

Pandemie bremst Urbanisierung

Schweizer Immobilienmarkt 2022 | März 2022



Zweitwohnungen
**Comeback der
Zweitwohnungen**

Seite 19

Mietwohnungen
**Der Mietwohnungsmarkt
kriegt die Kurve**

Seite 26

Digital Real Estate
**Wenn Algorithmen
bewerten**

Seite 33

Impressum

Herausgeber: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Sustainability

Nannette Hechler-Fayd'herbe

Head of Global Economics & Research

+41 44 333 17 06

nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

Fredy Hasenmaile

Head Real Estate Economics

+41 44 333 89 17

fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Titelbild

Gebäude: Am Giessenplatz in Dübendorf

Gebäudebesitzer: CS Real Estate Fund Siat, ein Immobilienfonds von Credit Suisse Asset Management

Druck

Abächerli Media AG, Industriestrasse 2, 6060 Sarnen

Redaktionsschluss

1. Februar 2022

Publikationsreihe

Swiss Issues Immobilien

Bestellungen

Direkt bei Ihrem Kundenberater, bei jeder Credit Suisse-Geschäftsstelle.

Elektronische Exemplare über www.credit-suisse.com/immobilienstudie.

Interne Bestellungen via MyShop mit Artikelnummer 1511451.

Abonnements mit Publicode ISD (HOST: WR10).

Besuchen Sie uns im Internet

www.credit-suisse.com/immobilien

Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.

Copyright © 2022 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr

verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

Quellenangaben

Sofern nicht anderweitig vermerkt, ist die Quelle der Angaben: Credit Suisse

Autoren

Dr. Kerstin Hansen, +41 44 334 16 55, kerstin.hansen@credit-suisse.com

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

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

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

Dr. Daniel Steffen

Mitwirkung

Fabian Diergardt

Thomas Mendelin

Roman Ballmer (IAZI)

Nicola Stalder (IAZI)

Management Summary	4
Wohnen: Pandemie bremst Urbanisierung	7
Wohneigentum	12
Nachfrage: Extrazimmer fürs Homeoffice	12
Nachfrage: Eigenheim wird zum Luxusgut	13
Angebot: Zu geringe Neubauaktivität	15
Marktergebnis: Knappheit treibt die Preise	16
Ausblick 2022: Eigentum hoch im Kurs	18
Zweitwohnungen	19
Aktuelle Marktsituation: Comeback der Zweitwohnungen	19
Zehn Jahre Zweitwohnungsinitiative: Der langfristige kausale Effekt	22
Mietwohnungen	26
Nachfrage: Resilienter Mietwohnungsmarkt	26
Angebot: Neubau bleibt hinter der Nachfrage zurück	28
Marktergebnis: Der Mietwohnungsmarkt kriegt die Kurve	30
Ausblick 2022: Die Zeichen stehen auf Erholung	32
Digital Real Estate: Wenn Algorithmen bewerten	33
Büroflächen	38
Nachfrage: Zögerliche Nachfrage	38
Langfristige Nachfrage: Homeoffice bremst Flächenbedarf nur vorübergehend	39
Angebot: Flächenangebot steigt wieder	40
Angebot: Zurückhaltende Bautätigkeit	41
Marktergebnis: Büromarkt hält sich ordentlich	42
Ausblick 2022: Pandemie hinterlässt Spuren	43
Verkaufsflächen: Vorübergehende Schonfrist	44
Immobilienanlagen	48
Direkte Anlagen: Renditedruck bleibt bestehen	48
Indirekte Anlagen: Wenig Luft nach oben bei Wohnimmobilienfonds	50
Ausblick 2022: Anlagestrategie auf Zeit nach COVID-19 ausrichten	52
Zehn Fragen – zehn Antworten	53
Factsheets: Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick	55

Pandemie bremst Urbanisierung

Die COVID-19-Pandemie hält uns nicht nur länger als erwartet in Atem, sie verändert wohl auch unsere Lebens- und Arbeitsgewohnheiten stärker, als dies zu Beginn der Corona-Krise zu vermuten war. Grenzen beginnen sich aufzuweichen. Das gilt für Wohnen und Arbeiten, digital und analog, Stadt und Land.

