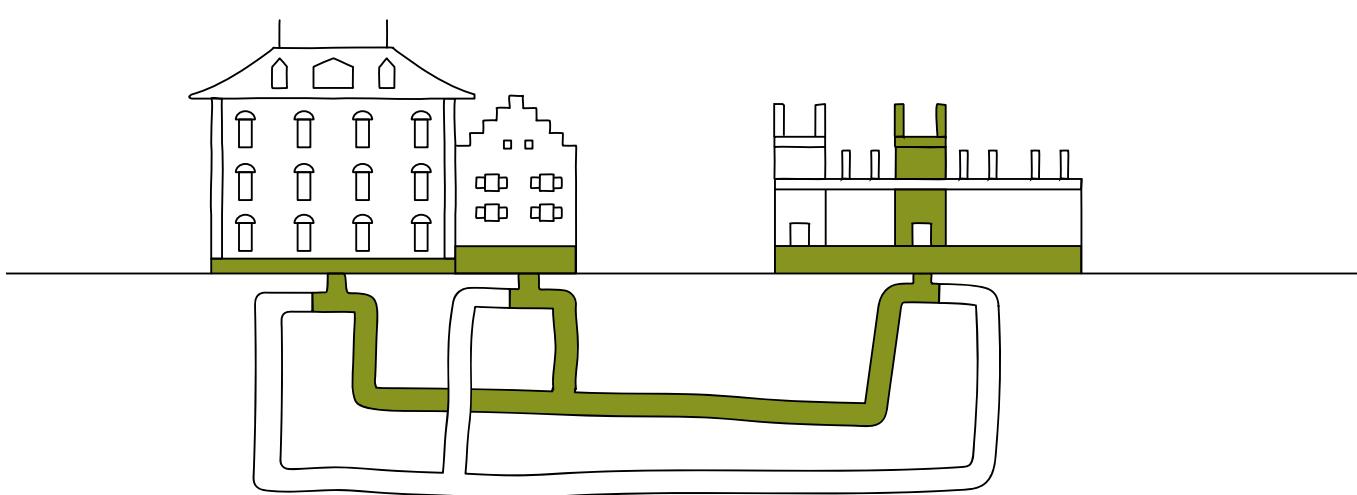
#### Sanierungszwang mit Nebenwirkungen

Aufgrund strengerer Vorschriften wird in einigen Jahren das Erneuern fossiler Heizungen in vielen Kantonen voraussichtlich nicht mehr zulässig sein. Mittelfristig könnten wie in Genf auch Minimalvorschriften für die Energieeffizienz der Gebäudehülle vorgeschrieben werden. Ein solcher Sanierungszwang kann zu einem Preisabschlag auf sanierungsfällige Liegenschaften führen. Betroffene Eigentümer haben daher einen finanziellen Anreiz, den Ersatz der alten Heizung möglichst lange hinauszögern oder sogar das fossile Heizsystem kurz vor dem Regulierungsbeginn nochmals zu erneuern.

In den Zentren dürfte ein Sanierungszwang die Mieten in die Höhe treiben. Sind die Mietpreisaufschläge gedeckelt und Totalsanierungen nicht zulässig, verstärkt dies für Privatinvestoren von Mehrfamilienhäusern den Anreiz, Mietwohnungen in Stockwerkeigentum umzuwandeln.

#### Fernwärme als Lösung für Stadtzentren

Der niedrige Sanierungsgrad bei Mehrfamilienhäusern ist in den Städten zumindest teilweise auf die starke Verbreitung von Gasheizungen zurückzuführen, wo Mehrfamilienhäuser überproportional angesiedelt sind. Im internationalen Vergleich fällt auf, dass Länder wie Dänemark oder Schweden den CO<sub>2</sub>-Ausstoss des Gebäudebestands primär dank grossflächiger Fernwärmennetze massiv senken konnten. Es bedarf somit nicht nur mehr Subventionen und gegebenenfalls Vorschriften, sondern auch verstärkte Investitionen in die Infrastruktur von Fernwärmennetzen, um die politischen Klimaziele bei Gebäuden, gerade auch in städtischen Gebieten, erreichen zu können.



