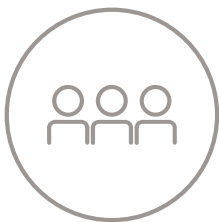




Herausgeber: Raiffeisen Schweiz Genossenschaft

Raiffeisen Economic Research
Martin Neff
Chefökonom
The Circle 66
8058 Zürich-Flughafen



Autoren

Michel Fleury
Francis Schwartz
Alexander Koch

economic-research@raiffeisen.ch



Weitere Raiffeisen-Publikationen

Hier können Sie die vorliegende und auch weitere Publikationen von Raiffeisen abonnieren.

[Direkt-Link zur Website](#)



Editorial

Unaufhaltsam in Richtung Wohnungsnot	4
Marktüberblick	6



Marktumfeld

Wirtschaftliche Rahmenbedingungen	7
Hypothekarmarkt	8
Immobilienanlagen	9



Marktsegmente

Eigentum	10
Miete	13
Hotels und Restaurants	17



Fokus

Direkte Immobilienanlagen	20
---------------------------	----



Anhang

Gemeindetypen und Regionen	25
Verwendete Abkürzungen	26

Liebe Leserinnen und Leser

Unsicherheit prägt aktuell unser Leben. Eine historische Krise folgt auf die andere. Coronapandemie, Ukrainekrieg, Energiekrise – alles unvergleichliche Jahrhundertereignisse mit vielen unvorhergesehenen und weitreichenden Folgen. Aber genau dort, wo stets dramatisch vor baldigen, grossen Krisen gewarnt wird, nimmt alles seinen gewohnten Lauf. Der Immobilienmarkt scheint sich bisher von Inflation, Zinswende, Energiepreisen oder Bauteuerung nicht sonderlich beeindruckt zu lassen. Obwohl sich erste Marktreaktionen abzeichnen, kann von einer anstehenden Immobilienkrise keine Rede sein. Gänzlich unbedenklich sind die aktuellen Entwicklungen am Schweizer Immobilienmarkt aber nicht. Denn in der Wohnraumversorgung, der wohl wichtigsten gesellschaftlichen Aufgabe des Immobilienmarktes, zeichnen sich durchaus problematische Entwicklungen ab.

Mit Vollgas in die Wohnungsnot

Die Wohnbautätigkeit hat mittlerweile ein bedenklich tiefes Niveau erreicht. Gleichzeitig wächst die Schweizer Bevölkerung dynamisch und benötigt pro Kopf immer mehr Wohnraum. Die Leerstände sinken rapide, das Angebot wird immer knapper und damit steigen neben den Eigenheimpreisen jetzt auch die Mieten. Schon vor den aktuellen Krisen fehlten der Immobilienbranche die Anreize für eine spürbare Ausweitung der Wohnungsproduktion. Im Umfeld extrem hoher Baulandpreise, rigider Bau- und Zonenordnungen sowie einer äusserst einsprachefreudigen Bevölkerung lohnt sich der Mietwohnungsbau vielerorts einfach nicht mehr. Die vielbeschworene Verdichtung ist damit ordentlich ins Stocken geraten. Das nun höhere Zinsniveau und die Bauteuerung fressen jetzt auch noch zusätzlich Anreize für die künftige Wohnungsproduktion auf. Gleichzeitig treiben der akute Fachkräftemangel und der Krieg in der Ukraine die Zuwanderung kräftig nach oben. Wir steuern mit Vollgas in eine Wohnungsnot. Schon bald wird das Thema weit oben auf der politischen Agenda zu finden sein. Und dann wird es an kreativen, weiter marktverzerrenden Vorschlägen zur reinen Symptombekämpfung nicht fehlen. Der Schweiz werden jetzt deutlich die Grenzen des Wachstums aufgezeigt. Unser auf Zuwanderung basierendes Wirtschaftsmodell ist halt auch mit Kosten verbunden. Zersiedelung und eine harzige Verdichtung sind der Preis, den wir für unser erfolgreiches System zu zahlen haben. Wer dynamisches Wachstum will, muss auch die Bedingungen für eine funktionierende Siedlungsentwicklung schaffen. Sei dies nun nach innen oder nach aussen. Es ist höchste Zeit für eine öffentliche Grundsatzdiskussion über die künftige Wohnraumversorgung, um das Ruder noch herumzureissen. Die sich akut abzeichnende Wohnungsnot, mit all ihren unschönen Folgen, wird sich aber kaum noch gänzlich abwenden lassen.

Knappheit lässt die Eigenheimpreise weiter steigen

Angehende Eigenheimkäufer können ein Lied von Knappheit singen. Denn diese ist bereits seit Jahren der prägende Faktor des Eigenheimmarktes. In Kombination mit einer sehr regen Nachfrage treibt diese die Preise immer weiter in die Höhe. Innerhalb eines Jahres sind die Preise für Einfamilienhäuser um 5,6% und diejenigen für Stockwerkeigentum um 7,6% gestiegen. Von den höheren Hypothekarzinsen und der damit schwindenden Attraktivität von Wohneigentum ist bisher noch nicht viel zu spüren. Sowohl bei der Nachfrage als auch beim Angebot können aber erste Anzeichen einer möglichen Entspannung ausgemacht werden. So dürfte der stetige Angebotsrückgang der letzten Jahre endlich seinen Boden gefunden haben. Auch die Verkäufer scheinen bei ihren Preisvorstellungen allmählich etwas

kompromissbereiter zu sein, da die Käufer wählerischer geworden sind und nicht mehr jeden Preis bezahlen. Grundsätzlich sind dies erfreuliche Normalisierungszeichen in einem mittlerweile völlig heissgelaufenen Markt. Die Nachfrage nach Eigentum ist in der Schweiz aber weiterhin sehr rege und das Angebot bleibt auch künftig äusserst knapp. Die erwähnten Entspannungszeichen könnten sich schlussendlich auch nur als Tropfen auf den heissen Stein erweisen. Die Preisentwicklung am Eigenheimmarkt dürfte damit weiterhin nach oben zeigen, wenn auch mit einer etwas schwächeren Dynamik.

Mietern stehen harte Zeiten bevor

Am Mietwohnungsmarkt ist Knappheit, auch ausserhalb der allerbesten Lagen, hingegen ein jüngeres Phänomen. Durch den Mietwohnungsbauboom des letzten Jahrzehnts wurden die Leerstände bis noch vor 2 Jahren in immer weitere Höhen getrieben. Die Ende der 2010er Jahre erfolgte starke Drosselung der Wohnungsproduktion hat eine Weile gebraucht, bis sie auch angebotswirksam wurde. Jetzt ist sie aber umso deutlicher zu spüren. Die Leerwohnungsziffer ist gegenüber dem Vorjahr von 1,54% auf 1,31% gefallen. Bei Mietwohnungen sogar von 2,44% auf 2,08%. Ein rekordverdächtiger Rückgang. In vielen regionalen Mietwohnungsmärkten herrscht bereits Wohnungsknappheit, in einigen gar regelrechte Wohnungsnot. Anzeichen einer baldigen Angebotsausweitung gibt es leider keine. Bis 2024 dürfte die Leerwohnungsziffer schweizweit die 1%-Marke unterschreiten. Mietern stehen damit harte Zeiten bevor. Denn die Angebotsmieten werden angesichts der hohen Wohnungsnachfrage deutlich anziehen. Wer umzieht, wird schon bald mit deutlich höheren Anfangsmieten konfrontiert werden. Aber auch bei bestehenden Mietverhältnissen werden die Mieten bald spürbar steigen. Im ersten Quartal 2023 muss mit der ersten Erhöhung des hypothekarischen Referenzzinssatzes auf 1.5% gerechnet werden. Mieten, welche auf dem jetzigen Zinsniveau basieren, dürfen vom Vermieter dann um rund 3% erhöht werden. Hinzu kommt der gesetzlich erlaubte Ausgleich der Teuerung und der allgemeinen Kostensteigerungen. Einigen Bestandsmietern drohen damit Mietzinserhöhungen um bis zu 10% bis ins Jahr 2024.

Zeitenwende bei den Immobilienanlagen

Am Markt für Renditeliegenschaften ziehen dunklere Wolken am Horizont auf. Mit dem abrupten Ende der Negativzinsära hat sich das Marktumfeld für direkte Immobilienanlagen stark verändert. Bisher macht dieser Markt seinem Ruf ein träger Tanker zu sein aber noch alle Ehre, denn in den gängigen Indikatoren sind Verhaltensanpassungen der Marktakteure noch kaum zu sehen. Allerdings mehren sich marktnahe Stimmen, welche aktuell von grosser Zurückhaltung und sehr starkem Druck auf die Preise berichten. Auch aus den Kursen der indirekten Immobilienanlagen lässt sich eine ordentliche Neubewertung der zugrundeliegenden Renditeliegenschaften ablesen. Vieles spricht aktuell für einen deutlichen Nachfragerückgang bei Anlageobjekten. Durch die gestiegenen Finanzierungskosten dürften sich heute viele fremdfinanzierten Investitionen nicht mehr oder kaum noch lohnen. Insbesondere das bei Privaten in den letzten Jahren sehr lukrative Buy-to-let-Modell rechnet sich heute kaum noch. Aber auch bei institutionellen Anlegern muss mit grösserer Zurückhaltung gerechnet werden. Die rekordtiefen Anfangsrenditen der letzten Jahre dürften angesichts attraktiver gewordener Alternativen aktuell auf deutlich weniger Akzeptanz durch Investoren stossen als im Tiefstzinsumfeld. Damit geht die Goldgräberstimmung des letzten Jahrzehnts an diesem Markt zu Ende. Es ist mit deutlichem Druck auf die Transaktionspreise und damit auch die Bewertungen in den Immobilienportfolios zu rechnen. Allerdings wird dieser Markt durch die erwarteten Mietzinsanstiege nach unten abgestützt. Die damit künftig steigenden Erträge dürften den Markt vor einem Absturz bewahren. Zumindest aus der Sicht von Immobilieninvestoren, und solche sind wir beispielsweise über unsere Vorsorgegelder alle, hat Wohnungsknappheit damit auch seine positiven Aspekte.

Wir wünschen eine anregende Lektüre!

Ihr Raiffeisen Economic Research Team

Marktumfeld

Nachfrage



Bevölkerung: Der internationale Wanderungssaldo der ständigen ausländischen Bevölkerung in der Schweiz lag von Oktober 2021 bis September 2022 um über 15'000 höher als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Dieser Zuwanderungsimpuls erhöht die bereits rege Nachfrage nach Wohnungen weiter.



BIP: Das Schweizer Bruttoinlandprodukt dürfte in diesem Jahr um gut 2% zulegen. Die Energiekrise hinterlässt in Richtung Jahresende jedoch immer mehr Spuren. Insgesamt gehen die Schweizer Industrieunternehmen bislang aber nicht von einem Einbruch der Geschäftstätigkeit aus und wollen nach wie vor mehr Arbeitskräfte einstellen.



Einkommen: Die erhöhte Inflation belastet bei gleichzeitig moderaten Einkommenszuwächsen insbesondere die Kaufkraft der einkommensschwächeren Haushalte. Die Energiekrise und die Zinswende machen zumindest mittelfristig auch wohnen teurer – ob in der Mietwohnung oder im Eigenheim.



Finanzierungsumfeld: Die Zinsen für längerfristige Hypotheken bleiben anhaltend erhöht. Auch Geldmarkthypotheken haben sich mit dem Zinsschritt der SNB im September erstmals verteuert. Im Dezember dürfte der Leitzins nochmals erhöht werden, was die Zinsen für SARON-Hypotheken zusätzlich steigen lassen wird.



Anlagen: Fremdfinanzierte Investitionen in Immobilien haben mit den gestiegenen Zinsen deutlich an Attraktivität verloren. Mit verteuerter längerfristiger Finanzierung und hoher Belehnung lohnen sich viele Investitionen aktuell nicht mehr. Zusätzlich sind Wertkorrekturen bei direkten Immobilienanlagen absehbar.

Angebot



Bautätigkeit: Impulse für eine dringend benötigte Ausweitung der Wohnbautätigkeit bleiben weiter aus. Angesichts höherer Baupreise und relativ gesehen attraktiver gewordenen Anlagealternativen sinken die bereits schwachen Anreize für eine Erhöhung der Wohnungsproduktion weiter.



Leerstände: Die Leerstandquote in der Schweiz ist 2022 von 1.54% auf 1.31% gesunken. In weiten Teilen der Schweiz ist Wohnraum äusserst knapp, in immer mehr Gemeinden herrscht sogar Wohnungsnot.

Preisausblick



Eigentum: Die Transaktionspreise für Wohneigentum sind auch im dritten Quartal 2022 unbeeindruckt von der Zinswende weiter gestiegen. Nun zeichnet sich aber endlich eine Verlangsamung der Preisdynamik ab. Sinkende Eigentumspreise bleiben aber angesichts des äusserst knappen Angebots unwahrscheinlich.



Mieten: Im Frühjahr 2023 dürfte sich der hypothekarische Referenzzinssatz erstmals erhöhen. Damit wird es für Vermieter bei Mietverträgen, welche auf dem aktuellen Referenzzinssatz basieren, möglich die Miete anzuheben. Auch über die steigenden Angebotsmieten entsteht deutlicher Aufwärtsdruck auf das herrschende Mietzinsniveau.

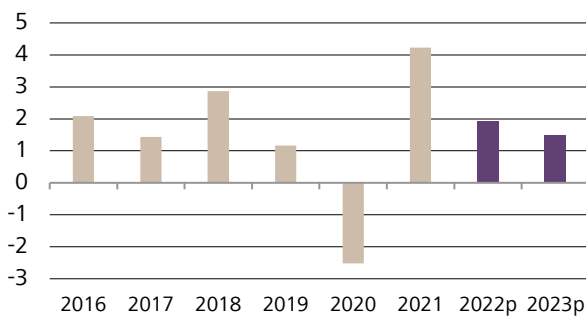
Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die Corona-Aufholeffekte haben die europäische Wirtschaft noch bis in den Spätsommer gestützt, werden mittlerweile aber immer mehr von negativen Effekten der Energiekrise abgelöst. Dies bremst auch die weniger energieintensive Schweizer Wirtschaft. Die Kaufkraftverluste und Belastungen für die Unternehmen fallen wegen des erheblich geringeren Preisdrucks hierzulande aber insgesamt deutlich milder aus.