Wohnen

Seite 7

Räumliche Veränderung der Nachfragestruktur

Es mehren sich die Anzeichen dafür, dass die COVID-19-Pandemie die räumliche Entwicklung der Schweiz nachhaltig prägen könnte. Die Aufweichung der Trennung zwischen Wohn- und Arbeitsort regt zu einer Neubeurteilung der Wohnsituation an und vergrössert den Suchradius von Wohnungssuchenden. Verschiedene Immobilienmarktindikatoren wie Such-Abos, Leerstände und Insertionszeiten bestätigen eine Nachfrageverlagerung hin zu weniger zentralen Standorten und grösseren Wohnungen. Namentlich die Städte verlieren aufgrund veränderter Gewohnheiten an Anziehungskraft. Zwar profitieren die Zentren nach wie vor von der internationalen Zuwanderung, doch die Binnenabwanderungen aus den Zentren haben sich bereits im Jahr 2020 verdoppelt. Im letzten Jahr akzentuierte sich dieser Trend gemäss ersten Zahlen nochmals. Von der höheren Binnenabwanderung aus den Zentren profitieren alle anderen Raumtypen, in erster Linie die Agglomerationsgemeinden der Gross- und Mittelzentren sowie die periurbanen Gemeinden, die im Einzugsgebiet von Agglomerationen liegen, ansonsten aber teilweise eher ländlich geprägt sind. Für diese Standorte eröffnen die neuen Arbeits- und Lebenswelten Chancen, zumal sie im Wettkampf um Zuzüger und zusätzliches Steuersubstrat nicht zuletzt auch ihre günstigere Preisstruktur ins Spiel bringen können. Infolge dieser Entwicklung dürfte die Kluft zwischen Stadt und Land auf dem Immobilienmarkt künftig etwas kleiner werden. Ob sich daraus bereits das Ende des Urbanisierungstrends ableiten lässt, wagen wir indessen zu bezweifeln. Der Urbanisierungstrend dürfte jedoch längerfristig gebremst werden, was eine willkommene Entspannung in den Grosszentren ermöglicht und – aus Anlegersicht – neue Chancen in den Agglomerationsgemeinden und im ländlichen Raum eröffnet.

Wohneigentum

Seite 12

Eigenheim wird zum Luxusgut

Wohneigentum steht weiterhin hoch im Kurs. Die Nachfrage scheint sich dauerhaft auf einem markant höheren Niveau als vor der Pandemie einzupendeln. Gesucht werden insbesondere mittlere und grosse Eigentumsobjekte. Neben den tiefen Hypothekarzinsen beflügeln auch der Homeoffice-Trend sowie die Negativzinsen den Kauf von Eigentum. Von der Angebotsseite kommt derweil keine Entlastung: Der Markt bleibt ausgetrocknet, da der Neubau von Wohneigentum seinen Sinkflug fortsetzt und mittlerweile nur noch ein Schatten seiner selbst ist. Einzig bei den Einfamilienhäusern dürfte in den nächsten Quartalen etwas mehr gebaut werden. Die Angebotsziffern, die seit Ende 2019 bei Wohneigentum um rund ein Drittel gefallen sind, machen das knappe Angebot sichtbar. Die Leerstände werden folglich auch im laufenden Jahr weiter abnehmen, und das Preiswachstum wird sich fortsetzen. Die starken Preisanstiege rücken den Erwerb von Wohneigentum für immer mehr Haushalte in weitere Ferne, obwohl Kaufen nach wie vor günstiger wäre als Mieten. Dementsprechend ist der Anteil der für einen Haushalt mit mittlerem Einkommen noch tragbaren Eigentumsobjekte innert Jahresfrist von 34% auf 31% aller auf Onlineportalen ausgeschriebenen Objekte gesunken. Da die Tragbarkeit in immer mehr Regionen zum Problem wird, suchen die Haushalte noch stärker in peripheren Regionen nach Wohneigentum.

Zweitwohnungen

Seite 19

Comeback der Zweitwohnungen

Die COVID-19-Pandemie hat den Zweitwohnungsmarkt wachgeküsst: Nach Jahren stagnierender bzw. rückläufiger Preise zeichnet sich derzeit ein fulminanter Preisschub ab, der sogar die Preisdynamik beim Wohneigentum übertrifft. Getrieben wird das derzeitige Preiswachstum von der merklich höheren Nachfrage nach Ferienwohnungen. In den letzten beiden Jahren haben so viele Schweizer wie noch nie ihre Ferien im Inland verbracht und die Schönheiten der hiesigen Feriendestinationen (wieder-)entdeckt. Dies dürfte einige dazu bewogen haben, sich nach einer eigenen Ferienwohnung umzusehen. Hinzu kommt der Durchbruch von Homeoffice-Arbeitsmodellen. Letztere lassen sich gut mit Zweitwohnungen kombinieren, können doch nun nicht mehr nur die kurzen Wochenenden für einen Abstecher in die Ferienwohnung genutzt werden. Dem starken Nachfrageanstieg seit Beginn der Corona-Krise steht derweil ein deutlich gesunkenes Angebot gegenüber – eine Spätfolge der Annahme der Zweitwohnungsinitiative. Das online ausgeschriebene