## Sanierungsrenditen

Rein finanziell betrachtet ist die attraktivste Vorgehensweise bei Mehrfamilienhäusern ein Heizungersatz ohne zusätzliche Investitionen in die Gebäudehülle. Dieser wird stark subventioniert und ausserdem sinken die Nebenkosten deutlich, was Spielraum für höhere Mieten schafft. Wird jedoch eine Totalsanierung angestrebt, ist diese an praktisch allen Standorten mit Leerkündigung finanziell attraktiver als ohne Leerkündigung.

Generell lohnen sich Investitionen in Energieeffizienz und Gebäudequalität in wirtschaftlich schwächeren Kantonen weniger als in finanzstarken. Ein Grund dafür sind die tendenziell niedrigeren Subventionen. Bei hohen Grenzsteuersätzen werden zusätzliche Mieteinnahmen ebenfalls hoch besteuert. Zudem wird die Finanzierung einer solchen Investition dadurch erschwert, dass in der Peripherie die Sanierungskosten einen deutlich grösseren Teil des Liegenschaftswerts ausmachen als in den Metropolräumen.

Tabelle 2

### Sanierungsanreize im Vergleich

Mehrrendite einer Sanierung im Vergleich zum hypothekarischen Referenzzinssatz (1,5 Prozent), nach Kantonshauptort, in Prozent

Kantons- hauptort	Umfassende energetische Sanierung	Nur Einbau Wärmepumpe	Totalsanierung	
			ohne Leerkündigung	mit Leerkündigung
Schaffhausen	1,9	4,1	0,3	4,8
Zürich	1,8	4,0	1,6	9,5
Chur	1,1	8,6	0,3	2,1
Bern	1,1	4,1	0,2	3,6
Lausanne	0,9	3,6	-0,5	*
Glarus	0,8	4,2	-0,2	2,1
Frauenfeld	0,8	4,2	0,0	4,3
Sitten	0,7	7,6	-0,6	1,5
Neuenburg	0,7	4,0	-0,7	1,6
Sarnen	0,6	4,4	0,5	4,2
Genf	0,6	2,5	-0,4	*
Zug	0,6	4,6	1,8	8,4
Liestal	0,6	3,9	-0,4	1,7
Bellinzona	0,5	3,9	-0,7	-0,1
Luzern	0,4	4,2	0,4	4,4
Stans	0,4	4,3	0,5	3,8
Aarau	0,3	4,0	-0,1	2,1
Freiburg	0,3	3,8	-0,6	1,1
Schwyz	0,2	4,2	0,4	2,4
Solothurn	0,2	4,2	-0,6	0,4
Altdorf	0,2	4,3	-0,1	2,9
Herisau	0,1	4,3	-0,6	0,9
St. Gallen	0,0	4,2	-0,6	1,5
Appenzell	0,0	4,2	-0,1	1,5
Delsberg	-0,3	3,9	-1,0	-1,9
Basel	-1,8	3,9	-2,5	*

\* Mietpreisbremse bei Sanierungen in Kraft. Die Rendite entspricht derjenigen einer Totalsanierung ohne Leerkündigung.

Berechnungsgrundlagen: 1) Investitionskosten: Energetische Sanierung 80 000 Franken pro Wohnung. Totalsanierung 140 000 Franken pro Wohnung. 2) Steuerbelastung: Das steuerbare Basiseinkommen des Eigentümers wird auf 120 000 Franken festgelegt. Mieteinnahmen in Abhängigkeit des lokalen Mietpreisniveaus werden dazugerechnet. 3) Mehrereinnahmen: Mieterhöhungen erfolgen in Abhängigkeit von den wertvermehrenden Investitionen gemäss Mietrecht. Bei Mieterwechseln kann die Miete zusätzlich angehoben werden (ohne Leerkündigung).

Quelle: UBS

# Teurer Endspurt

Matthias Holzhey

Die Schweiz hat die CO<sub>2</sub>-Emissionen des Gebäudesektors deutlich reduziert, kann jedoch international nicht glänzen. Der Fokus wird sich auf die Reduktion und Kompensation der grauen Emissionen verschieben, die bei Neubau und Sanierungen entstehen.