Schweizer BIP

Real, in % gegenüber Vorjahr

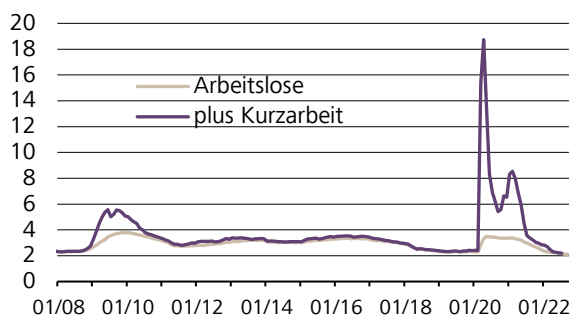


Quelle: SECO, Raiffeisen Economic Research



Schweizer Arbeitslosigkeit

Arbeitslosenquote in %, saisonbereinigt

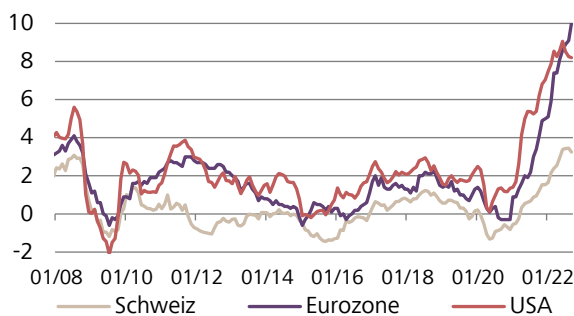


Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



Inflation

Konsumentenpreise in % gegenüber Vorjahr



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Die Aufholeffekte von der Pandemie haben den privaten Verbrauch in Europa bis in den Spätsommer noch kräftig angeschoben. Die Erholung im Tourismus und der Gastronomie hat vor allem Südeuropa ein solides Wachstum beschert. Auch die Schweizer Wirtschaft konnte ihre robuste Erholung fortsetzen, womit das BIP in diesem Jahr um gut 2% zulegen dürfte. Die Energiekrise hinterlässt Richtung Jahresende jedoch immer mehr Spuren. Die erhöhte Inflation belastet bei gleichzeitig moderaten Einkommenszuwächsen insbesondere die Kaufkraft der weniger gutverdienenden Haushalte. In den Nachbarländern stocken die Regierungen die Hilfsleistungen deshalb immer weiter auf. Trotzdem müssen bereits viele Haushalte ihren Konsum einschränken. Der Detailhandel verzeichnete in der Eurozone seit dem Frühjahr eine deutliche Korrektur und tritt auch in der Schweiz weitgehend auf der Stelle.

Die Unternehmen melden auf breiter Front noch anhaltende Lieferengpässe, welche allerdings immer weniger weitreichend ausfallen. Damit kann vielerorts das angehäuften Auftragspolster besser abgearbeitet werden. Allerdings stockt der Auftragsnachschub zunehmend. Und bei einer Anpassung der Energietarife können die enormen Preissteigerungen ohne staatliche Unterstützung auch für viele weniger energieintensive Unternehmen schnell zu einem existenziellen Problem werden. Insgesamt gehen die Schweizer Industrieunternehmen bislang aber nicht von einem Einbruch der Geschäftstätigkeit aus und wollen nach wie vor mehr Arbeitskräfte einstellen.

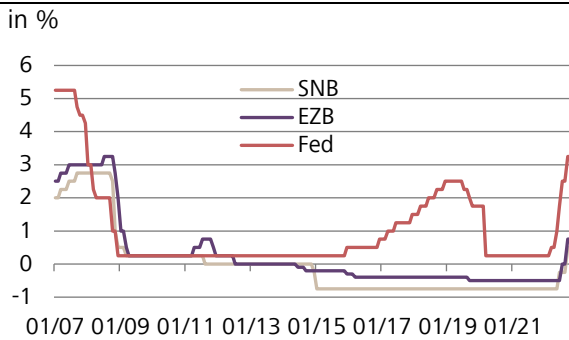
Die globale Konjunkturabkühlung sowie die Abnahme der Engpässe lassen die Beschaffungskosten vielerorts weniger stark steigen oder teilweise wieder sinken. Der vorangegangene Vorstufenpreisschub und insbesondere die massiv erhöhten Energiekosten führen aber vor allem in Europa weiter zu breiten Preisüberwälzungen auf die Endverbraucher. Die Eurozone-Inflation ist entsprechend auf 10% geklettert. In der Schweiz bleibt die Teuerung mit knapp 3.5% zuletzt hingegen nahezu stabil und erheblich geringer, nicht zuletzt dank des stärkeren Franken, und weiter ohne Anzeichen für stärkere Zweitrundeneffekte. Verzögerte administrierte Energiepreiserhöhungen dürften dafür allerdings im nächsten Jahr auch nur einen moderaten Rückgang der Jahresrate auf 2.5% erlauben.

Hypothekarmarkt

Die SNB hat ihren Leitzins wieder in den positiven Bereich auf 0.5% angehoben. Sie signalisiert auch für Dezember einen weiteren Zinsschritt. Ein ähnlich aggressives Vorgehen wie bei anderen Notenbanken ist jedoch nicht angezeigt, und damit auch kein weiterer Zinsschub für langfristige Festhypotheken.



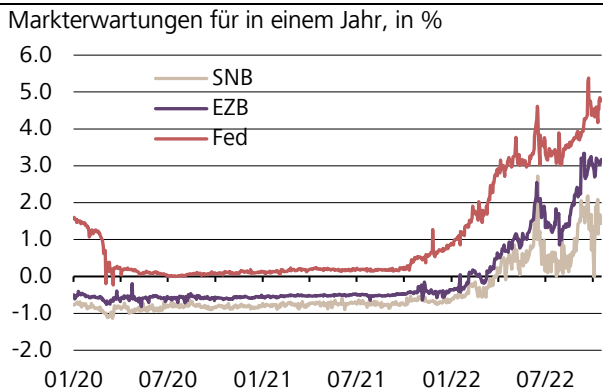
Notenbank-Leitzinsen



In den USA hat die Inflation ihren Höhepunkt überschritten. Der unverändert sehr enge Arbeitsmarkt und sehr kräftige Lohnerhöhungen sollten jedoch keine schnelle Rückkehr der Jahresrate Richtung des Inflationsziels der amerikanischen Notenbank zulassen. Deshalb führt die Fed ihre Leitzinsen weiter energisch nach oben. Eine viel stärkere Abschwächung der Wirtschaft und ein spürbarer Anstieg der Arbeitslosigkeit sei nötig, um die Inflation in den Griff zu bekommen. Dabei wird es immer schwieriger, eine sanfte Landung zu erreichen, weil die Geldpolitik nochmals restriktiver werden und länger restriktiv bleiben müsse.



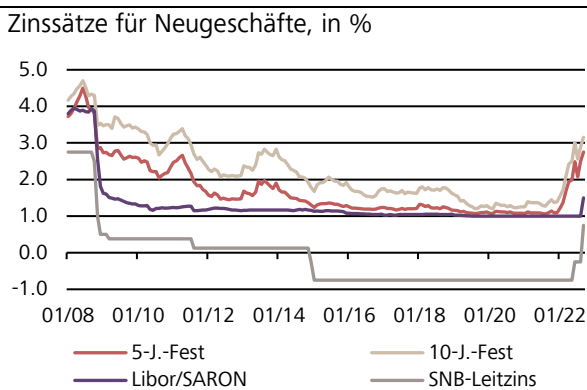
Leitzinserwartungen



Die EZB stellt aufgrund der Energiepreisexplosion ebenfalls eine weitere, zunehmende Verbreiterung des Preisdrucks fest. Die viel zu hohe Inflation hat auch die europäischen Notenbanker schliesslich ins Lager der energischen Inflationsbekämpfer überlaufen lassen. Und auch der EZB-Rat plant weitere zügige Anhebungen. Da nebenbei die Fiskalpolitik alles Mögliche versucht, eine tiefere Rezession abzuwenden, erhöht sich der Handlungsdruck auf die EZB zusätzlich.



Hypothekarzinsen



Die SNB hat bei ihrer vierteljährlichen Sitzung im September ihren Leitzins ebenfalls um weitere, hohe 75 Basispunkte auf 0.5% präventiv angehoben. Die Lagebeurteilung der Nationalbank fiel allerdings weitaus weniger alarmiert aus als bei den anderen Notenbanken. Die SNB schliesst weitere Schritte nicht aus und deutet für Dezember eine weitere Anpassung an. Die, wegen der im Vergleich entspannten Inflationsdynamik, komfortable Ausgangslage dürfte auf Jahressicht jedoch ein deutlich weniger aggressives Vorgehen bedeuten.

Wir erwarten derzeit keine Zinsnormalisierung weit über die 1%-Marke hinaus. Die Konditionen für SARON-Hypotheken, die sich weitgehend an der Entwicklung des SNB-Leitzins orientieren, dürften damit zwar bis ins nächste Jahr weiter steigen, aber ohne eine unerwartet starke Zunahme des Inflationsdrucks nicht zu stark in die Höhe schiessen. Bei den längerfristigen Festhypotheken sind weitere begrenzte Zinserhöhungen der SNB bereits seit einiger Zeit eingepreist, womit hier gleichzeitig kein weiterer Zinsschub angezeigt ist.

Anlagen

Steigende Zinsen, weiterhin hohe Inflationsraten sowie wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheiten haben viele Anlageklassen unter Druck gesetzt. Auch die indirekten Immobilienanlagen mussten in diesem Marktumfeld ordentlich Federn lassen. Die Agios der eidgenössischen Immobilienfonds sind auf extrem tiefe Niveaus gefallen. Die Neubewertung dieser eigentlich als sicher geltenden Titel ist im vollen Gang.

Für Anleger ist 2022 kein erfreuliches Jahr. Dem jahrelangen, praktisch ungebremsten Wachstum an den Finanzmärkten ist mit dem Ende der Tiefst- und Negativzinsära die Luft anfangs Jahr endgültig ausgegangen. Erhöhte Inflationsraten, die Aussichten auf nachhaltig höhere Zinsen, Sorgen um die nationale und globale Volkswirtschaft sowie die grossen geopolitischen Unsicherheiten haben die Aussichten an den Finanzmärkten ordentlich eingetrübt. Fast alle gängigen Anlageklassen notieren dieses Jahr tiefrot im Minus. Und Anzeichen einer anstehenden Erholung lassen weiterhin auf sich warten.

Auch Immobilienanlagen haben nachgegeben

In diesem durch erhebliche Unsicherheiten geprägten Marktumfeld mussten auch die indirekten Immobilienanlagen ordentliche Kurseinbussen einfahren. Wie unten aufgeführte Grafik verdeutlicht, hat sich beispielsweise der Total-Return-Index der Schweizer Immobilienaktien seit Mitte Februar dieses Jahres um mehr als 16% reduziert. Die kotierten eidgenössischen Immobilienfonds haben mit mehr als -17% ähnliche hohe Verluste eingefahren. Der Vergleich mit dem SPI (-14%) zeigt, dass die Kursverluste der klassischen indirekten Immobilienanlagen sehr stark dem Ausverkauf an den Aktienmärkten folgten. Von der allgemeinen Weisheit, dass Immobilienanlagen der Diversifikation des Portfolios dienlich sind, war bei indirekten Anlagen in der aktuellen Korrekturphase wenig zu spüren.

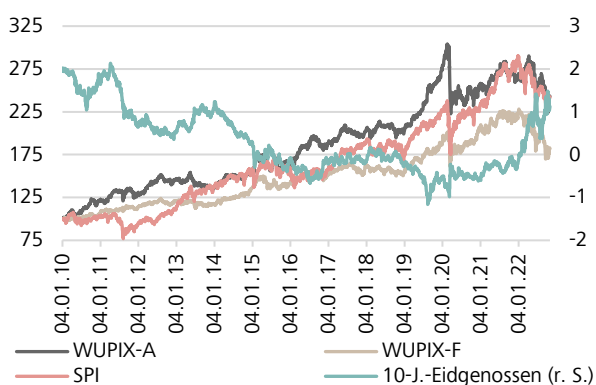
Die Agios sind weggeschmolzen

Angesichts der aufziehenden Wolken am Markt für Renditeliegenschaften findet offensichtlich aktuell eine drastische Neubewertung der kotierten eidgenössischen Immobilienanlagen statt. Bei Immobilienfonds sind im Rahmen dieser historischen Preiskorrektur die Agios von ihren Rekordständen aus sehr schnell gefallen. Lag die Marktkapitalisierung aller kotierten Immobilienfonds im Herbst 2021 noch rund 45% über dem Nettoinventarwert, ist diese Differenz bis Ende Oktober 2022 auf rund 11% gestürzt. Aus Investorensicht kann dies durchaus als Kaufsignal gewertet werden. Selten waren in der Vergangenheit Immobilienfondsanteile im Vergleich zu ihrem Inventarwert so günstig wie heute. Eine gewisse Vorsicht ist aber dennoch geboten. Das nachhaltig höhere Zinsumfeld dürfte seine Spuren am Markt für Renditeliegenschaften hinterlassen (siehe Fokuskapitel dieser Publikation). Tiefere Bewertungen in den Portfolios der Immobilienfonds sind mittelfristig nicht unwahrscheinlich. Wird das langjährige durchschnittliche Agio von Immobilienfonds von rund 21% als Massstab für eine faire Bewertung der Anlageklasse herangezogen, so resultiert daraus, dass aktuell eine Bewertungskorrektur von 8% in den gehandelten Kursen eingepreist ist. Ob diese Markterwartung auch der Realität entspricht oder eher das Ergebnis der aktuellen Finanzmarkturbulenzen ist, wird sich natürlich erst noch zeigen müssen.



Performance indirekter Immobilienanlagen

Total Return von Immobilienaktien (WUPIX-A), Immobilienfonds (WUPIX-F) und SPI, indiziert, 100 = 01.01.2010

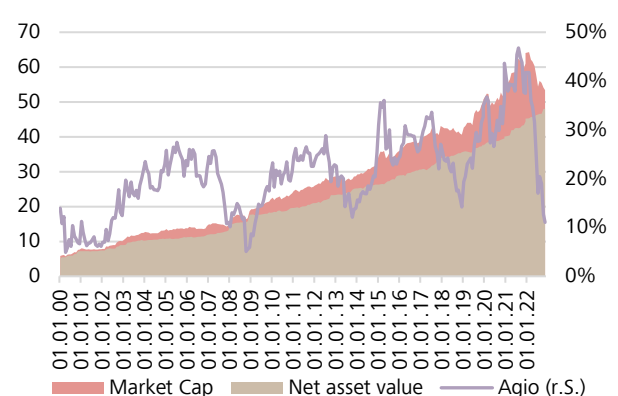


Quelle: SIX, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Agios von Immobilienfonds

Marktkapitalisierung und NAV (in Mrd. CHF) sowie Agios (in %) von kotierten Schweizer Immobilienfonds



Quelle: Swiss Finance and Property, Raiffeisen Economic Research

Eigentum

Die Preisdynamik am Eigenheimmarkt bleibt trotz gestiegener Finanzierungskosten hoch. Erste Anzeichen deuten höchstens auf eine gewisse Normalisierung hin. Eine anhaltende Umkehr des Preistrends ist aber nicht absehbar.

Die Transaktionspreise für selbstgenutztes Wohneigentum sind im dritten Quartal 2022 ungeachtet der sich verfestigenden Zinswende unvermindert kräftig angestiegen. Die bezahlten Preise für Einfamilienhäuser lagen um 1.4% höher als im Vorquartal, diejenigen von Eigentumswohnungen legten gar um 1.9% zu. Innert einem Jahr sind die Preise für Wohneigentum damit um 5.6%, respektive 7.6% gestiegen. Das sind Wachstumsraten, die noch immer über dem langfristigen Mittel liegen.

Nachfrageniveau bleibt hoch

Völlig spurlos geht die Erwartung eines anhaltend höheren Zinsniveaus aber auch am Eigenheimmarkt nicht mehr vorüber. Die Zahl der aktiven Suchabonnements für Wohneigentum auf Onlineportalen ist gegenüber dem letzten Quartal um über 6% gesunken. Dieser Rückgang dürfte mindestens zu einem Teil den höheren Zinsen geschuldet sein. Auch nach dem deutlichen Rückgang der Suchabos in den letzten Quartalen bleibt festzuhalten, dass das absolute Niveau der Nachfrage nach wie vor hoch ist. Die Zahl der Suchabos ist nun lediglich wieder im Begriff, auf das Niveau von vor der Coronapandemie zu fallen. Während der Pandemie war bekanntlich ein regelrechter Suchboom losgetreten worden. Ein Teil dieser Suchaktivität dürfte mehr Beschäftigungstherapie von in den eigenen vier Wänden «Eingesperrten», denn echte Nachfrage gewesen sein. An der in den Abos von den Suchenden selbst erfassten Zahlungsbereitschaft lässt sich im Unterschied zur Zahl der Abos dagegen noch kein Effekt der Zinsen erkennen. Diese zeigt sich weiterhin stabil bis sogar leicht steigend.