Wohnungsangebot in touristischen Gemeinden hat sich seit 2018/2019 beinahe halbiert. Die fehlende Neubautätigkeit dürfte den Zweitwohnungsmarkt auch in den kommenden Jahren prägen. Eine zunehmende Verknappung ist daher vorprogrammiert. Weil wir davon ausgehen, dass das erhöhte Interesse an Zweitwohnungen anhalten wird, rechnen wir mit weiterhin kräftig steigenden Preisen, die das schweizweite Wachstum der Wohneigentumspreise überflügeln dürften.

Zweitwohnungen

Seite 22

Zehn Jahre Zweitwohnungsinitiative – ein Rück- und Ausblick

Vor zehn Jahren, im März 2012, wurde die Zweitwohnungsinitiative von der Schweizer Stimmbewölkerung angenommen. Dies stellte die Immobilienmärkte im Schweizer Alpenbogen über Nacht auf den Kopf: In Gemeinden mit einem Zweitwohnungsanteil von über 20% durften keine neuen Zweitwohnungen mehr erstellt werden. Was waren die Folgen? Die kausalen Effekte sind nicht einfach zu bestimmen, da niemand weiss, wie die Entwicklung verlaufen wäre, hätte es die Zweitwohnungsinitiative nie gegeben. Mittels der Bildung einer synthetischen Kontrollgruppe von Gemeinden ist es jedoch möglich, diese Frage zu klären. Ab 2014 entwickelten sich demnach die Eigentumspreise in den betroffenen Gemeinden markant schwächer als in den Kontrollgemeinden. Im Durchschnitt lagen die Preise in den Jahren 2014 bis 2019 um rund 16% tiefer. Für den relativen Preiseinbruch lassen sich vor allem drei Ursachen identifizieren: die Flut an Last-Minute-Bauvorhaben, die in ein Überangebot auf dem alpinen Zweitwohnungsmarkt mündeten, die rechtliche Unsicherheit bis zur Verabschiedung des Zweitwohnungsgesetzes im Jahr 2015 sowie die schwierige wirtschaftliche Situation aufgrund der unweigerlichen Umsatzeinbrüche im Bausektor, welche die lokale Nachfrage nach Wohnungen dämpfte. Ansatzweise hat sich die Preisschere seither geschlossen, und angesichts des eingefrorenen Angebots an Zweitwohnungen sind weitere Preisanstiege vorgezeichnet – auch für Einheimische. Ob sich die Ziele der Zweitwohnungsinitiative erreichen lassen, ist daher mehr als fraglich.

Mietwohnungen

Seite 26

Der Mietwohnungsmarkt kriegt die Kurve

Die Mietwohnungsnachfrage zeigt sich von der Pandemie unbeeindruckt. Dank einer anhaltend starken Nettozuwanderung und einer kräftigen Konjunkturerholung dürften Vermieter auch 2022 von einer regen Nachfrage profitieren. In der Vergangenheit konzentrierte sich die Zuwanderung aus dem Ausland stark auf die Grosszentren und deren Agglomerationsgemeinden. Neuerdings zeigt sich indessen bei den internationalen Wanderungsströmen ein ähnliches Muster wie bei den Binnenwanderungen, d.h. die Zuzüge konzentrieren sich weniger auf die Zentren, sondern verteilen sich gleichmässiger über das Land. Zur robusten Nachfrage tragen auch Seniorenhaushalte bei, die länger in ihren Wohnungen verbleiben und den Eintritt in ein Alters- oder Pflegeheim möglichst lange hinauszuschieben versuchen. Angebotsseitig ist die Projektierung neuer Mietwohnungen seit Jahren rückläufig. Die gedrosselte Bautätigkeit und die rege Nachfrage leiteten 2021 eine Trendwende auf dem Mietwohnungsmarkt ein, die sich in sinkenden Leerständen und kürzeren Vermarktungszeiten äussert. In der Veränderung der Leerstandszahlen und der Insertionszeiten widerspiegelt sich dabei die beobachtete Verlagerung der Nachfrage in Richtung grösserer Wohnungen an weniger zentralen Standorten. Die Erholung des Mietmarktes wird 2022 mit einem erneuten Rückgang der Leerstände anhalten und dürfte sich zunehmend auch in den Mietpreisen niederschlagen.