Im weltweiten Durchschnitt gab es in den letzten Jahren laut den Vereinten Nationen kaum Verbesserungen bei der Dekarbonisierung des Gebäudebestands. Im Gegenteil: Die CO<sub>2</sub>-Emissionen sind von 2015 bis 2022 um rund 5 Prozent gestiegen. In Europa wurden zwar Fortschritte bei der Reduktion erzielt, doch in den meisten Ländern liegt das Netto-Null-Ziel noch in weiter Ferne.

## Vorbild Skandinavien

Die Schweiz hat zwischen 2011 und 2021 die CO<sub>2</sub>-Emissionen pro Quadratmeter bei Wohngebäuden um 30 Prozent gesenkt. Dies war deutlich mehr als in Deutschland, Frankreich, Österreich oder den Beneluxstaaten, wo der Rückgang im Vergleich dazu lediglich zwischen 10 und 20 Prozent lag. In Dänemark und

Schweden hingegen wurden die Emissionen aus fossilen Heizungen fast halbiert, und dies ausgehend von einem bereits sehr niedrigen Niveau.

Auch bei den CO<sub>2</sub>-Emissionen des Gebäudesektors befindet sich die Schweiz europaweit mit durchschnittlich 17 kg CO<sub>2</sub> pro Quadratmeter Wohnfläche und Jahr nur im Mittelfeld. Dabei ist die Spannweite der Emissionen erheblich: In den Beneluxstaaten werden rund 28 kg CO<sub>2</sub> pro Quadratmeter ausgestossen, während Dänemark und Schweden mit weniger als 5 kg CO<sub>2</sub> pro Quadratmeter auskommen.

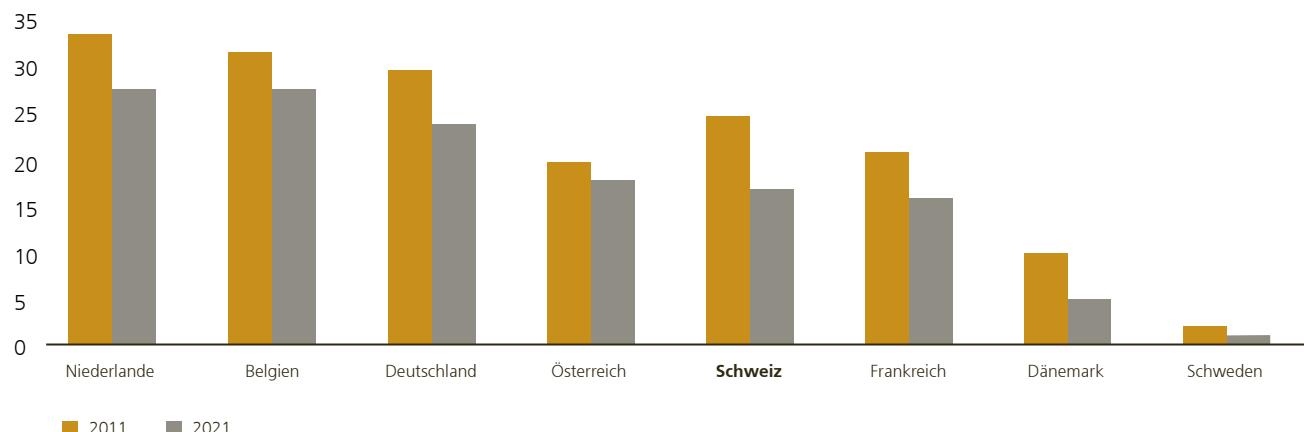
## Graue Emissionen rücken in den Fokus

In Skandinavien hat sich der Fokus in der Klimadebatte von einer reinen Betrachtung des Heizsystems auf den CO<sub>2</sub>-Gesamtausstoss über den Lebenszyklus eines Gebäudes