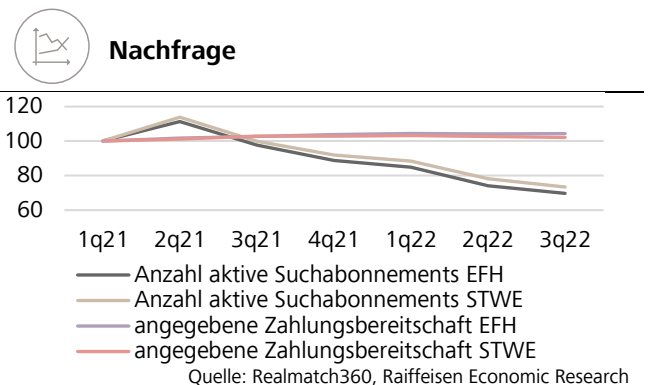
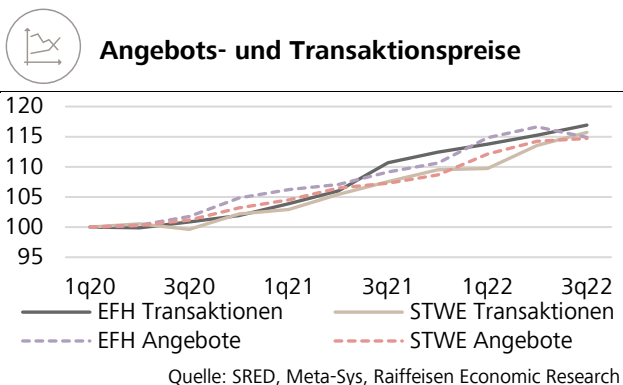
Scheue Zeichen einer Abkühlung

Neben der Stimmung der Nachfrager lässt sich an den Internetinseraten auch die Gemütslage der Anbieter von Objekten ablesen. Die online ausgeschrieben Einfamilien-

häuser waren im dritten Quartal 2022 qualitätsbereinigt erstmals seit langem etwas günstiger als im Vorquartal. Wir sprechen hier von einem Rückgang um 1.5%. Eigentumswohnungen wurden dagegen mit einem Plus von 0.4% noch etwas teurer angeboten als im Vorquartal. Verglichen mit der Wachstumsrate der Transaktionspreise von Stockwerkeigentum ist dies aber ebenfalls ein deutlich tieferer Wert. Angebotspreise reagieren jeweils schneller auf ein sich veränderndes Marktumfeld als die trägeren Transaktionspreise. Sie haben aber den Makel, dass sie im Unterschied zu den Transaktionspreisen noch keinem echten Realitätscheck durch eine tatsächliche entsprechende Nachfrage unterzogen worden sind. In der Regel sind die Angebotspreise aber ein ziemlich guter Vorlaufindikator für die absehbare Entwicklung der Abschlusspreise. Der Vorlauf des Angebotspreisindex auf den Transaktionspreisindex beträgt rund 1-2 Quartale. Die nun rückläufige respektive schwächere Preisdynamik bei den Angebotspreisen ist also ein erstes Indiz dafür, dass sich die Preisdynamik endlich abschwächt. Durchaus möglich also, dass wir in einem der nächsten Quartale auch einmal ein negatives Vorzeichen bei den Transaktionspreisen sehen werden. Das wäre dann ein Novum in der jüngsten Geschichte der Eigenheimmärkte.

Angebotsausweitung möglich

Anhaltende grössere Preiskorrekturen sind aber nicht zu erwarten, zu knapp ist dafür das Angebot. Zwar scheint die Angebotsquote im Eigenheimmarkt nun langsam Boden gefunden zu haben, aber das absolute Niveau der ausgeschriebenen Objekte ist immer noch viel zu tief. Dies gilt auch für die Zahl der eingereichten Wohnbaugesuche. Impulse für eine Angebotsausweitung bleiben demnach in absehbarer Zukunft aus. Eher wahrscheinlich ist, dass vermehrt Bestandsobjekte auf den Markt kommen.



Marktsegmente

Einerseits dürften einige wenige Eigentümer angesichts der Zinswende den Peak der Preise kommen sehen und wollen nun Kasse machen. Vor allem aber dürften vermehrt Buy-to-let-Objekte angeboten werden; darunter primär Eigentumswohnungen, die als Kapitalanlage erworben und vermietet wurden. Dank Hebelwirkung des Fremdkapitals im Tiefzinsumfeld war dies eine interessante Renditequelle, die nun aber mit den höheren Zinsen seine Attraktivität verloren hat (vgl. Fokuskapitel dieser Publikation). Gerade an den Toplagen, wo Eigentum besonders knapp und darum teuer ist, ist Buy-to-let im Vergleich zu festverzinslichen Alternativen nicht mehr attraktiv. Angesichts der mit steigenden Finanzierungskosten sinkenden Cashflowrendite ist ein Verkauf daher nun eine prüfenswerte Strategie. Vor allem Buy-to-let Besitzer mit jüngst ausgelaufener oder bald auslaufender Hypothek könnten diese vermehrt umsetzen. Je nach dem wie viele Wohnungen so auf den Markt kommen, könnte am Eigentumsmarkt etwas Entspannung eintreten.

Eigentümer bleibt Eigentümer

Dass grosse Mengen selbstgenutzter Eigentumsobjekte nun veräussert werden, bleibt indes unwahrscheinlich. Das hohe aktuelle Preisniveau wird in Diskussionen zwar gerne als günstige Verkaufsgelegenheit ins Feld geführt, aber Eigentümer bleiben in der Regel Eigentümer und müssten ein neues Objekt ja wieder zum gleichen Preisniveau erstehen. Diejenigen Eigentümer, die nun aber tatsächlich in die Miete wechseln wollen, müssten dafür zuerst einmal ein geeignetes Objekt finden, im aktuellen Markt mit immer knapperem Angebot eine grosse Herausforderung. Noch weniger ist damit zu rechnen, dass nun vermehrt Objekte auf den Markt kommen, deren Besitzer in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Die sehr strengen Tragbarkeitsrichtlinien bei der Hypothekarvergabe stellen sicher, dass Kunden ihre Hypotheken auch noch bei viel höherem Zinsniveau bedienen können. Nicht Ausverkauf, sondern Warten scheint derzeit die Devise am Eigenheimmarkt zu sein. Jedenfalls haben die Hand-

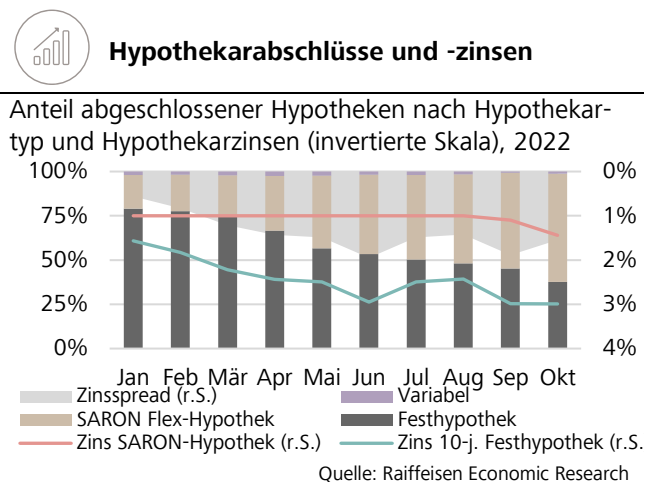
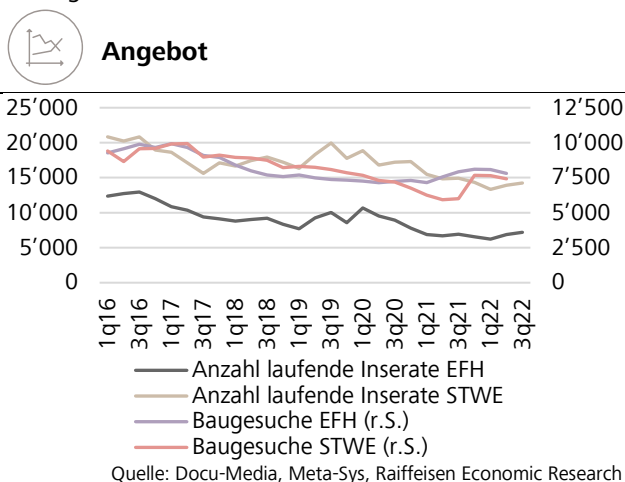
änderungen innert Jahresfrist um 20% abgenommen, ohne dass die Zahl der im Markt angebotenen Objekte markant gestiegen wäre.

Run auf SARON-Hypotheken geht weiter

Bereits in der letzten Publikation hatten wir von einem regelrechten Run auf Geldmarkthypotheken berichtet. Angesichts explodierender Konditionen für Festhypotheken wurden so erstmals mehr SARON-Hypotheken neu abgeschlossen als Festhypotheken. Durch die Abkehr von den Negativzinsen durch die SNB im September ist die Zinswende nun auch bei den Geldmarkthypotheken angekommen. Auch sie wurden erstmals seit Jahren wieder teurer. Deren neuer Popularität tat dies bislang aber keinerlei Abbruch. Im Gegenteil, der Marktanteil der SARON-Hypothek ist sogar nochmals gestiegen. Im Oktober wurden 61% der neu abgeschlossenen Hypotheken mit einer Bindung an den Geldmarktsatz vereinbart. Der Preis der Sicherheit, der Zinsspread zwischen SARON und einer langfristigen Festhypothek, ist der überwiegenden Mehrheit der Hypotheknehmer immer noch zu hoch – selbst unter Berücksichtigung, dass dieser mit weiteren Zinserhöhungen durch die SNB vielleicht noch etwas zurückgehen wird. Diese Entwicklung widerspiegelt sich auch bei den Festhypotheken. Nur noch knapp ein Viertel aller Festhypotheken wird mit einer Laufzeit von mehr als 8 Jahren abgeschlossen. Noch im Januar lag dieser Wert bei fast 40%. Je kürzer die Laufzeit desto günstiger sind aktuell die Finanzierungskosten, die sehr langfristige Zinsabsicherung leisten sich nur noch wenige.

Warum steigen die Preise immer weiter?

Die anhaltend hohe Preisdynamik im Wohneigentumsmarkt ist für so manchen doch sehr überraschend und ein grosses Rätsel. Die Preise sind mittlerweile so hoch, dass sich eigentlich nur noch eine privilegierte Minderheit überhaupt ein Haus leisten kann (vgl. [Immobilien Schweiz 1Q22](#)). Wie kann es also sein, dass diese trotzdem immer weiter steigen,



Marktsegmente

wo doch immer weniger Käufer bereitstehen? Ein Puzzleteil, dass beim Lösen dieses komplexen Rätsels möglicherweise mithelfen könnte, ist ein Verständnis für die Art und Weise wie Immobilienpreisindizes und damit die Preisentwicklung berechnet werden. Transaktionspreisindizes von selbstgenutztem Wohneigentum werden auf der Grundlage von echten Handänderungsdaten berechnet. Das Problem dabei ist, dass jedes Quartal andere Häuser und Wohnungen an anderen Lagen mit anderen Eigenschaften den Besitzer wechseln. Damit nun nicht Veränderung von Qualitäten, sondern tatsächlich der Preistrend gemessen wird, findet bei der Konstruktion von Immobilienpreisindizes eine Qualitätsbereinigung statt. Damit soll sichergestellt werden, dass Gleiches mit Gleichem verglichen wird. Die Gegenüberstellung der Preise dieser mittels unterschiedlichster statistischer Methoden «gleichgemachten» Objekte, die sich möglichst nur im Zeitpunkt ihrer Transaktion voneinander unterscheiden, liefert im Ergebnis einen Preisindex.

Qualitätsbereinigung vs. Durchschnittspreis

Es ist somit möglich, dass der qualitätsbereinigte Preisindex steigende Preise anzeigt, obwohl die durchschnittlich bezahlten Preise für Immobilien gar nicht zugenommen haben, und zwar, weil sich die Qualität der gehandelten Objekte verschlechtert hat. Der in Grafik unten rechts ersichtliche Vergleich von qualitätsbereinigtem Index und reinem Durchschnittspreis-Index zeigt, dass dies in der Schweiz in den letzten Jahren der Fall war. Bei den EFH ist der qualitätsbereinigte Index seit Anfang 2015 um 42% gestiegen, der unbereinigte Index nur um 34%. Beim STWE legten die Preise qualitätsbereinigt um 38% zu, durchschnittlich jedoch um nur 34%. Die Differenz von 8 bzw. 4 Prozentpunkten ist auf Qualitätsunterschiede zurückzuführen.

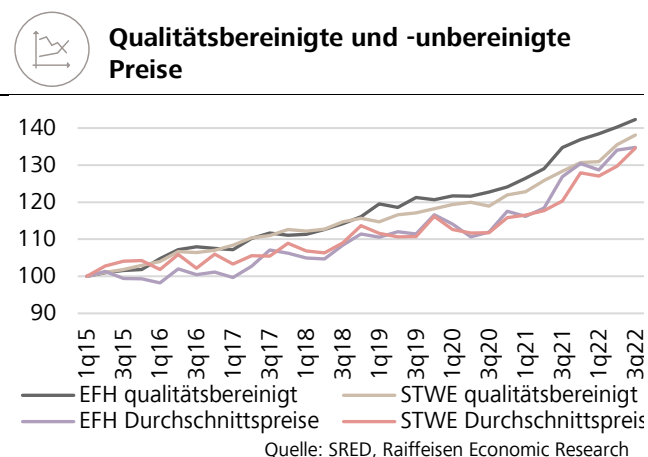
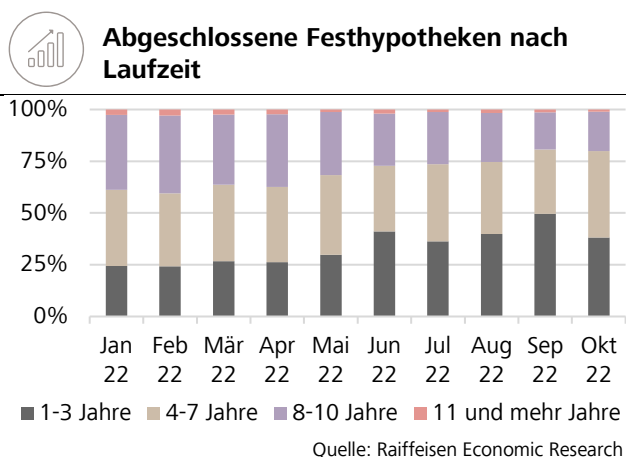
Keine schlechteren Lagen

Auch wenn die Qualitätseinbussen in den letzten Jahren überschaubar waren, werfen wir nachfolgend einen Blick darauf,

welche Eigenschaften der Objekte sich verändert haben. Bei den wichtigen Standortqualitäten hat sich wenig getan. Ein vermehrtes Ausweichen in weniger attraktive und darum preisgünstige Gemeinden war im Wohneigentumsmarkt seit 2015 nicht zu beobachten. Bei den EFH hat die sogenannte Makrolage der gehandelten Objekte, die möglichst alle immobilienwertrelevanten Charakteristika einer Gemeinde misst, sogar leicht zugelegt. Auch bei der Lage innerhalb eines Ortes, der sogenannten Mikrolage ist seit 2015 kein Trend zu weniger Standortqualität feststellbar. Ein Ausweichen der Transaktionsaktivität auf eher unattraktive Wohnlagen innerhalb der Gemeinden, also in unattraktivere Quartiere, erfolgte in den letzten Jahren im Eigenheimmarkt nicht.