Digital Real Estate

Seite 33

Machine Learning – wenn Algorithmen bewerten

Wohneigentum wird in der Schweiz schon seit mehr als 20 Jahren mit Algorithmen bewertet. Damals etablierten sich die hedonischen Modelle bei der Bewertung von Wohneigentum als Standard. Seit ihrer Einführung wurden diese Modelle kontinuierlich verbessert, sodass heute auch bei kleineren Renditeeigenschaften vermehrt auf die computergestützte Schätzmethode zurückgegriffen wird. Die daraus abgeleiteten allgemeinen Immobilienpreisindizes haben der Immobilienmarktforschung in der Schweiz weiteren Aufschwung gegeben und die Transparenz auf dem Schweizer Immobilienmarkt spürbar verbessert. Das Forschungsinteresse verlagert sich gegenwärtig zu Machine-Learning-Algorithmen. Moderne Machine-Learning-Methoden können die Schätzgenauigkeit der traditionellen Modelle nochmals leicht verbessern. Diese Verbesserung hat jedoch ihren Preis. Ein grosser Vorteil konventioneller hedonischer Modelle ist nämlich ihre Interpretierbarkeit, d.h. der Effekt einer erklärenden Variablen auf den Immobilienpreis lässt sich bei ihnen leicht beschreiben. Dies ist bei modernen Machine-Learning-Verfahren nicht der Fall, bleiben Letztere doch bis zu einem gewissen Grad eine Black Box, was beispielsweise im Austausch mit Kunden oder Aufsichtsbehörden alles andere als hilfreich ist. Ein weiterer Nachteil solcher Modelle ist, dass sie bei einer Anwendung über mehrere Quartale hinweg eine höhere Volatilität aufweisen als klassische hedonische Regressionsmodelle. Im Fokus stehen daher aktuell hybride Ansätze, welche die Vorteile beider Methoden zu kombinieren versuchen.

Büroflächen

Seite 38

Homeoffice bremst Flächenbedarf nur vorübergehend

Der Büroflächenmarkt kann sich den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie nicht entziehen. Die Nachfrage nach Büroflächen bleibt zögerlich, da Unternehmen mit Anmietungen zuwarten und erst einmal prüfen, inwiefern sie mittels Homeoffice langfristig Büroflächen einsparen können. Die Angebotsquote stieg daher 2021 gegenüber dem Vorjahr von 5.5 % auf 5.8 %, blieb aber doch unter den befürchteten Werten. Im Vergleich mit ausländischen Büromärkten hielt sich die Nachfrage eindeutig besser. Der Trend zum Homeoffice dürfte dem Büromarkt aber noch einige schwierige Quartale bescheren. Auf lange Sicht verspricht demgegenüber der Wandel der Arbeitswelten eine substanziell höhere Nachfrage nach modernen Büroliegenschaften. Denn während Homeoffice den Flächenbedarf mittelfristig reduziert, lässt die zunehmende Digitalisierung aller Lebens- und Arbeitsbereiche die Büroquoten – sprich den Anteil der Beschäftigten mit einem Büroarbeitsplatz – in sämtlichen Branchen steigen, was Bedarf nach zusätzlichen Büroflächen schafft. Dieser Effekt dürfte den flächenmindernden Trend zum Homeoffice mit der Zeit überlagern und langfristig eine markant höhere Büroflächennachfrage generieren, womit sich der Einfluss von Homeoffice langfristig stark relativiert.