Abbildung 33

### Schweiz im Mittelfeld

Emissionen für Heizwärme der Haushalte, in kg CO<sub>2</sub> pro Quadratmeter



Quellen: Europäische Umweltagentur, Bundesamt für Energie, UBS

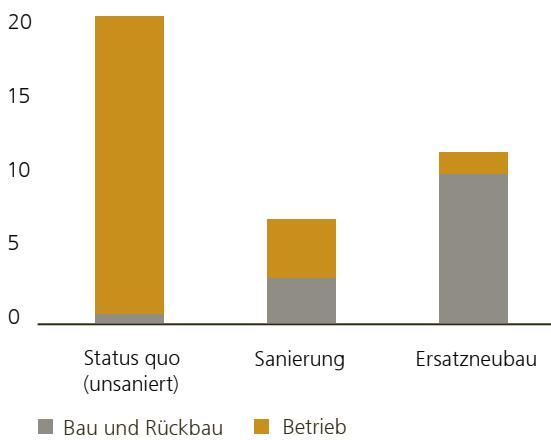
hinweg verschoben. In Dänemark darf ein Neubau seit 2025 bei Bau, Betrieb und Rückbau im Durchschnitt nur noch rund 7 kg CO<sub>2</sub> pro Quadratmeter und Jahr emittieren. Ein Einfamilienhaus mit 150 Quadratmetern darf somit über eine Lebensdauer von 50 Jahren hinweg insgesamt etwa 50 Tonnen CO<sub>2</sub> ausstossen. Zum Vergleich: Ein unsaniertes Einfamilienhaus mit Ölheizung emittiert allein für die Wärmeerzeugung rund 300 bis 400 Tonnen CO<sub>2</sub> in der gleichen Zeitspanne.

In der Schweiz liegt der Anteil der grauen Emissionen – also der CO<sub>2</sub>-Emissionen, die beim gesamten Bauprozess entstehen – bei Neu- und Umbauten geschätzt zwischen 20 und 40 Prozent der Gesamtemissionen über den Lebenszyklus des Gebäudes hinweg. Bei Neubauten mit energieeffizienten Heizsystemen beträgt dieser Anteil mehr als 90 Prozent. Daher ist die Reduktion dieser grauen Emissionen von grosser Bedeutung für die Erreichung der CO<sub>2</sub>-Neutralität. Entsprechend erhalten die Kantone im Energiegesetz ab 2025 erstmals den Auftrag, Grenzwerte für die graue Energie bei Neubauten und bei wesentlichen Erneuerungen bestehender Gebäude festzulegen.

Abbildung 34

### Graue Emissionen verschlechtern CO<sub>2</sub>-Bilanz von Ersatzneubauten

Indikatives Fallbeispiel für CO<sub>2</sub>-Emissionen eines sanierungs-fälligen Mehrfamilienhauses unter Einbezug der Emissionen für Sanierung oder Ersatzneubau, in kg CO<sub>2</sub> pro Quadratmeter



Quelle: UBS

### Besser heute als morgen

Je schneller der Ausstoss reduziert wird, desto grösser ist die Wirkung aus klimatischer Sicht, da heute emittiertes CO<sub>2</sub> sehr lange in der Atmosphäre bleibt. Zudem sinkt mit dem Herauszögern von Klimamassnahmen die Wahrscheinlichkeit, die politisch gesetzten Reduktionsziele zu erreichen. Durch die breite Implementierung werden energieeffiziente Technologien bei Neuanstallationen ausserdem langfristig kostengünstiger. Je grösser der Markt wird, desto mehr zahlt sich zusätzliche Forschung in solche Technologien aus.

Im Schweizer Gebäudepark stellt der noch hohe Anteil fossiler Heizungen ein grosses Potenzial für eine starke und zeitnahe Senkung des CO<sub>2</sub>-Ausstosses dar. Erstens ist der hiesige Strommix CO<sub>2</sub>-arm. Zweitens verbraucht der Gebäudesektor dank der guten Gebäudequalität relativ wenig Energie, was den effizienten Einsatz von Wärmepumpen ermöglicht. Auch sind die Investitionskosten für den Heizungsersatz im Vergleich zu den Immobilienpreisen und Haushaltseinkommen vergleichsweise tief.