Kompromisse bei Zustand und Ausbaustandard

Im Gegensatz zur «Lage, Lage, Lage» waren Käufer beim Alter oder dem Zustand der Eigenheime kompromissbereiter. Das durchschnittliche Alter der gehandelten Objekte ist merklich angestiegen. Parallel hat sich auch der mit dem Alter stark korrelierte Zustand der Objekte verschlechtert. Auch ein tieferer Ausbaustandard sowie weniger Nasszellen pro Wohnung oder Haus sind an den Transaktionen ablesbar. Beim Stockwerkeigentum wirken zusätzlich die kleiner werdenden Wohnungsgrößen durchschnittspreisdämpfend. Wie viel von diesen Veränderungen tatsächlich darauf zurückzuführen ist, dass bewusst mehr Kompromisse gemacht werden, um sich ein Haus oder eine Wohnung leisten zu können, ist indes unklar. Denn Käufer können schliesslich nur Objekte erwerben, die im Angebot sind. Die «schlechteren» Qualitäten lösen aber nur einen Teil des Puzzles, warum die Preise auf derart hohem Niveau weiter ansteigen. Weitere Puzzleteile sind ein vermehrter Kapitaltransfer an Käufergenerationen durch Erbschaften und eine gestiegene Wertschätzung für das Wohnen in den eigenen vier Wänden, die Käufer im Bieterwettkampf um ein Objekt immer mehr an Ihre Grenzen gehen lässt. All dies ist aber mangels Daten deutlich schwieriger zu messen.



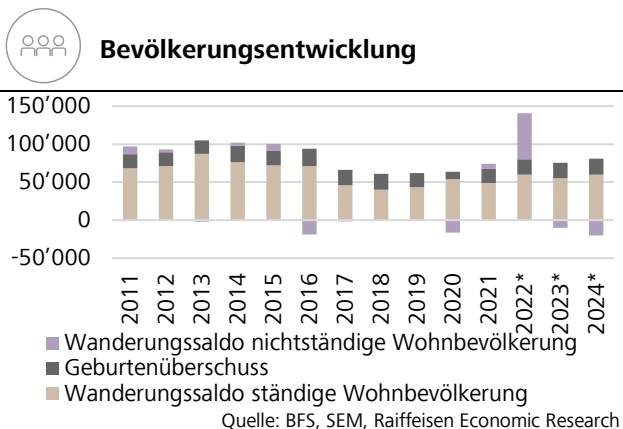
Miete

Die Leerstände im Schweizer Wohnungsmarkt schmelzen dahin. Die Nachfrage übersteigt das Angebot bei Weitem. Vielerorts herrscht jetzt schon ein Mangel an Wohnraum, mancherorts sogar Wohnungsnot. Trotzdem sind nach wie vor sind keinerlei Anzeichen einer künftig höheren Wohnbautätigkeit auszumachen.

Mit der im September vom Bundesamt für Statistik veröffentlichten Leerstandserhebung wurde ein über 20-jähriger Rekord egalisiert. Noch nie ist die Leerstandsziffer innert zwölf Monaten stärker gesunken als im Jahr 2022. Einzig im Jahr 2001 wurde bisher ein gleich starker Rückgang der Leerstandquote registriert. Der diesjährige Rückgang der leerstehenden Wohnungen von 1.54% auf 1.31% des Gesamtwohnungsbestands illustriert, dass der Schweizer Wohnungsmarkt in raschen Schritten und auf breiter Front unaufhaltsam in Richtung Wohnungsnot schreitet.

Absehbare Entwicklung

Für Leser dieser Publikation ist dies keine Überraschung, sondern vielmehr die amtliche Bestätigung dessen, was wir schon länger festgestellt und prognostiziert haben, zuletzt in unser Vorquartalspublikation [Immobilien Schweiz 3Q22](#). Dort, aber auch schon im Fokusthema der Publikation [Immobilien Schweiz 2Q22](#), sind auch die nach wie vor gültigen Ursachen dafür ausführlich dargelegt, wieso die Wohnungsproduktion bei weitem nicht mit der Nachfrage mithält. Seit dem 1. Juni, dem Stichtag der Leerwohnungserhebung, hat sich die Situation am Wohnungsmarkt sogar noch verschärft. Denn die Zuwanderung hat nochmals deutlich an Fahrt aufgenommen (siehe Grafik links). Sie beflügelt die ohnehin schon rege Wohnungsnachfrage zusätzlich, insbesondere diejenige nach Mietwohnungen. Und auch die Nachfrage der ukrainischen Flüchtlinge wird nun mehr und mehr auf dem regulären Mietwohnungsmarkt spürbar.

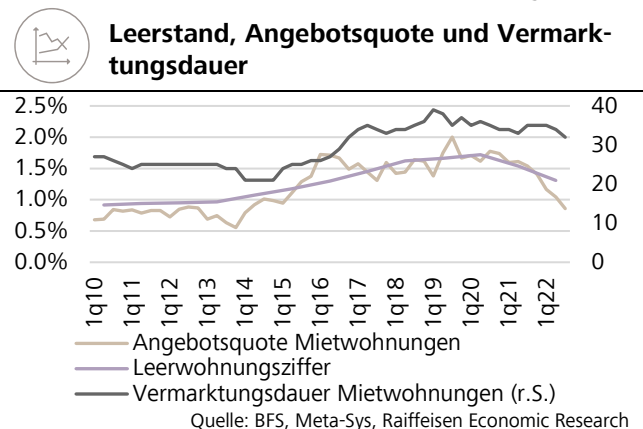


Mieten müssten stärker steigen

Mit der in den letzten Monaten erfolgten Verankerung anhaltend höherer Zinserwartungen haben sich die Anreize für die überfällige Wohnungsproduktionsausweitung trotz höherer Wohnungsnachfrage eher nochmals verschlechtert (vgl. Fokusthema der vorliegenden Publikation). Daran ändert auch die Trendwende der Angebotsmieten wenig. Diese haben nun bereits das dritte Mal in Folge nach einem jahrelangen Sinkflug wieder zugelegt. Doch die im Jahr 2022 um 1.5% höheren Mieteinnahmen stehen noch in keinem Verhältnis zu den deutlich gestiegenen Finanzierungskosten, den höheren Baukosten sowie den weiter steigenden Landpreisen, mit denen Projektentwickler im aktuellen Marktumfeld kalkulieren müssen. Nur ein deutlich stärkeres Hochschnellen der Neumieten könnte im aktuellen Marktumfeld die nötigen Anreize für die Produktion von mehr Neubauwohnungen schaffen.

Angebotslücke

Weil Planung und Bau von Wohnungen aber viel Zeit in Anspruch nehmen, steht schon heute fest, dass die Leerstände auch in den nächsten beiden Jahren weiter sinken werden. Selbst dann, wenn Investoren und Bauherren nun doch noch unerwartet kräftig aufs Gaspedal treten sollten – wofür es gemäss den Baugesuchen aber noch keine Anzeichen gibt (siehe oberste Grafik auf der nächsten Seite). Denn an den bereits eingereichten Gesuchen, anhand derer die Wohnungsproduktion der nächsten zwei Jahre jeweils zuverlässig abgeschätzt werden kann, lässt sich heute bereits voraussagen, wo-

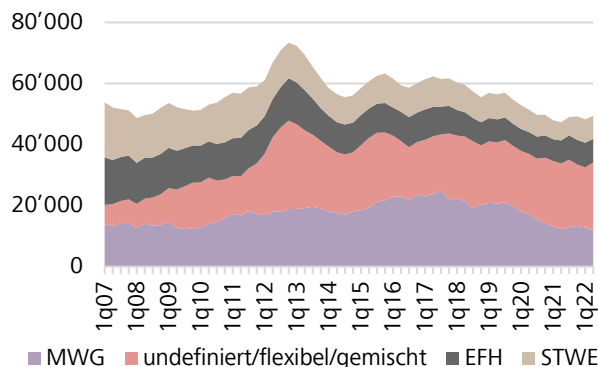


Marktsegmente



Baugesuche

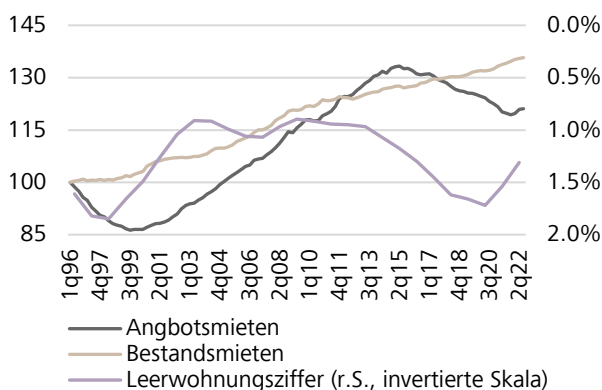
Anzahl Wohnungen in eingereichten Baugesuchen, Neubau, Vierquartalssummen



Quelle: Docu-Media, Raiffeisen Economic Research



Mieten und Leerwohnungsziffer

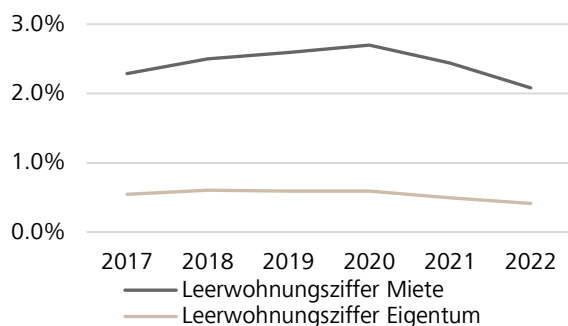


Quelle: BFS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Leerwohnungsziffer nach Nutzung

Anzahl Leerstehende Miet- bzw. Eigentumsobjekte im Verhältnis zum Miet- bzw. Eigentumsobjektbestand



Quelle: BFS, ARE, Raiffeisen Economic Research

hin die Reise im schweizerischen Wohnungsmarkt geht. Wenn die Zuwanderung nicht wegbricht, klafft zwischen Nachfrage und Angebot unseren konservativen Schätzungen zufolge in den nächsten beiden Jahren weiter jeweils eine Lücke von rund 7'500 Wohnungen.

Mietern stehen harte Zeiten bevor

Bis zum 1. Juni, dem Stichtag der 2024er Erhebung, wird die Leerwohnungsziffer damit wohl unter die 1%-Marke fallen. Eine derart tiefe Quote wurde zuletzt zwischen 2003 und 2005, sowie zwischen 2008 und 2013 beobachtet. Sie korrespondierte damals jeweils mit einem jährlichen Angebotsmietpreiswachstum von deutlich über 3%. Auch dieses Mal wird es so weit kommen, denn auch in der mittelfristigen Perspektive sind keine Zeichen einer Entspannung erkennbar. Neumietern stehen also harte Zeiten bevor. Aber auch Bestandsmieter werden bis dann teilweise mit höheren Mietkosten konfrontiert. Bis 2024 wird der hypothekarische Referenzzinssatz gemäss unseren aktuellen Zinsprognosen voraussichtlich zweimal erhöht werden. Die Vermieter werden den gestiegenen Satz nach Möglichkeit an die Mieter weitergeben. Ausserdem können 40% der aktuell auch hierzulande merklich höheren Inflation (3% im laufenden Jahr) gemäss Mietrecht an die Mieter weitergeben werden. Einige Bestandsmieter dürften bis 2024 somit an die 10% höhere Mieten bezahlen, bestehend aus zwei 3%-igen Erhöhungen durch zwei Referenzzinssatzanpassungen, weiteren 2.5% aus der Weitergabe von 40% der jährlichen Teuerung sowie zusätzlich rund 1% durch allgemeine Kostensteigerungen. So sieht es das Mietrecht zur Wahrung der Kaufkraft des Eigenkapitals von Vermietern vor.

Mietwohnungsmarkt treibt Entwicklung

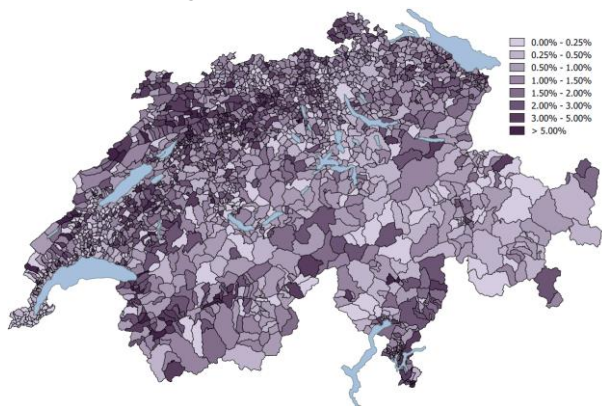
Detaillierte Analysen der neusten Leerstandszählung sind auch dieses Jahr sehr spannend. Denn bei der Leerwohnungserhebung handelt es sich um eine Vollerhebung, die Auskunft über den Leerstand jeder einzelnen Schweizer Wohnung gibt. Die aktuellen Zahlen zeigen: Die Wohnungsnachfrage ist sowohl im Mietwohnungsmarkt als auch im Markt für selbstgenutztes Wohneigentum deutlich höher als die Nachfrage. Die Quote der leerstehenden Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser hat sich von 0.49% auf 0.41% auf bereits enorm tiefem Niveau weiter reduziert (vgl. unterste Grafik). Bei den Mietwohnungen verringerte sich die Quote von 2.44% auf 2.08%. Weil die Schweiz ein Land von Mietern ist und Mietwohnungen häufiger leer stehen, treiben jeweils vor allem die Entwicklungen am Mietwohnungsmarkt die Veränderung der Leerwohnungsziffer.