Verkaufsflächen

Seite 44

Schonfrist für den stationären Handel läuft ab

Die Pandemie verhalf dem Detailhandel 2021 – wie schon im Vorjahr – zu einem seit Langem nicht mehr beobachteten Umsatzplus. Der Retailsektor geht damit als klarer Gewinner aus der Pandemie hervor. Der unverhoffte Umsatzanstieg überdeckt jedoch lediglich den epochalen Strukturwandel im Detailhandel, der durch die Pandemie neuen Schub erhalten hat. Denn die bisweilen überraschenden Wendungen der COVID-19-Krise spielten den agilen Onlinehändlern in die Hände. Der Onlinehandel konnte daher im letzten Jahr das hohe Umsatzniveau von 2020 halten und dieses schätzungsweise sogar um weitere 11 % ausbauen. Die Aussichten für den stationären Handel sind daher schlecht. Eine künftige Normalisierung des Konsumverhaltens und des Einkaufstourismus sowie Sättigungstendenzen bei langlebigen Gütern dürften einen Umsatzrückgang im Jahr 2022 unvermeidlich machen, der wohl stärker zulasten des stationären Handels gehen wird. Die schleichende Gesundschumpfung in Form zahlreicher stiller Geschäftsaufgaben durch Fachdetailhändler sollte sich folglich fortsetzen. Der Abbau von Verkaufsstellen geht hauptsächlich auf Kosten des Non-Food-Bereichs, wo diverse Händler ihre Wirtschaftlichkeit mittels einer Reduktion bestehender Standorte verbessern und stattdessen in den Onlinekanal investieren. Mit Blick auf das wieder deutlich wachsende Flächenangebot ist ein Ende des Strukturwandels noch nicht ansatzweise absehbar. Die von der Pandemie ausgelöste erneute Bereinigungswelle erfasst in erster Linie die Gross- und Mittelzentren und deren Agglomerationen.

Immobilienanlagen – Direkte Anlagen

Seite 48

Renditedruck bleibt bestehen

Direkte Schweizer Immobilienanlagen haben sich einmal mehr als krisenresistent erwiesen, und die fortschreitende wirtschaftliche Erholung stärkt ihre Ertragsbasis zusätzlich. Auch die jüngsten Zinsanstiege dürften Anleger deshalb mangels Alternativen kaum abschrecken. Bei den Diskontsätzen ist nach wie vor Spielraum für Anpassungen nach unten vorhanden. Zudem stehen kaum Anlagealternativen zur Verfügung, sodass wir mit weiteren Preisanstiegen bei Mehrfamilienhäusern rechnen. Für Anleger stellt sich die Frage, wie Immobilienportfolios für die Zeit nach COVID-19 anzupassen sind, zumal sich die Ertragsaussichten zwischen und innerhalb der einzelnen Segmente verschoben haben.

Immobilienanlagen – Indirekte Anlagen

Seite 50

Wenig Luft nach oben bei Wohnimmobilienfonds

Anleger sind bereit, einen hohen Preis für die stabilen Erträge aus Wohnimmobilienfonds zu bezahlen. Mit Blick auf die hohen Agios besteht bei den Wohnimmobilienfonds trotz einer erwarteten Verbesserung der Fundamentaldaten nur noch wenig Luft für weitere Wertzuwächse. Bessere Chancen besitzen demgegenüber die Immobilienaktien und Geschäftsimmobilienfonds. Letztere weisen beispielsweise mit 3.4 % deutlich höhere Ausschüttungsrenditen auf als die Wohnimmobilienfonds (2.1 %). Kommt hinzu, dass der Prämienunterschied zwischen diesen beiden Segmenten mit über 20 Prozentpunkten ein Niveau erreicht hat, das wir nicht als gerechtfertigt erachten und das in unseren Augen schon im Jahr 2017 ein gutes Kaufsignal war.

10 auf 10

Seite 53

Zehn Fragen – zehn Antworten

Im Sinne eines Schlusswortes geben wir auf die zehn aus unserer Sicht spannendsten Fragen in Bezug auf den Schweizer Immobilienmarkt eine kurze und knappe Antwort.

Pandemie bremst Urbanisierung

Erste Anzeichen deuten darauf hin, dass die COVID-19-Pandemie die räumliche Entwicklung der Schweiz nachhaltig prägen könnte. Die Folgen für den Immobilienmarkt: eine willkommene Entspannung in den Grosszentren und – aus Anlegersicht – neue Chancen in den Agglomerationsgemeinden und im ländlichen Raum.

Pandemie als «Game Changer»?