### Zielkonflikte häufen sich

Die Hürden für einen CO<sub>2</sub>-neutralen Gebäudesektor sind jedoch hoch. Einerseits werden Verbesserungen teurer, je höher die Energieeffizienz bereits ist. Mit dem Fortschreiten der Sanierungen bleiben vermehrt Gebäude übrig, bei denen energetische Sanierungen kaum umgesetzt werden können – beispielsweise aufgrund des Denkmalschutzes. Andererseits verschlechtert der Einbezug von grauer Energie die Klimabilanz solcher energetischen Sanierungen und insbesondere von vermeintlich klimafreundlichen Ersatzneubauten deutlich.

Eine signifikante Reduktion der grauen Emissionen dürfte beim aktuellen Stand der Technik mit markant höheren Baukosten einhergehen. Damit drohen Zielkonflikte: Erstens sind Ersatzneubauten aufgrund der zusätzlichen Flächenausnutzung und modernen Grundrisse aus Investorensicht wirtschaftlich häufig attraktiver als sanfte Sanierungen. Zweitens tragen Ersatzneubauten massgeblich zur politisch gewünschten Verdichtung des Wohnungsbestands bei.

### Kompensation als Teil der Lösung

Die grauen Emissionen eines Ersatzneubaus könnten für grob geschätzt 5 bis 10 Prozent des Erstellungspreises vollständig und langfristig kompensiert werden. Anstatt graue Energie zu minimieren, kann es sich so mit lohnen, das Treibhausgas mittels Kompensationsgeschäften (siehe Box) aus der Atmosphäre zu extrahieren. So können die Vermeidung grauer Emissionen sowie die CO<sub>2</sub>-Reduktion im Betrieb mit weniger Ressourcen erreicht werden als mit aufwendigen baulichen Massnahmen. Das strikte Streben nach Netto-Null-Emissionen für jedes Gebäude ist daher nicht immer sinnvoll.

Box 8

### Kompensationsgeschäfte

Mit sogenannten Klimakompensationen werden Projekte finanziert, die Treibhausgase reduzieren oder aus der Atmosphäre abscheiden. Ihre Wirksamkeit hängt jedoch von der Qualität und Verifizierung dieser Projekte ab. Bei günstigen Zertifikaten für unter 50 Franken pro Tonne CO<sub>2</sub> ist der tatsächliche Nutzen oft zweifelhaft. Diese Projekte fokussieren zumeist auf eine Vermeidung des CO<sub>2</sub>-Ausstosses, wie zum Beispiel das Versprechen zum Abholzungsverzicht eines Waldes oder die Verbesserung der Energieeffizienz bei Industrien.

Wird CO<sub>2</sub> hingegen direkt der Atmosphäre entzogen und langfristig gespeichert, kostet dies aktuell 500 bis 1000 Franken pro Tonne, mit sinkender Tendenz. Dies ist zwar noch deutlich teurer als eine Standardsanierung: Fallbeispiele energetischer Sanierungen des Bundesamts für Energie zeigen, dass bei Mehrfamilienhäusern die Reduktionskosten im Durchschnitt bei rund 200 Franken pro Tonne CO<sub>2</sub> pro Jahr liegen, wobei sie auch 600 Franken pro Tonne CO<sub>2</sub> pro Jahr erreichen können.