Marktsegmente



Leerwohnungsziffer nach Gemeinden

Anzahl leerstehende Wohnungen im Verhältnis zum Gesamtwohnungsbestand

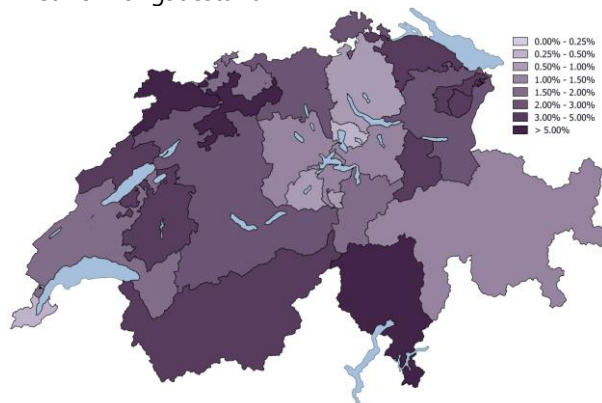


Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



Leerwohnungsziffer Mietwohnungen nach Kantonen

Anzahl leerstehende Wohnungen im Verhältnis zum Mietwohnungsbestand

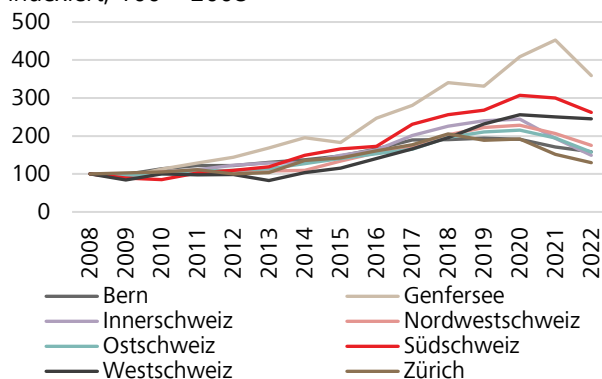


Quelle: ARE, BFS, Raiffeisen Economic Research



Leere Mietwohnungen nach Grossregionen

indexiert, 100 = 2008



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

Regional unterschiedliche Situationen

Über 2% leerstehende Mietwohnungen hört sich nach einem zwar nicht übermässigen, aber doch noch komfortablen Polster an. Aber der Blick auf die schweizweite Quote überdeckt, dass in einigen Schweizer Regionen die Leerstände im Mietwohnungsmarkt bereits extrem tief sind. Die Kantone Genf, Zürich und Zug weisen Mietwohnungsleerstandquoten von deutlich unter 1% auf (siehe mittlere Grafik). Hier kann man schon länger tatsächlich von einer Mangellage, je nach Region und Gemeinde sogar von Wohnungsnot, sprechen. Im Tessin, in Solothurn und im Jura sind die Mietwohnungsmärkte dagegen noch sehr flüssig; dort liegen die Leerwohnungsquoten von Mietwohnungen über 5%. Das Leerstandniveau ist in diesen Kantonen aber strukturell generell höher. Darum lohnt sich ein Blick auf die Dynamik. 23 von 26 Kantonen weisen sinkende Mietwohnungsleerstandquoten auf. Während die Situation in Glarus und Schaffhausen mit einem nur leichten Anstieg als stabil zu bezeichnen ist, kann nur im Jura von merklich höherem Leerstand gesprochen werden. Im Jura machen sich die bekannten strukturellen, wirtschaftlichen und demografischen Probleme bemerkbar. Die jurassische Bevölkerung stagniert, weil aber trotzdem gebaut wird, ist die Leerstandsquote bei den Mietwohnungen um 0.8 Prozentpunkte gestiegen.

Rückgang in allen Regionen und Gemeindetypen

Die Leerwohnungsziffer bei Mietwohnungen ist in allen acht Schweizer Grossregionen gesunken (vgl. unterste Grafik). Die prozentual stärksten Rückgänge waren in der Innerschweiz und der Region Genfersee zu verzeichnen. Hier standen über 20% weniger Mietwohnungen leer als vor einem Jahr. In der Region Westschweiz ging die Anzahl leerstehender Mietwohnungen mit lediglich 2% am schwächsten zurück. Auch aufgeschlüsselt nach Gemeindetypen zeigt sich ein einheitliches Bild. Überall zeigt die Leerwohnungskurve nach unten, am stärksten in touristischen Gemeinden (-24%). Ebenfalls deutliche Rückgänge waren in den Grosszentren (Zürich, Genf, Bern, Basel und Lausanne) (-17%) sowie urbanen Gemeinden (-15%) zu verzeichnen. Aber auch in den übrigen Städten (-8%) und auf dem Land (-6%) waren die Leerstände relativ stark rückläufig.

Zu wenig Bautätigkeit in Grosszentren

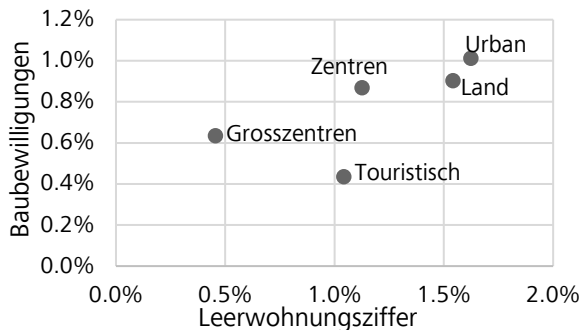
Mit Ausnahme der touristischen Gemeinden, wo der Neubau durch die Zweitwohnungsinitiative eingeschränkt ist, wird in den Grosszentren der Schweiz am wenigsten gebaut. Dies obwohl gerade dort mit Abstand am wenigsten Wohnungen leer stehen und diese am fragtesten wären.

Marktsegmente



Leerwohnungsziffer und Baubewilligungen

Anzahl leerstehende Wohnungen per 01.06.2022 und Anzahl Wohnungen in Baubewilligungen 3q21-2q22 im Verhältnis zum Wohnungsbestand, nach Gemeindetyp

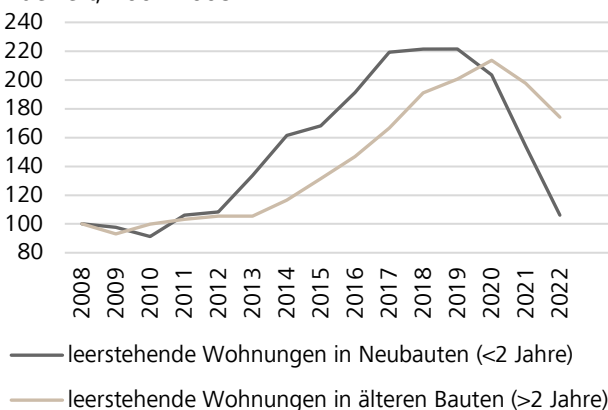


Quelle: BFS, Docu-Media, Raiffeisen Economic Research



Leere Mietwohnungen nach Alter

indexiert, 100= 2008

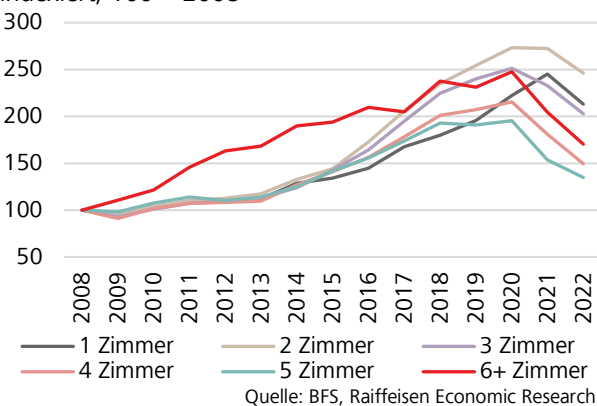


Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



Leere Mietwohnungen nach Zimmerzahl

indexiert, 100 = 2008



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

Es fehlt schlicht der Platz und die Verdichtung stockt (vgl. [Immobilien Schweiz 3Q22](#)). Weil nur ausserhalb der Zentren genügend flüssiges Bauland vorhanden ist, muss ausserhalb der Städte gebaut werden, auch wenn die Nachfrager eigentlich mehr städtischen Wohnraum wünschen.

Neubauten werden gut absorbiert

In den letzten zwei Jahren sind rund 90'000 neue Wohnungen erstellt worden. Von diesen standen am 1. Juni gerade einmal 4'863 leer. Das sind nur gerade etwas mehr als 5% der Neubauten, die (noch!) keinen Mieter oder Eigentümer gefunden haben. Noch vor zwei Jahren lag diese Quote bei 11%. Die Vermarktung von Neuwohnungen ist demnach so einfach wie seit langem nicht mehr. Auch bei den übrigen Wohnungen ist der Leerstand stark zurückgegangen, jedoch verhältnismässig weniger stark. Die vermeintlich «neue» Attraktivität der Neuwohnungen rührt auch daher, dass sich die Schere zwischen Angebots- und Bestandsmieten in den letzten Jahren vielerorts geschlossen hat.

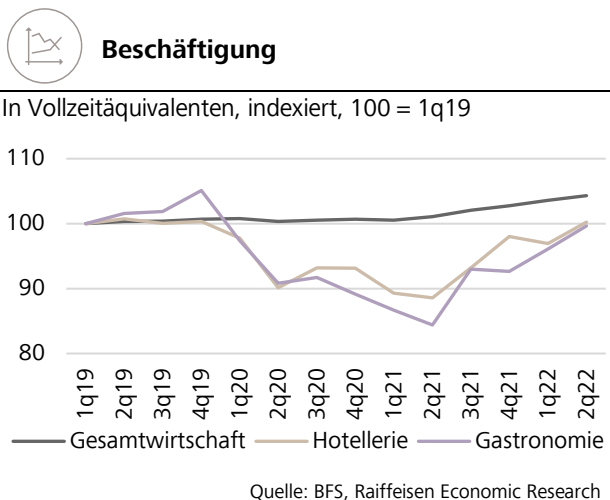
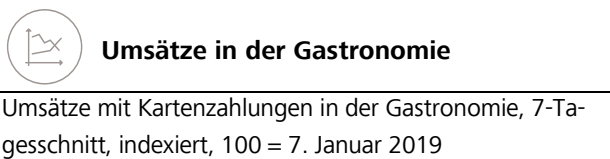
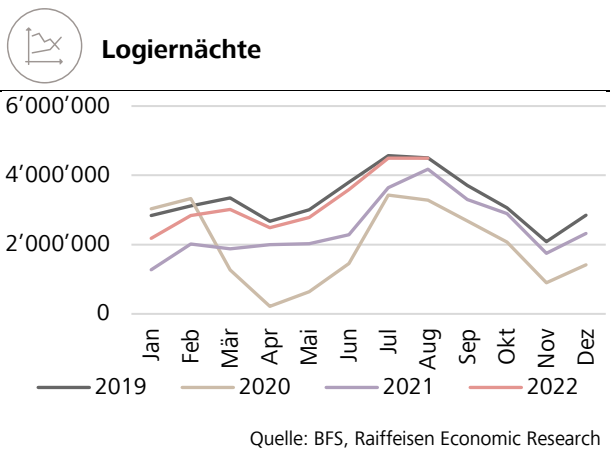
Verpuffte Covid-Effekte

In der 2021er Erhebung der Wohnungsleerstände schlugen sich noch gewisse Covid-Effekte nieder. So sind die Leerstände damals nur noch in den Grosszentren gestiegen. In allen anderen Gemeindetypen ist die Leerwohnungsziffer deutlich gesunken. Dies wurde von vielen als Anzeichen einer Coronastadtflucht interpretiert. Heuer liegen die städtischen Leerstände jedoch bereits wieder unter dem Vorpandemie-Niveau. Der Anstieg der Leerstände in den Grosszentren war also eher ein Effekt der während der Pandemie rückläufigen Zuwanderung. Neuzuzüger suchen zu einem überdurchschnittlichen Anteil zunächst Wohnungen in den Grosszentren. Dieses Phänomen war vorübergehend ausgesetzt. Die Stadtflucht infolge Corona war vor allem eine gute, aber falsche Story für manche Medien (vgl. [Immobilien Schweiz 4Q21](#)).

Ein ebenfalls bereits verpuffter Coroneffekt war der Run auf Wohnungen mit grösserer Zimmerzahl. Einzimmerwohnungen waren während der Pandemie wenig gefragt, weil viele Arbeitnehmer für Homeoffice zuhause einen zusätzlichen Raum benötigten, so die gängige Erklärung. Während die Leerstände 2021 bei allen anderen Wohnungsgrössen abnahmen, sind sie bei Einzimmerwohnungen gestiegen. Heute stehen aber bereits wieder deutlich weniger Einzimmerwohnungen leer als vor der Pandemie. Neben dem Homeoffice-Effekt war ein Teil der rückläufigen Nachfrage nach kleineren Wohnungen in der Pandemie ebenfalls der ausbleibenden Zuwanderung geschuldet. Alle vermeintlichen und gemutmassten Covid-Spuren der letztjährigen Erhebung sind damit bereits wieder vollständig verschwunden.

Gastronomie- und Hotelimmobilien

Die Nachfrage nach auswärtigen Übernachtungen und Mahlzeiten ist wieder so hoch wie vor der Pandemie. Aber Personalengpässe, hohe Energiepreise und steigende Finanzierungskosten stellen das schon vor der Pandemie strukturschwache Gastgewerbe vor grosse Herausforderungen. Trotzdem steigt die Zahl der Betriebe weiter – und damit auch die Nachfrage nach Gastronomieflächen. Bezüglich der Nachhaltigkeit dieser Nachfrage bestehen aber Fragezeichen.



Der Schweizer Beherbergungsmarkt hat sich vollständig von Corona erholt. Lag die Zahl der Logiernächte von Januar bis Mai in der Schweizer Hotellerie-Branche noch leicht tiefer als im Vorkrisenjahr 2019, zeigten sich in der Sommersaison keinerlei Covid-Symptome mehr. Die Logiernächte in den Monaten Juni bis August lagen fast auf dem Niveau von vor drei Jahren (vgl. oberste Grafik). Auch die Gastronomie hat sich von der Pandemie und deren Nachwirkungen erholt. Die Auswertung von Kartenzahlungen lässt darauf schliessen, dass die Umsätze in der Gastronomie 2022 bislang deutlich höher ausfielen als in den beiden Vorjahren (vgl. mittlere Grafik). Das Kartentransaktionsvolumen ist auch deutlich grösser als vor der Pandemie, was zu einem gewissen Teil aber darauf zurückzuführen ist, dass sich das Zahlungsverhalten der Kunden hin zum Kartengeld verändert hat.

Rekrutierungsschwierigkeiten

Die Erholung spiegelt sich auch in der Beschäftigungsentwicklung. Die saisonbereinigte Zahl der in den beiden Branchen beschäftigten Vollzeitäquivalente befindet sich mittlerweile wieder auf Vorkrisenniveau (vgl. unterste Grafik). Obwohl sich das Beschäftigungsniveau vollständig von Corona erholt hat, klagen viele Gastronomiebetriebe über Rekrutierungsschwierigkeiten (vgl. erste Grafik auf der nächsten Seite links). Vor allem qualifiziertes Personal ist kaum verfügbar, insbesondere Arbeitnehmer mit Berufsbildungsabschluss sind Mangelware. So gab im zweiten Quartal 2022 fast die Hälfte der Betriebe an, Stellen gar nicht besetzen zu können oder zumindest Schwierigkeiten zu haben, Personal mit entsprechender Qualifikation zu finden. Ein Problem, mit welchem die Gastronomiebranche weltweit zu kämpfen hat. Denn einige qualifizierte Berufsleute haben sich während der Pandemie, unter welcher das Personal im Gastgewerbe durch Kurzarbeit und Virenexposition besonders hart zu leiden hatte, beruflich neu orientiert. Sie sind nicht wieder in ihre angestammte Branche, die von unregelmässigen Arbeitszeiten und bei schon ohne

Marktsegmente

Kurzarbeit tiefem Lohn geprägt ist, zurückgekehrt. Die teilweise monatelange Kurzarbeit dürften viele Beschäftigte genutzt haben, sich für den Wechsel in eine andere Branche fit zu trimmen. Entsprechend mussten offene Stellen in der Gastronomie durch Personal mit tieferer oder keiner beruflichen Qualifikation besetzt werden. Die Rekrutierungsschwierigkeiten dürften sich in den Sommermonaten sogar nochmals verschärft haben, denn die Arbeitslosenquote in der Schweiz hat sich im dritten Quartal nochmals reduziert.