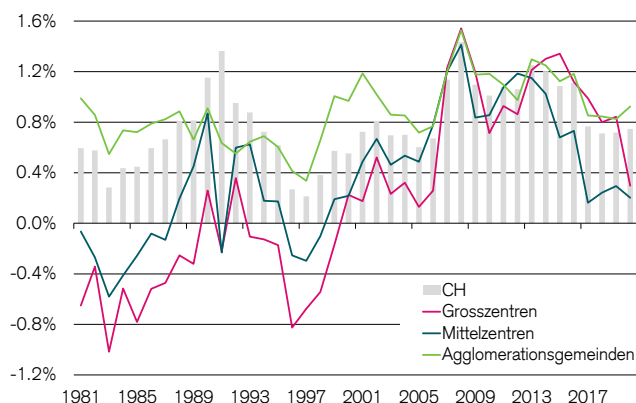
Die Pandemie hat unser Leben in den letzten zwei Jahren stark geprägt. Wir haben beispielsweise unser Einkaufs- und Mobilitätsverhalten angepasst, und die Trennung zwischen Wohnen und Arbeiten wurde aufgeweicht. Früher oder später wird das Coronavirus jedoch endemisch werden, sodass die zahlreichen Massnahmen zur Bekämpfung der Pandemie Schritt für Schritt aufgehoben werden dürften. Von den tiefgreifenden Verhaltensänderungen, die COVID-19 angestossen hat, sollte dennoch einiges hängen bleiben. Das vermehrte Arbeiten von zu Hause hat beispielsweise bei vielen Arbeitnehmern Begehrlichkeiten geweckt. Obwohl diese Arbeitsform nicht nur Vorteile mit sich bringt, können Arbeitgeber, die im Wettbewerb um die besten Arbeitskräfte bestehen wollen, den Wunsch nach flexiblen Arbeitsmodellen mit höheren Homeoffice-Anteilen nicht mehr ignorieren.

Aufweichung der räumlichen Trennung zwischen Wohnen und Arbeiten ...

Dass dieser Wunsch ausgeprägt ist, bestätigen verschiedene Umfragen: In einer Befragung des Beratungsunternehmens Deloitte vom März 2021 gaben insgesamt 63% der Teilnehmer an, in Zukunft am liebsten mindestens die Hälfte der Arbeitszeit im Homeoffice leisten zu wollen. Nur 12% bevorzugten eine vollständige Rückkehr ins Büro, bei den unter 30-Jährigen waren es gar nur 9%.¹ Ausserdem begünstigen demografische und sozioökonomische Entwicklungen sowie die Veränderung der Branchenstruktur ein vermehrtes Arbeiten von zu Hause. Dementsprechend schätzen Forschende des Bundesamts für Raumentwicklung ARE, dass der Anteil Erwerbstätiger, die teilweise von zu Hause aus arbeiten, aufgrund obiger und weiterer Faktoren von 28.1% im Jahr 2015 auf 37.3% im Jahr 2030 steigen könnte.² Diese Schätzung ist konservativ, wird doch der Faktor Corona-Pandemie in ihr noch gänzlich ausgeklammert.

Abb. 1: Bevölkerungswachstum der Grosszentren bricht ein

Jährliches Wachstum der ständigen Wohnbevölkerung, 1981 – 2020

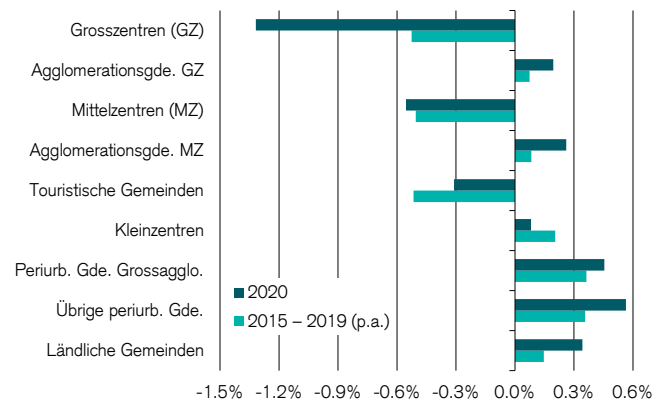


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2020

Abb. 2: Beschleunigte Binnenabwanderung aus Zentren

Binnenmigrationssaldo nach Gemeindetyp, in % der ständigen Wohnbevölkerung



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2020

... dürfte Raumentwicklung nachhaltig prägen

Die Aufweichung der Trennung zwischen Wohn- und Arbeitsort dürfte bleibende Spuren in der räumlichen Entwicklung des Landes und damit auch auf dem Immobilienmarkt hinterlassen. Wir haben bereits in unserer letztjährigen Immobilienmarktstudie aufgezeigt, wie vermehrtes Arbeiten im Homeoffice zu einer Neubeurteilung der Wohnsituation anregt und den Suchradius von Wohn-

¹ Deloitte (2021): Home-Office Umfrage 2021 – Wo arbeitet die Schweiz nach der COVID-19-Pandemie?

(<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ch/Documents/about-deloitte/deloitte-ch-umfrageergebnisse-home-Office.pdf>).