## Marktdaten und Prognosen

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

	10 Jahre <sup>1</sup>	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 <sup>2</sup>
<b>Konjunktur und Einkommen</b>									
Bruttoinlandprodukt, real <sup>4</sup>	<b>1,8</b>	2,9	1,2	-2,3	5,6	3,1	0,7	1,3	<b>1,2</b>
Bruttoinlandprodukt pro Einwohner, real <sup>4</sup>	<b>0,8</b>	2,1	0,4	-3,0	4,7	2,2	-0,9	0,2	<b>0,2</b>
Löhne, real <sup>3,4</sup>	<b>0,2</b>	-0,4	0,5	1,5	-0,8	-1,9	-0,4	0,7	<b>0,9</b>
<b>Inflation und Zinsen</b>									
Durchschnittliche Jahresteuerung <sup>4</sup>	<b>0,6</b>	0,9	0,4	-0,7	0,6	2,8	2,1	1,1	<b>0,5</b>
SNB-Leitzins	<b>-0,2</b>	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	1,0	1,8	0,5	<b>0,3</b>
Rendite 10-Jahres-Bundesobligationen	<b>0,1</b>	-0,2	-0,5	-0,5	-0,1	1,6	0,7	0,3	<b>0,5</b>
<b>Bevölkerung und Beschäftigung</b>									
Bevölkerungsbestand	<b>1,0</b>	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	1,7	1,1	<b>1,0</b>
Arbeitslosenquote <sup>4</sup>	<b>2,7</b>	2,6	2,3	3,2	3,0	2,2	2,0	2,4	<b>2,8</b>
Beschäftigung, in Vollzeitäquivalenten	<b>1,2</b>	1,9	1,4	0,0	2,1	2,5	1,8	1,0	<b>1,0</b>
<b>Eigenheime</b>									
Preise Eigentumswohnungen	<b>2,2</b>	0,0	2,6	3,0	4,6	5,0	3,4	2,0	<b>3,0</b>
Preise Einfamilienhäuser	<b>3,0</b>	2,0	1,8	4,7	6,8	5,1	2,4	2,9	<b>4,0</b>
Wachstum Hypothekarkredite an Private	<b>2,6</b>	2,8	2,8	2,7	3,1	2,8	1,7	2,1	<b>2,5</b>
<b>Mietwohnungen</b>									
Kaufpreise Mehrfamilienhäuser	<b>2,9</b>	-2,3	1,5	3,2	6,9	4,6	-1,0	-0,7	<b>3,0</b>
Angebotsmieten	<b>-0,2</b>	-2,1	-0,9	-2,1	-2,6	1,6	4,7	2,3	<b>2,5</b>
Bestandesmieten	<b>1,3</b>	0,5	1,0	0,3	1,6	1,5	2,2	3,3	<b>1,5</b>
Hypothekarischer Referenzzinssatz	<b>1,5</b>	1,5	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,8	<b>1,5</b>
Netto-Cashflow-Rendite <sup>5</sup>	<b>3,2</b>	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	3,0	3,0	-
Wertänderungsrendite <sup>5</sup>	<b>3,2</b>	3,8	3,4	4,1	4,3	2,7	-0,7	2,2	-
Gesamtrendite <sup>5</sup>	<b>6,6</b>	7,3	6,7	7,2	7,3	5,7	2,3	5,2	-
<b>Leerstände und Wohnbau</b>									
Leerwohnungsquote	<b>1,4</b>	1,6	1,7	1,7	1,5	1,3	1,2	1,1	<b>1,0</b>
Baubewilligungen, am Wohnungsbestand	<b>1,0</b>	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,8	<b>0,9</b>
<b>Büroflächen</b>									
Angebotsmieten	<b>-0,3</b>	-2,0	1,6	0,2	-2,6	-0,8	-3,6	2,4	<b>-1,0</b>
Angebotsziffer	<b>4,4</b>	3,9	4,1	4,2	4,7	4,5	4,6	5,0	<b>5,5</b>
Netto-Cashflow-Rendite <sup>5</sup>	<b>3,5</b>	3,7	3,6	3,3	3,3	3,2	3,4	3,3	-
Wertänderungsrendite <sup>5</sup>	<b>1,2</b>	1,7	2,5	1,3	3,1	1,0	-2,3	0,4	-
Gesamtrendite <sup>5</sup>	<b>4,7</b>	5,5	6,2	4,7	6,4	4,2	1,0	3,7	-
<b>Verkaufsflächen</b>									
Angebotsmieten	<b>-0,7</b>	2,0	-1,0	2,3	-2,9	-2,3	-0,3	0,8	<b>-1,0</b>
Netto-Cashflow-Rendite <sup>5</sup>	<b>3,4</b>	3,6	3,4	3,2	3,1	3,1	3,0	3,2	-
Wertänderungsrendite <sup>5</sup>	<b>0,4</b>	-0,1	0,6	0,4	1,8	0,8	-2,7	0,7	-
Gesamtrendite <sup>5</sup>	<b>3,8</b>	3,4	4,0	3,6	5,0	4,0	0,3	3,9	-
<b>Immobilienaktien</b>									
Gesamtrendite	<b>8,0</b>	-2,1	37,0	-6,7	4,4	-9,0	10,7	14,2	-
Mittelwert Tagesbörsenumsätze, in Mio. CHF <sup>4</sup>	<b>34,9</b>	32,2	42,6	59,7	33,2	33,5	29,8	31,4	-
Geschätzte Prämien <sup>4,6</sup>	<b>13,8</b>	19,8	27,9	23,9	16,7	3,6	-4,2	4,5	-
Volatilität <sup>4</sup>	<b>11,7</b>	8,7	7,9	19,3	11,4	15,6	12,1	8,9	-
<b>Immobilienfonds</b>									
Gesamtrendite	<b>5,9</b>	-5,3	20,7	10,8	7,3	-15,2	5,0	17,6	-
Mittelwert Tagesbörsenumsätze, in Mio. CHF <sup>4</sup>	<b>30,8</b>	23,2	31,1	34,7	37,1	34,8	34,3	40,8	-
Geschätzte Agios <sup>4,6</sup>	<b>27,2</b>	22,5	27,2	31,5	42,8	23,3	11,2	22,7	-
Volatilität <sup>4</sup>	<b>11,0</b>	8,9	9,1	15,2	10,2	14,7	11,7	9,9	-
<b>Benchmark</b>									
Gesamtrendite Immobilien-Anlagestiftungen	<b>4,9</b>	4,9	5,2	5,1	5,7	4,9	2,0	3,8	-
Gesamtrendite Swiss Performance Index	<b>6,6</b>	-8,6	30,6	3,8	23,4	-16,5	6,1	6,2	-
Volatilität Swiss Performance Index <sup>4</sup>	<b>13,5</b>	12,7	11,1	19,9	10,2	16,4	11,1	10,6	-
Gesamtrendite Swiss Bond Index («AAA»)	<b>0,6</b>	0,3	3,5	1,5	-2,9	-13,9	8,6	5,5	-