Höhere Personalkosten

Die angespannte Personalsituation spiegelt sich auch in den im September 2022 veröffentlichten Mindestlöhnen des Gesamtarbeitsvertrag der Gastronomiebranche. Die Mindestlöhne werden vollständig der Teuerung angepasst, zusätzlich gibt's je nach Qualifikation bis zu 40 Franken mehr Gehalt pro Monat. Ob die damit nun leicht höheren Reallöhne zur Entspannung der Personalsituation genügen, bleibt indes äusserst fragwürdig. Klar ist aber, dass höhere Personalkosten die Betriebe substanziell belasten werden. Denn das Personal ist in der Gastronomie und Hotellerie mit einem am Aufwand gemessenen Anteil von 41.7%, respektive 38.2% der jeweils grösste Kostenblock der Betriebe.

Energiekrise trifft auch Gastronomie hart

Nicht nur die Personalkosten der Betriebe erhöhen sich. Auch die gestiegenen Energiekosten belasten die Unternehmen. Zwar machten die durchschnittlichen Energiekosten in der Gastronomie vor dem Krieg in der Ukraine nur rund 2.2% und in der Hotellerie 2.8% aus. Aber

gerade für diejenigen Betriebe, die aus der Grundversorgung beim Strom in den freien Markt gewechselt haben, können die heutigen Energiekosten trotzdem ruinos sein. In der Gastronomie sind dies rund 15% der Betriebe, bei den im Schnitt etwas grösseren Hotelbetrieben fast ein Viertel. Teilweise müssen diese ihren Strom nun zum zehnfachen Preis beziehen. Zwar ist nur rund ein Drittel des Energieaufwands der Betriebe auf Stromkosten zurückzuführen, weil diese aber explosionsartig steigen, erhöht sich der Gesamtaufwand der Unternehmen aber trotzdem schnell einmal um 10%, auch wenn die Energieintensität insgesamt gering ist.

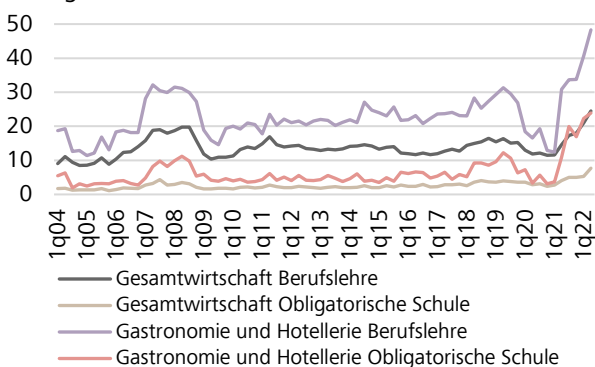
Zinswende erhöht Finanzierungskosten

Als zusätzliche Herausforderung kommen mit der Zinswende höhere Finanzierungskosten hinzu. Die Beherbergungsbranche (90.5%) sowie die Gastrobranche (75.1%) gehören beide zu denjenigen Branchen mit den höchsten Verschuldungsquoten. Dies ist traditionell so, aber die Coronapandemie hat die Schuldensituation noch verschärft. Denn 58% der Betriebe haben Covid-Kredite aufgenommen, von denen erst ein Viertel zurückbezahlt wurde. Höhere Zinsen treffen dabei Hotelbetriebe deutlich stärker als Gastronomiebetriebe. Restaurants sind eher Pächter denn Eigentümer und daher etwas weniger von steigenden Zinsen betroffen als Hotels. Die Finanzierungskosten machten in der Hotellerie 2020 4.2% des Aufwandes aus, in der Gastronomie nur gerade 0.6%. Nach überstandener Pandemie kommen nun auf beide Branchen von verschiedenen Seiten höhere Kosten auf die Betriebe zu. Bisher hat es erst die Hotellerie geschafft, einen grösseren Teil ihrer höheren



Rekrutierungsschwierigkeiten

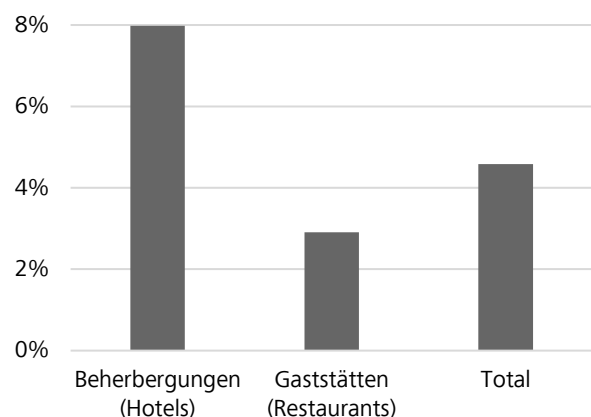
Anteil der Betriebe, die Stellen nicht besetzen können oder Schwierigkeiten bei der Rekrutierung vermelden, nach geforderter Qualifikation



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



Konsumentenpreisanstieg seit Dezember 2020



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

Marktsegmente

Kosten an die Kunden weiterzugeben. Gastrobetriebe konnten ihre Preise bislang dagegen kaum erhöhen (vgl. Grafik rechts auf der vorherigen Seite). Entsprechend sinkend die ohnehin schon tiefen Margen der Restaurationsbetriebe weiter.

Noch keine Konkurswelle

Zu übermässigen Insolvenzen ist es in den beiden Branchen bisher trotz höherer Kosten noch nicht gekommen. Zwar ist die Zahl der Konkurse in den ersten neun Monaten 2022 gegenüber dem Vorjahr stark gestiegen. Dies ist jedoch als Normalisierung nach einer Untersterblichkeit durch staatliche Hilfen während der Coronapandemie zu deuten. Einige schon vor der Pandemie ungesunde Unternehmen, die normalerweise bald hätten aufgeben müssen, dürften während der Pandemie dank staatlicher Unterstützung künstlich am Leben gehalten worden sein. Dass sich die Insolvenzzahlen bislang nur auf das Vorkrisenniveau normalisiert haben und nicht gestiegen sind, ist ein Indiz dafür, dass wohl immer noch einige solcher «Zombie»-Betriebe «leben». Zudem dürften sich die Effekte der aktuellen Energiekrise erst verspätet in den Insolvenzzahlen niederschlagen. Insgesamt sind damit steigende Konkurszahlen in der Branche zu erwarten.

Zahl der Betriebe wächst

Vor allem die Hotelbranche scheint aber angesichts der intakten Nachfrage allen Herausforderungen zum Trotz optimistisch in die Zukunft zu blicken. Es werden nämlich nach wie vor mehr neue Hotelbetriebe gegründet als aufgelöst. Bei den Gastronomiebetrieben ist zwar eine Abnahme der Gründungstätigkeit zu beobachten, aber auch hier übersteigt die Zahl der die Neueintragungen ins Handelsregister die Löschungen. Dies erstaunt angesichts der tiefen Margen, der trüben Zukunftsaussichten und der unattraktiven Arbeitsbedingungen – von denen in der Gast-

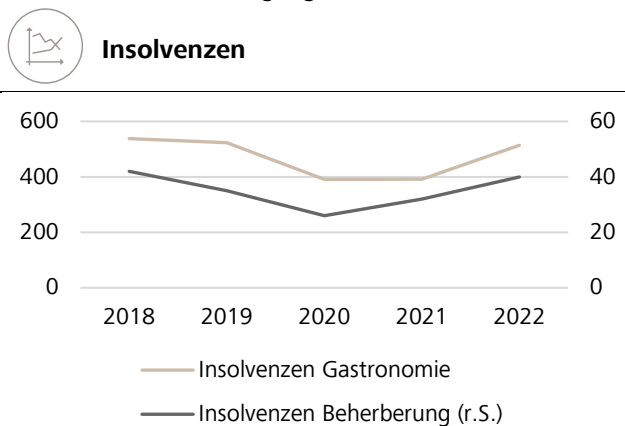
ronomie die häufig selbst im Betrieb mitanpackenden Unternehmer auch direkt betroffen sind.

Angebot schafft sich Nachfrage

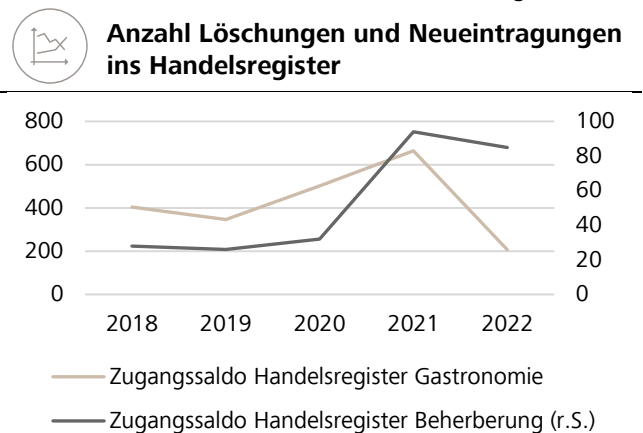
Dass immer mehr Bars und Restaurants entstehen, dürfte auch auf mancherorts starre kommunale Bau- und Zonenpläne zurückzuführen sein. Denn diese verpflichten Bauherren bei der Projektierung häufig zur Erstellung Erdgeschossnutzungen zur Belebung des öffentlichen Raums. Projektentwickler erfüllen diese Bedingungen zähneknirschend und subventionieren die Gastronomieflächen, für die es meist keine kostendeckende Nachfrage gibt, mit den übrigen Gebäudeteilen quer. In der Projektkalkulation setzen Entwickler für solche Flächen vorsorglich manchmal Soll-Mieten von Null ein und sind dann glücklich damit, diese Flächen überhaupt verpachten zu können. Solche günstigen Flächen locken Wirte mit ihrem entsprechend attraktiven Pachtzins an, ihr Glück im umkämpften Markt zu versuchen. Das Gastronomieflächenangebot schafft sich so teilweise seine Nachfrage selbst.

Erhöhte Risiken

Die meisten Vermieter von Gastronomieflächen dürften dank der durch die wachsende Betriebszahl intakten Nachfrage aktuell weiter Abnehmer für ihre Flächen finden. In der mit sinkender Profitabilität kämpfenden Gastronomiebranche, in der die Pächter-Fluktuation schon strukturell hoch ist, steigen mit der möglicherweise noch anrollenden Konkurswelle aber die Leerstand- und Pachtzinsausfallrisiken. Bei Neuverhandlungen von Verträgen dürfte es für Vermieter damit zusehends schwieriger werden, den bestehenden Pachtzins durchzusetzen. Um einen guten Pächter im Haus zu behalten, kann ein Kompromiss in Form eines Nachlasses beim Pachtzins in diesem Marktumfeld manchmal auch für den Vermieter die ökonomisch sinnvollste Lösung sein.



Quelle: Creditreform, Raiffeisen Economic Research



Quelle: Creditreform, Raiffeisen Economic Research

Direkte Immobilienanlagen

Während die Aussichten am Markt für selbstgenutztes Wohneigentum weiterhin gut sind, ziehen am Markt für Renditeliegenschaften dunklere Wolken am Horizont auf. Höhere Fremdfinanzierungskosten, allmählich wieder besser rentierende Anlagealternativen und steigende Baukosten verändern die Kalkulation von direkten Immobilieninvestitionen deutlich. Obwohl in vielen Indikatoren noch keine Marktreaktion zu erkennen ist, muss mit spürbaren Nachfragerückgängen und Druck auf die sehr hohen Bewertungen gerechnet werden.

In den letzten Jahren konnte mit direkten Immobilienanlagen viel Geld verdient werden. Im Tiefst- und Negativzinsumfeld erzielten solche Investitionen, vor allem im Vergleich zu Anlagealternativen mit vergleichbarem Risikoprofil, ansehnliche Erträge. Ganz zu schweigen von den massiven Wertsteigerungen, welche Anlageobjekte im letzten Jahrzehnt erlebt haben. Ob aus Sicht eines institutionellen Investors unter Anlagedruck oder aus der Perspektive eines Privatinvestors: Direkte Immobilienanlagen waren hoch attraktiv. Wer sich ein Investitionsobjekt leisten konnte, der kaufte – trotz immer tieferer Erträge und schwindelerregend hoher Preise. Mit dem abrupten Ende der Negativzinsära haben sich die Bedingungen nun aber rapide verändert, was nicht folgenlos für diesen Markt bleiben dürfte.

Der Druck kommt von verschiedenen Seiten

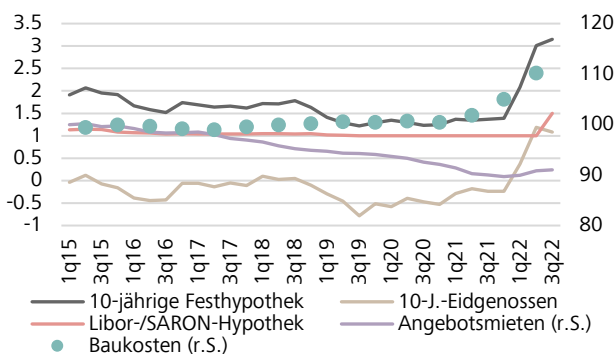
Spätestens mit dem russischen Einmarsch in die Ukraine setzte sich Anfang Jahr an den Finanz- und Kapitalmärkten die Erkenntnis durch, dass es sich bei den abrupt gestiegenen Inflationsraten wohl nicht um ein kurzfristiges, rasch überwundenes Phänomen handeln würde. Damit einhergehend sind in Erwartung baldiger, drastischer Leitzinserhöhungen durch die Notenbanken die Zinsen am langen Ende der Zinskurve in die Höhe geschossen. Die Renditen

festverzinslicher Anleihen und die Zinsen für längerfristige Hypothekarkredite haben sich damit schon vor einigen Monaten deutlich erhöht. Mit der Ende September erfolgten Leitzinserhöhung der Schweizerische Nationalbank in den positiven Bereich haben sich nun auch geldmarktgebundene Kredite spürbar verteuert. In absehbarer Zeit ist mit weiteren Zinsschritten zu rechnen. Für direkte Immobilieninvestitionen verändert sich die Kosten-Nutzen-Kalkulation damit deutlich, denn der Preis für Fremdkapital hat sich stark erhöht. Zudem sind mit der gestiegenen Attraktivität von risikoarmen Anlagealternativen die Opportunitätskosten des Kaufes eines Renditeobjektes deutlich gestiegen. Der Druck auf diese Anlageform kommt aktuell aber nicht nur von der Zinsseite. So haben sich durch die gestörten Lieferketten und erhöhten Inflationsraten die Baupreise merklich erhöht. Höhere Bau-, Sanierungs- und auch Unterhaltskosten schenken vermehrt auf der Kostenseite einer Immobilieninvestition ein. Gleichzeitig haben die Anfangsmieten nach einem jahrelangen Rückgang ihren Tiefststand erreicht. Mit gestiegenen Finanzierungs- und Baukosten, höheren Opportunitätskosten und einem verhältnismässig tiefen Anfangsmietzinsniveau üben diverse Faktoren deutlichen Druck auf den Markt für direkte Immobilienanlagen aus.