² Danalet, A., Justen, A. und Mathys, N. (2021). Working from Home in Switzerland, 2015 – 2050, 21st Swiss Transport Research Conference.

nungssuchenden vergrössert. Verschiedene Immobilienmarktindikatoren wie Such-Abos, Leerstände und Insertionszeiten bestätigen eine Nachfrageverlagerung hin zu weniger zentralen Standorten und grösseren Wohnungen (vgl. Kapitel Wohneigentum, Seite 12 ff., und Kapitel Mietwohnungen, Seite 26 ff.). Anhand der Resultate der Bevölkerungsstatistik des Bundesamts für Statistik, die bis 2020 vorliegen, lassen sich erste räumliche Folgen der COVID-19-Pandemie im Detail analysieren.

Pandemie prägt Binnenwanderungsstruktur

Städte verlieren an Anziehungskraft

Dank eines starken Rückgangs der Wegzüge stieg die Schweizer Wohnbevölkerung im ersten Pandemiejahr 2020 um 0.75% – also leicht stärker als in den beiden Vorjahren (Abb. 1). Klar rückläufig (von 0.8% auf 0.3%) war hingegen die Dynamik in den Grosszentren, die im Zuge der um die Jahrtausendwende einsetzenden Reurbanisierung überdurchschnittlich stark gewachsen waren. Auch in den Mittelzentren fiel das Wachstum 2020 mit 0.2% geringer aus als im Vorjahr. Demgegenüber beschleunigte sich das Bevölkerungswachstum in den Agglomerationsgemeinden der Gross- und Mittelzentren (+0.9%), und auch die touristischen und ländlichen Gemeinden expandierten stärker.

Mehr Wegzüge aus den Grosszentren als je zuvor, ...

Dass die Bevölkerung in den Zentren überhaupt noch gewachsen ist, ist einzig der Zuwanderung aus dem Ausland zuzuschreiben. Diese konzentriert sich stark auf die Grosszentren, die von 2015 bis 2020 insgesamt 28.5% der Nettozuwanderung auf sich vereinten (bei einem Gesamtanteil an der Wohnbevölkerung von nur 12.4%). Der Binnenwanderungssaldo der Grosszentren ist hingegen bereits seit Jahrzehnten negativ. Die Grosszentren wachsen folglich vor allem dank der Zuwanderung aus dem Ausland, während sie laufend Einwohner an ihr Umland und andere Regionen verlieren. 2020 fiel diese Nettoabwanderung stärker aus als jemals zuvor in den letzten 40 Jahren. Per Saldo verliessen fast 14'200 Personen die fünf Grosszentren, was 1.3% der Bevölkerung entspricht (Abb. 2).

... dafür mehr Zuzüge an der urbanen Peripherie und im ländlichen Raum

Von der schlechteren Wanderungsbilanz der Grosszentren, die in geringerem Ausmass auch Klein- und Mittelzentren betrifft, profitieren alle anderen Raumtypen. Wegen der Nettozuwanderung aus anderen Regionen am stärksten gewachsen sind 2020 die periurbanen Gemeinden, die im Einzugsgebiet von Agglomerationen liegen, ansonsten aber teilweise eher ländlich geprägt und oft stärker als Wohn- denn als Arbeitsort positioniert sind. Stark zugelegt haben aber auch die suburbanen Gemeinden (Agglomerationsgemeinden der Gross- und Mittelzentren) sowie die ländlichen Gemeinden ausserhalb der Agglomerationen. Der Binnenmigrationssaldo der touristischen Gemeinden blieb auch 2020 negativ, jedoch weniger stark als in den Vorjahren (Abb. 2).

Abb. 3: Wanderungen verlagern sich in dezentralere Regionen

Veränderung des Binnenwanderungssaldo in % der Bevölkerung, 2020 im Vergleich zum Durchschnitt der Jahre 2015 – 2019