Quellen: BFS, Bloomberg, BWO, FPRE, IAZI, Infopro Digital, JLL, MSCI, SECO, Wüest Partner, UBS

<sup>1</sup> Mittelwert: 2015 bis 2024

<sup>2</sup> Prognose UBS (Stand 31. März 2025)

<sup>3</sup> Gemäss UBS-Lohnumfrage für 2023 und 2024

<sup>4</sup> Jahresdurchschnitt

<sup>5</sup> Direktanlage Bestandesliegenschaften

<sup>6</sup> Aufpreise zu Nettoinventarwerten von Immobilienaktien (Prämien) und Immobilienfonds (Agios)

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»), die Teil der UBS Group AG («UBS-Konzern») sind, aufbereitet und veröffentlicht. Der UBS-Konzern umfasst die frühere Credit Suisse AG, ihre Tochtergesellschaften, Filialen und verbundenen Unternehmen. Der für Credit Suisse Wealth Management relevante Zusatz-Disclaimer ist am Ende dieses Abschnitts zu finden.

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

#### **Allgemeines Anlageresearch – Risikohinweise:**

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

Dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen (einschliesslich Prognosen, Werte, Indizes oder sonstiger berechneter Beträge («Werte»)) dürfen unter keinen Umständen für folgende Zwecke verwendet werden: (i) für Bewertungs- oder buchhalterische Zwecke; (ii) zur Bestimmung der fälligen oder zahlbaren Beträge, Preise oder Werte von Finanzinstrumenten oder -verträgen; oder (iii) zur Messung der Performance von Finanzinstrumenten, einschliesslich zwecks Nachverfolgung der Rendite oder Performance eines Werts, Festlegung der Vermögensallokation des Portfolios oder Berechnung der Performance Fees. Mit dem Erhalt dieses Dokuments und der Informationen sichern Sie zu und garantieren gegenüber UBS, dass Sie dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen für keinen der oben genannten Zwecke benutzen oder sich dafür in anderer Weise auf dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen verlassen. 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 zurück erhalten 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.