Zinsen, Baukosten und Mieten

Hypothekarzinsen und Rendite 10-jähriger Bundesobligationen in % sowie indexierte Angebotsmieten und Baupreise (100 = 1q15)

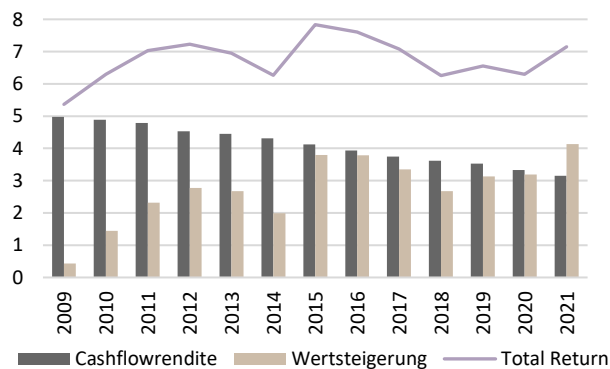


Quelle: BFS, SNB, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



Renditen von Anlageobjekten

Renditen von reinen Wohnliegenschaften, in % des Liegenschaftswertes, Median



Quelle: REIDA, Raiffeisen Economic Research

Noch ist keine Marktreaktion sichtbar

Grundsätzlich wäre bei der abrupten Veränderung der genannten Einflussfaktoren eine gewisse Marktreaktion zu erwarten. Der Blick auf gängige Immobilienpreisreihen zeigt aber, dass sich der Markt bisher völlig unbeeindruckt vom sich deutlich ändernden Marktumfeld zeigt. So haben sich die Preise für Renditeliegenschaften seit Jahresbeginn um rund 3.8% erhöht (siehe untere Grafik). Einzelne Stockwerkeigentumswohnungen haben sich in dieser Zeit sogar um 5.7% verteuert. Aber auch bei den Bewertungen der Immobilienportfolios von sogenannten Anlagestiftungen, welche exklusiv unseren Vorsorgeeinrichtungen für Investitionen in den Renditeliegenschaftsmarkt zur Verfügung stehen, lässt sich bisher noch keine Marktreaktion feststellen. Die Total Returns sind hier seit Anfang Jahr um 3.4% gestiegen. Von einer rückläufigen Nachfrage oder gar Bewertungskorrekturen ist offensichtlich bisher noch nichts zu sehen. Daraus aber abzuleiten, dass in den kommenden Quartalen an diesem Markt alles weitergeht wie bisher, wäre definitiv die falsche Schlussfolgerung. Denn der Immobilienmarkt, und insbesondere der Renditeliegenschaftsmarkt, ist von Natur aus ein träger Dampfer. Projektplanungen, der Bau von Liegenschaften oder auch Verkaufsverhandlungen benötigen immer eine gewisse Zeit. Verhaltensanpassungen überwälzen sich damit erst mit einer gewissen Verzögerung in ein messbares Marktergebnis. Zudem wird auch die gängige Bewertungspraxis ihren Anteil an der noch ausbleibenden Marktreaktion beitragen. Im Portfolio institutioneller Investoren haben die letzten jährlichen Bewertungsrunden vieler Liegenschaften noch in einem deutlich anderem Marktumfeld stattgefunden. Der bei statistischen Modellen jeweils auf die Vergangenheit gerichtete Blick zur Marktpreisbestimmung

dürfte weiter zur Ausglättung einer allfälligen Marktreaktion am aktuellen Rand führen.

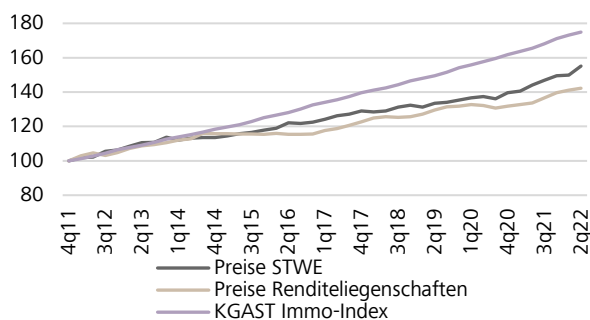
Buy-to-let rechnet sich nicht mehr

Wie einleitend bereits angesprochen, haben sich in den letzten Monaten die Hypothekarzinsen deutlich erhöht. Für Investoren, welche auf einen grossen Fremdkapitaleinsatz beim Kauf einer Anlageimmobilie angewiesen sind, haben sich die Kosten stark verteuert. Damit dürften viele Geschäftsmodelle, welche in den letzten Jahren dank hohem Fremdkapitalhebel äusserst attraktive Renditen generiert haben, nicht mehr aufgehen. Dies lässt sich eindrücklich anhand einer beispielhaften Kosten-Nutzen-Kalkulation einer klassischen Buy-to-let-Investition aufzeigen (siehe untere Grafik). Der Vergleich der anfänglichen Kosten beim Kauf einer typischen Neubauwohnung mit den Angebotsmieten zeigt, dass in den letzten Jahren mit einer solchen Investition sehr attraktive Anfangserträge möglich waren. Trotz unter Druck geratener Mieten und immer höherer Kaufpreise, lohnte sich der Kauf eines solchen Objektes mit einer Maximalbelehnung von 75% deutlich. Bis vor kurzem lagen die zu erwartenden Mieteinnahmen dank der immer weiter sinkenden Hypothekarzinsen durchgehend weit über den Finanzierungskosten und den für Unterhalt notwendigen Rückstellungen. Mit dem Anstieg der langjährigen Festhypotheken hat sich die Situation nun aber schnell verändert. Durch die wesentlich höheren Finanzierungskosten würde sich der Kauf dieses Anlageobjektes mit längeren Festhypotheken aktuell nicht mehr rechnen. Mit einer geldmarktgebundenen SARON-Hypothek ist in diesem Beispiel zwar noch immer ein positiver Ertrag zu erwarten. Allerdings braucht es nur noch einen leichten Zinsanstieg, um diesen Vorteil auch gänzlich schwinden zu lassen.



Immobilienpreise

Indizierte Preise von Renditeobjekten und Eigentumswohnungen sowie Total Return Index von Immobilienanlagestiftungen, 100 = 4q11

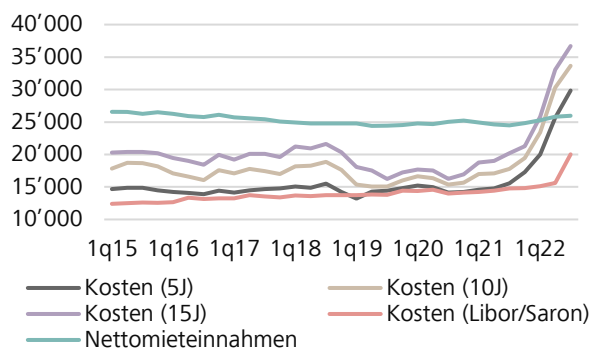


Quelle: IAZI, KGAST, Raiffeisen Economic Research



Buy-to-let: Einnahmen vs. Kosten

Ertrag und Kosten einer zu 75% belehnten Buy-to-let-Investition bei verschiedenen Hypothekarlaufzeiten, (Referenzobjekt: 4 Zimmer, 100 m², Neubau in der Agglomeration)



Quelle: Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research

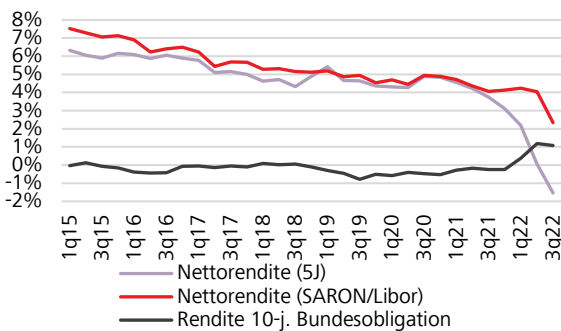
Nachfragerückgang fremdfinanzierter Investoren

Übersetzt man die aufgeführte Kosten-Ertragsrechnung auf eine Renditebetrachtung (siehe Grafik unten), wird deutlich, wie lohnend eine solche fremdfinanzierte Immobilieninvestition war. Dank der Hebelwirkung des Fremdkapitals konnten trotz sinkender Erträge äusserst attraktive Anfangsrenditen auf dem eingesetzten Kapital erzielt werden. Die sehr starken Aufwertungen, welche Eigentumswohnungen in diesen Jahren erfuhren, sind dabei noch gar nicht miteinbezogen. Es muss aber angemerkt werden, dass Verwaltungsaufwände, Steuern und Leerstandrisiken hier ebenfalls nicht miteinberechnet sind. Mit dem höheren Zinsniveau sind diese Renditen jetzt sehr stark unter Druck geraten, besonders auch im direkten Vergleich mit risikoärmeren Anlagealternativen. Selbst wenn sich aktuell der Kauf eines spezifischen Objektes noch lohnen würde, stellt sich für den Investor nun vermehrt die Frage, ob man sich angesichts attraktiverer Alternativen wirklich noch den administrativen Vermietungsaufwänden und Leerstandrisiken aussetzen will. Natürlich lassen sich diese Modellberechnungen nicht eins zu eins auf die Kalkulationen beim Erwerb ganzer Renditeliegenschaften übertragen. Denn zwischen dem Stockwerkeigentums- und dem Renditeliegenschaftsmarkt gibt es wesentliche Unterschiede. Trotzdem zeugen diese Berechnungen von der deutlich abnehmenden Attraktivität fremdfinanzierter Immobilieninvestitionen. Auch im Renditeliegenschaftsmarkt dürften sich sehr viele Projekte, welche vor wenigen Monaten noch interessant waren, jetzt nicht mehr oder kaum noch rechnen. Die Nachfrage nach Anlageobjekten durch Investoren, welche auf hohe Fremdkapitalquoten angewiesen sind bzw. sich in der Vergangenheit deren Hebelwirkung zunutze gemacht haben, sollte damit aktuell deutlich nachlassen.



Buy-to-let-Renditen im Vergleich

Anfängliche Eigenkapitalrendite nach Finanzierungslaufzeit einer Buy-to-let-Investition im Vergleich zur Rendite einer 10-jährigen Bundesobligation



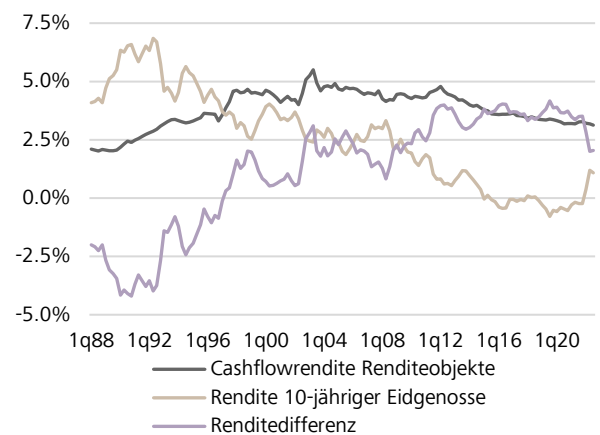
Quelle: Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research

Auch ohne Fremdkapital lohnt es sich weniger

Nicht nur für fremdfinanzierte Investoren lohnen sich im aktuellen Zinsumfeld Immobilieninvestitionen nicht mehr so stark wie früher. Auch aus der Perspektive institutioneller Anleger, welche mit tiefen bzw. ganz ohne Belehnungen Immobilien kaufen, hat sich in den letzten Monaten einiges verändert. Im durch das Tiefstzinsumfeld getriebenen Anlagenotstand der letzten Jahre sind Anlageimmobilien zu einem beinahe alternativlosen Renditetreiber mit überschaubarem Risiko geworden. Trotz immer höherer Preise und damit kontinuierlich sinkender Anfangsrenditen war diese Anlageform im Vergleich zu den Alternativen hochattraktiv (siehe untere Grafik). Mit den abrupt anziehenden Langfristzinsen hat sich diese Renditedifferenz nun deutlich verkleinert. So haben festverzinsliche Staats- und Unternehmensanleihen mit überschaubarem Risiko deutlich an Attraktivität gewonnen. Die Opportunitätskosten einer neuen Immobilieninvestition sind heute spürbar höher als noch vor wenigen Monaten. Damit dürfte sich für viele institutionelle Anleger die Frage stellen, ob auch weiterhin ein gleich hoher Anteil des anzulegenden Kapitals in den Renditeliegenschaftsmarkt fließen soll. Durch die aktuellen Finanzmarkturbulenzen haben zudem viele institutionelle Anleger erhebliche Verluste auf ihren anderen Aktivpositionen eingefahren, während die Bewertungen ihrer Immobilienportfolios noch unverändert hoch sind. Der Immobilienanteil wird bei einigen Portfolios im Vergleich zu ihren selbstaufgelegten Reglementen somit aktuell (zu) hoch sein. Da Anlageobjekte im Durchschnitt aber nach wie vor besser rentieren als die gängigen Alternativen, ist ein abrupter Ausverkauf der Immobilienpositionen institutioneller Anleger noch immer sehr unwahrscheinlich. Allerdings ist



RO-Renditen im Vergleich



Quelle: IAZI, SNB, Raiffeisen Economic Research

durchaus zu erwarten, dass sich das Interesse an Neuakquisitionen verringert hat. Wie bei fremdfinanzierten Investoren ist daher auch von dieser Anlegergruppe mit einem Nachfragerückgang zu rechnen, wenn auch nicht im selben Ausmass.

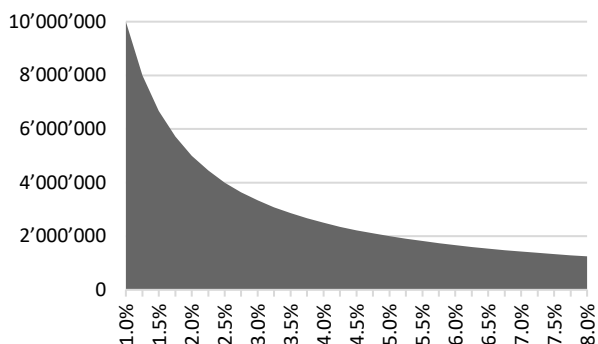
Tiefere Nachfrage = tiefere Preise?

Grundsätzlich ist bei einem Rückgang der Nachfrage bei mehr oder weniger stabilem Angebot mit einem Effekt auf die Transaktionspreise zu rechnen. Wie bereits beschrieben, zeigt sich in den zur Verfügung stehenden Indizes davon aber (noch) nichts. Den Effekt dieses zu erwartenden Nachfragerückgangs auf die Renditeliegenschaftspreise abzuschätzen, ist mangels harter Marktdaten im Moment noch kaum möglich. Allerdings mehren sich die Stimmen marktnaher Akteure, welche aktuell von grosser Zurückhaltung und sehr starkem Druck auf die heute gehandelten Preise berichten. Die anekdotische Evidenz spricht deutlich von einer spürbaren Marktanpassung. Das Ende der laufend steigenden Preise für Renditeliegenschaften scheint damit eingeläutet worden sein. Selbst auf breiter Spur sinkende Transaktionspreise sind heute definitiv nicht mehr auszuschliessen. Wenn die am Markt gehandelten Renditeliegenschaftspreise unter Druck geraten, muss naturgemäss auch mit Druck auf die Liegenschaftsbewertungen in bestehenden Portfolios gerechnet werden. Denn der Buchwert einer Liegenschaft sollte grundsätzlich dem aktuellen Marktwert entsprechen. Wenn am Markt nun die Preisdynamik kehrt, müsste sich dies auch in den kommenden Bewertungsrounds niederschlagen. Damit dürfte die lange Phase kontinuierlicher Aufwertungen der Immobilienportfolios ebenfalls zu Ende gehen.



Bewertungen und Kapitalisierungssätze

Bewertung einer Liegenschaft in CHF mit jährlichem Nettoertrag von CHF 100'000 nach Kapitalisierungssätzen



Quelle: Raiffeisen Economic Research

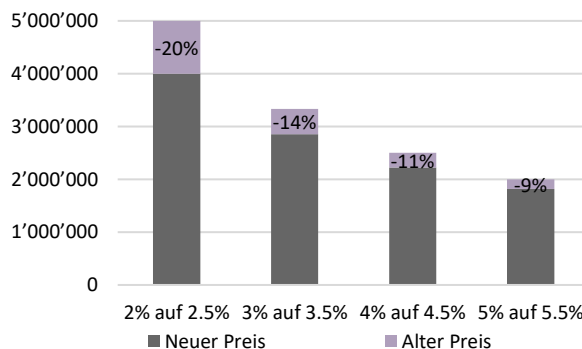
Bewertungen bei höheren Baupreisen

Für verstärkten Druck auf die Immobilienbewertungen spricht im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld nicht nur die soeben besprochene reine Marktsicht. Auch aus einer eher finanztheoretischen Perspektive gibt es gute Argumente für sinkende Bewertungen von Anlageimmobilien. Grundsätzlich werden Anlageobjekte heute mittels Ertragswert- oder Discounted-Cashflow-Methode (DFC) bewertet. Vereinfacht ausgedrückt wird hierbei der Wert einer Liegenschaft über die Diskontierung der erwarteten, künftigen Erträge ermittelt. Dafür werden von den Nettomieteinnahmen die Betriebs-, Unterhalts- und Verwaltungskosten sowie Rückstellungen abgezogen. Diese Nettoerträge werden dann durch einen sogenannten Kapitalisierungssatz geteilt, um den Gegenwartswert der künftigen Zahlungsströme, und damit der ganzen Liegenschaft, zu ermitteln. Betrachtet man eine beispielhafte, vollvermietete Bestandsliegenschaft, sind im aktuellen Umfeld bereits bei der Berechnung des Nettoertrages Veränderungen zu erwarten. Durch die deutlich gestiegenen Baupreise haben sich Unterhalts-, Sanierungs- und Umbauarbeiten deutlich verteuert, was sich in der Berechnung direkt in höheren Kosten und Rückstellungen niederschlägt. Auch die allgemein höheren Inflationsraten führen zu Kostensteigerungen. Das Mietrecht erlaubt unter gewissen Umständen zwar eine Überwälzung eines Teils dieser Kostensteigerung auch bei bestehenden Mietverträgen. Die direkte Weitergabe der gesamten kostenseitigen Verteuerung wird aber in den meisten Fällen nicht möglich sein. Nachhaltig höhere Unterhaltskosten können über die Minderung des Nettoertrages damit bereits einen spürbaren Effekt auf Immobilienbewertungen ausüben.



Effekt höherer Kapitalisierungssätze

Effekt einer Erhöhung des Kapitalisierungssatzes einer Liegenschaft mit jährlichem Nettoertrag von CHF 100'000 auf die Bewertung



Quelle: Raiffeisen Economic Research

Bewertungen unter höheren Zinsen

Im aktuellen Marktumfeld ergibt sich aber nicht nur von der Kostenseite her Druck auf die Bewertungen. Das deutlich höhere Zinsniveau spielt ebenfalls eine grosse Rolle. Bei Bewertungen von Renditeliegenschaften wird das Zinsniveau üblicherweise über den Kapitalisierungssatz in die Berechnung miteinbezogen. Dieser Kapitalisierungssatz setzt sich aus einem Basiszinssatz, welcher die Opportunitätskosten einer Immobilieninvestition abbildet, und diversen objekt-spezifischen Risikozuschlägen für Faktoren wie Makro- und Mikrolage, Gebäudezustand, Leerstandrisiko, etc. zusammen. Je tiefer dieser Satz ausfällt, umso mehr sind die Erträge einer Immobilieninvestition wert, da das Risiko als geringer einzustufen ist (siehe linke Grafik auf vorheriger Seite). Wenn die Zinsen steigen und sich damit die Opportunitätskosten erhöhen, sollte, zumindest in der Theorie, der Kapitalisierungssatz steigen. Der Effekt einer theoretisch angenommenen Erhöhung des Basiszinssatzes, unter Gleichhaltung aller anderen Faktoren, um 0.5%, welcher angesichts des jüngst erlebten Zinsanstieges bei Obligationen durchaus konservativ angesetzt ist, ist auf der rechten Grafik auf der letzten Seite aufgeführt. Bei einer Liegenschaft mit CHF 100'000 jährlichem Nettoertrag, welche mit dem mittleren Kapitalisierungssatz der letzten Jahre von 3% bewertet wurde, würde dieser Anstieg eine um 14% tiefere Bewertung rechtfertigen. Je tiefer das Risiko und damit die Kapitalisierung vor der modellierten Erhöhung lag, umso stärker ist der Druck auf die Bewertungen. Aus dieser rein finanzmathematischen Perspektive gibt es offensichtlich gute Gründe, die für tiefere Bewertungen sprechen. Der tatsächliche Marktwert einer Liegenschaft bildet sich letztlich aber auf dem Transaktionsmarkt. Angebot und Nachfrage bestimmen, welchen Preis Investoren für Erträge mit einer Liegenschaft zu zahlen bereit sind. Der theoretische Effekt höherer Zinsen oder höherer Kosten muss sich damit nicht automatisch auch in tieferen Bewertungen äussern. Allerdings spricht aktuell vieles für eine grössere Zurückhaltung der Investoren. Die rekordtiefen Anfangsrenditen der letzten Jahre dürften heute bei potenziellen Käufern auf deutlich weniger Akzeptanz stossen als in der Vergangenheit.

Die Ertragsseite stützt den Markt

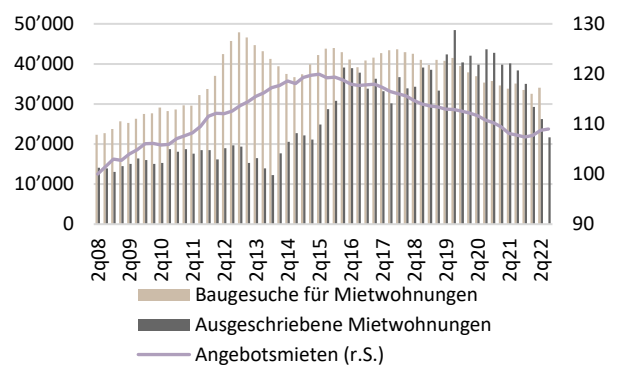
Die bisherigen Ausführungen zeugen von einer sich markant eintrübenden Perspektive am Markt für direkte Immobilieninvestitionen. Dunklere Wolken ziehen auf und die Goldgräberstimmung der letzten Jahre geht damit zu Ende. Allerdings gibt es auch Silberstreifen am Horizont. Und diese kommen von der Ertragsseite. Trotz der geopolitischen und weltwirtschaftlichen Unsicherheiten wird die Schweiz

weiter dynamisch wachsen. Dies betrifft sowohl die Volkswirtschaft als auch die Bevölkerung. Einmal mehr beweist sich die Schweiz als Insel der Glückseligen. Für den Renditeliegenschaftsmarkt bedeutet dies, dass sich die Risiken bei den Mieteinnahmen deutlich in Grenzen halten. Weder bei den Wohnungen noch bei Geschäftsflächen ist mit einem Einbruch der Mieten oder einer deutlichen Zunahme der Leerstände zu rechnen. Bei Wohnrenditeliegenschaften ist vielmehr von einem umgekehrten Szenario auszugehen. Wie im Mietwohnungskapitel detailliert ausgeführt wurde, steuern wir in der Schweiz aktuell auf eine Wohnungsnot zu. Die tiefe Bautätigkeit, das dynamische Bevölkerungswachstum und die verstärkte Individualisierung haben dazu geführt, dass heute weniger neue Wohnungen auf den Markt kommen, als eigentlich nachgefragt werden. Die Folgen sind tiefere Leerstände und seit kurzem wieder steigende Angebotsmieten. Und diese Situation wird sich in den nächsten Jahren deutlich verschärfen. Damit dürften bei Neuvermietungen mittelfristig wieder steigende Erträge möglich sein. Zudem ist im ersten Quartal 2023 mit der ersten Erhöhung des hypothekarischen Referenzzinssatzes zu rechnen. Mietzinserhöhungen sind dann, zumindest bei einem Teil der Mieterschaft, auch bei laufenden Mietverträgen möglich – pro 0.25% Erhöhung des Referenzzinssatzes um etwa 3%. Der beschriebene, wachsende Druck auf die Bewertungen wird dadurch, zumindest mittelfristig, deutlich abgeschwächt. Wenn die Erträge spürbar steigen, werden direkte Immobilieninvestitionen schnell wieder attraktiver. Insbesondere wenn gleichzeitig nicht mehr ganz so astronomische Preise bezahlt werden müssen. Die zu erwartende Mietpreisentwicklung wird einer Abwärtsbewegung der Bewertungen deutlich entgegenwirken und diesen Markt nach unten abstützen.



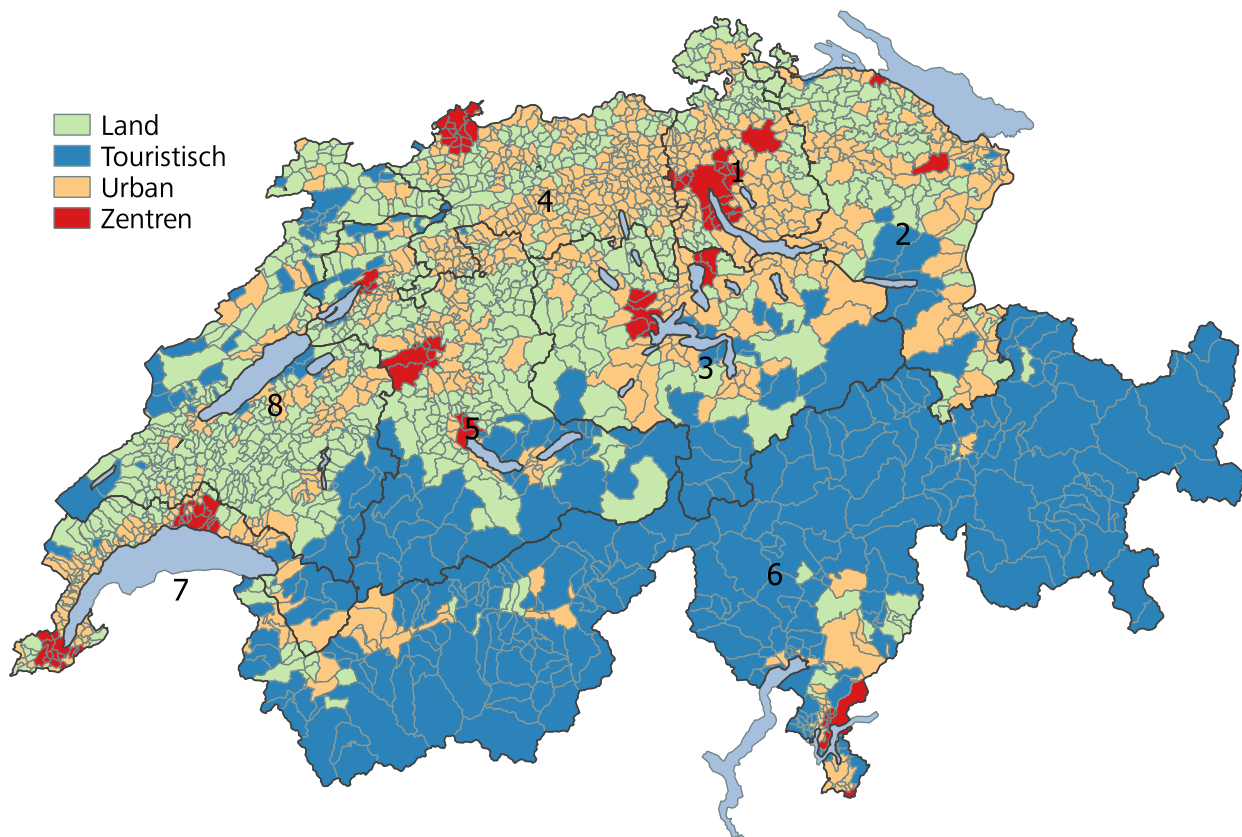
Angebot, Baugesuche und Mieten

Baugesuche für MWG, online ausgeschriebene MWG und Angebotsmieten, indexiert, 100 = 2q08



Quelle: Meta-Sys, Docu-Media, Raiffeisen Economic Research

Gemeindetypen und Regionen



	Leerwohnungsziffer (2022) in %					Baubewilligungen (2021) in % des Wohnungsbestands				
	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Schweiz	1.3	0.8	1.6	1.5	1	0.8	0.8	1	0.9	0.4
1 Zürich	0.7	0.4	1	1.2	-	1	0.9	1.2	1.1	-
2 Ostschweiz	1.6	2.2	1.6	1.2	1.1	0.9	0.5	1	1	0.6
3 Innerschweiz	0.8	0.8	0.8	0.9	0.7	0.9	0.6	1	1.2	0.9
4 Nordwestschweiz	1.6	1.1	1.9	1.5	3.5	1.1	0.9	1.1	0.9	0.9
5 Bern	1.4	0.9	2	1.7	1	0.5	0.4	0.7	0.6	0.3
6 Südschweiz	1.9	3.9	2.7	2.5	1	0.6	0.5	1.1	1.3	0.3
7 Genfersee	0.7	0.5	0.9	1.5	1.3	0.8	0.9	0.8	0.6	0.2
8 Westschweiz	2	-	2.2	1.8	1.1	0.8	-	0.8	0.8	0.7

	Bevölkerung (2021) Ständige Wohnbev., Total und in %					Steuerbares Einkommen (2018) Durchschnitt, in CHF				
	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Schweiz	8'738'791	30.2	49.5	14.2	6.1	62'000	65'000	63'000	56'000	48'000
1 Zürich	1'648'657	49.7	43.7	6.5	-	71'000	72'000	70'000	64'000	-
2 Ostschweiz	958'205	10.3	70.2	17.5	2	56'000	54'000	57'000	56'000	47'000
3 Innerschweiz	862'138	26.9	51.6	17.6	3.9	73'000	74'000	78'000	58'000	60'000
4 Nordwestschweiz	1'461'637	23.7	66.5	9.7	0.1	63'000	70'000	61'000	60'000	74'000
5 Bern	1'040'083	35.6	38.9	20.1	5.3	53'000	55'000	53'000	49'000	50'000
6 Südschweiz	825'715	11.6	40.3	6.3	41.9	49'000	63'000	50'000	45'000	46'000
7 Genfersee	1'117'420	60.7	30.6	4.9	3.9	67'000	60'000	84'000	75'000	50'000
8 Westschweiz	824'936	-	52.7	42.8	4.5	53'000	-	53'000	54'000	51'000

Verwendete Abkürzungen

ARE	Bundesamt für Raumentwicklung	REIDA	Real Estate Investment Data Association
BFS	Bundesamt für Statistik	SBV	Schweizerischer Baumeisterverband
BFF	Ehemaliges Bundesamt für Flüchtlinge	SECO	Staatssekretariat für Wirtschaft
ESTV	Eidgenössische Steuerverwaltung	SEM	Staatssekretariat für Migration
EFD	Eidgenössisches Finanzdepartement	SNB	Schweizerische Nationalbank
FINMA	Finanzmarktaufsicht	SRED	Swiss Real Estate Datapool
KOF	Konjunkturforschungsstelle	OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung

Rechtlicher Hinweis

Kein Angebot

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Diese Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind im entsprechenden Kotierungsprospekt enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist.

Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsprospekte studiert wurden. Entscheide, welche aufgrund der vorliegenden Publikation getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen.

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation oder deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.