Verschiedene Bereiche, Gruppen und Mitarbeitende innerhalb des UBS-Konzerns können **unabhängig voneinander** separate Research-Produkte erstellen und verteilen. Zum Beispiel werden Research-Publikationen des **CIO** von UBS Global Wealth Management erstellt. **UBS Global Research** hingegen wird von UBS Investment Bank erstellt. **Die Research-Methoden und Rating-Systeme der einzelnen Research-Organisationen können voneinander abweichen**, beispielsweise mit Blick auf die Anlageempfehlungen, den Anlagehorizont, Modellannahmen und Bewertungsmethoden. Somit können auch die von den einzelnen Research-Organisationen bereitgestellten Anlageempfehlungen, Ratings, Preisziele und Bewertungen voneinander abweichen oder inkonsistent sein – mit der Ausnahme bestimmter Wirtschaftsprognosen (bei denen UBS CIO und UBS Global Research zusammenarbeiten können). Bei jedem einzelnen Research-Produkt sollten Sie die Einzelheiten zu dessen Methodologie und Rating-System beachten. Nicht alle Kundinnen und Kunden haben Zugang zu allen Produkten von jeder Organisation. Jedes Research-Produkt unterliegt jeweils den Richtlinien und Verfahren der Organisation, von der es verfasst wird.

Die Vergütung des/der Analysten, der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, wird ausschliesslich durch Research Management und das Senior Management (ohne Investment Banking) bestimmt. Die Vergütung der Analysten basiert nicht auf den Erträgen aus dem Investment Banking, Verkauf und Handel oder Eigenhandel. Die Vergütung kann jedoch in Bezug zu den Erträgen des UBS-Konzerns als Ganzes stehen, wozu auch das Investment Banking, der Verkauf und Handel sowie der Eigenhandel gehören.

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-methodology](http://www.ubs.com/research-methodology). 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. Strategien wenden ESG-Analysen je nach der Region unterschiedlich an und integrieren die Ergebnisse auf verschiedene Weise. Die Einbeziehung von ESG-Faktoren oder Aspekten des nachhaltigen Investierens könnte die Fähigkeit von UBS beeinträchtigen, bestimmte Anlagechancen zu nutzen oder zu empfehlen, die andernfalls zu den Anlagezielen des Kunden oder der Kundin passen würden. Die Renditen eines Portfolios, das ESG-Faktoren oder Erwägungen des nachhaltigen Investierens einbezieht, sind unter Umständen geringer oder höher als die eines Portfolios, bei dem UBS keine ESG-Faktoren, Ausschlusskriterien oder anderen Nachhaltigkeitsthemen berücksichtigt. Zudem kann ein solches Portfolio Unterschiede hinsichtlich der Anlagechancen aufweisen.

**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.

**USA:** Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» verteilt werden.

Länderinformationen finden Sie unter [ubs.com/cio-country-disclaimer-gr](http://ubs.com/cio-country-disclaimer-gr) oder fragen Sie Ihren Kundenberater nach vollständigen Risikoinformationen.

#### **Zusatz-Disclaimer für Credit Suisse Wealth Management**

Dieses Dokument erhalten Sie in Ihrer Eigenschaft als Kunde von Credit Suisse Wealth Management. Ihre personenbezogenen Daten werden gemäss der Datenschutzerklärung der Credit Suisse verarbeitet, auf die Sie an Ihrem Domizil über die offizielle Website der Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com> zugreifen können. Um Ihnen Marketingmaterial zu unseren Produkten und Dienstleistungen senden zu können, ist die UBS Group AG berechtigt, Ihre grundlegenden personenbezogenen Daten zu verarbeiten (d.h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse), bis Sie uns mitteilen, dass Sie diese Unterlagen nicht mehr erhalten möchten. Sie können die Zusendung dieser Unterlagen jederzeit durch Mitteilung an Ihren Relationship Manager widerrufen.

Soweit in diesem Dokument nicht anders angegeben und /oder abhängig von der lokalen Einheit der Credit Suisse, von der Sie diesen Bericht erhalten, wird dieser Bericht von UBS Switzerland AG verteilt, einem von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassenen und regulierten Unternehmen.

Fassung D/2024. CIO82652744

© UBS 2025. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.