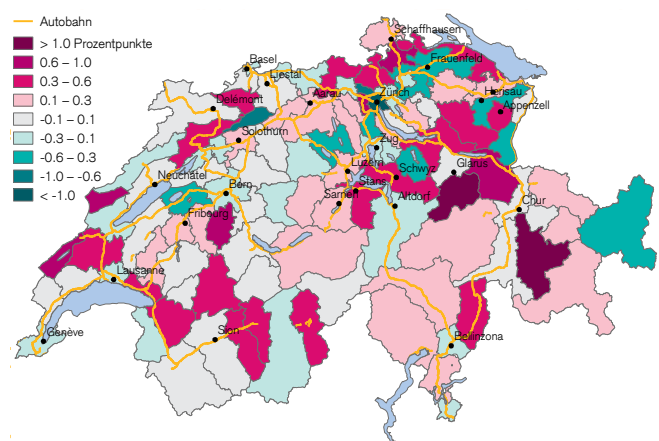
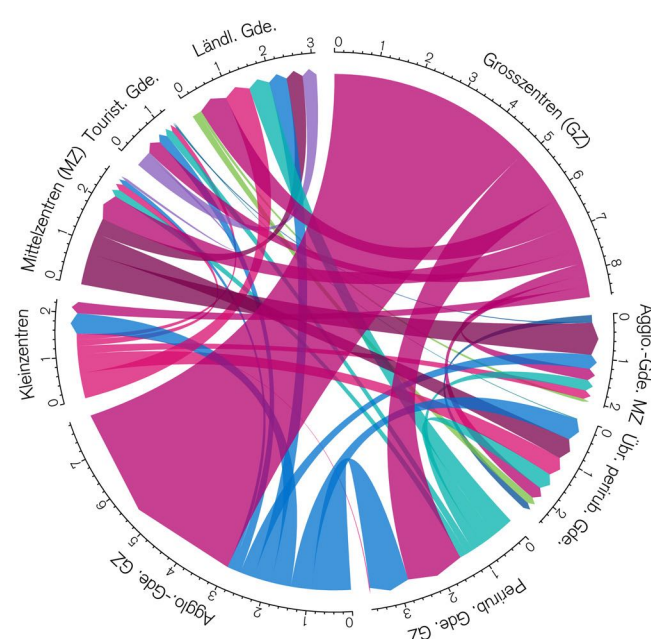


Abb. 4: Zentren mit verminderter Anziehungskraft

Veränderung der Migrationssaldi zwischen den neun Gemeindetypen, 2020 im Vergleich zum Durchschnitt der Jahre 2015 – 2019, in Tausend



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, Geostat Letzter Datenpunkt: 2020

Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2020

Auch touristische Regionen ziehen mehr Zuzüger an

Regional betrachtet, gehören einige zentrumsnahe Regionen wie das Limmattal, das Zürcher Unterland und die Region Vevey/Lavaux zu den Profiteuren des veränderten Wanderungsmusters (Abb. 3). Dazu gesellen sich zahlreiche weniger urban geprägte Regionen im Einzugsgebiet von Grossagglomerationen, wie La Vallée, Gros-de-Vaud, das Laufental, Brugg-Zurzach und das Zürcher Weinland. Aber auch viele ländliche und touristische Regionen wiesen 2020 eine im Vergleich zu den Vorjahren markant verbesserte Binnenwanderungsbilanz auf. Dazu gehören mehrere Walliser Regionen, das Glarner Hinterland, das Sarganserland, die Bodenseeregion und Mittelbünden.

Neue Chancen für Agglomerationsgemeinden und den ländlichen Raum

Starkes Preisgefälle fördert Umzüge von Zentren in Vororte

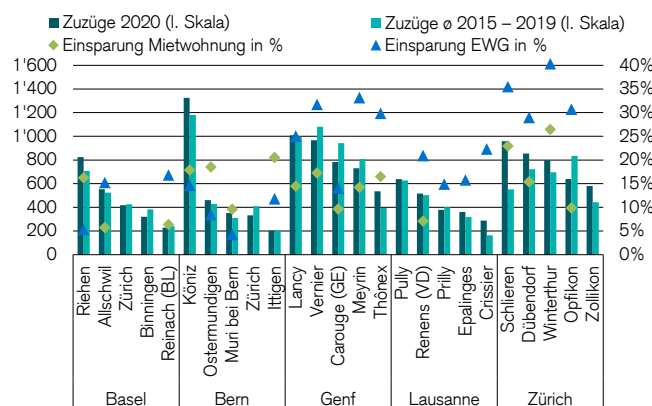
Auch eine Betrachtung der Veränderung der Nettomigrationsströme zwischen den verschiedenen Raumtypen offenbart eindrücklich, dass die Grosszentren mit der COVID-19-Pandemie an Anziehungskraft verloren haben (Abb. 4). Gegenüber allen übrigen Raumtypen verschlechterte sich im Jahr 2020 die Binnenwanderungsbilanz der Grosszentren im Vergleich zum Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2019. Die Migrationsströme veränderten sich dabei am stärksten zugunsten ihrer Agglomerationsgemeinden. Abbildung 5 zeigt die beliebtesten Zieldestinationen der Wegzuger aus den fünf Grosszentren. Die meisten davon befinden sich in unmittelbarer Nähe eines der Grosszentren oder grenzen direkt an diese an. Aufgrund des ausgeprägten Preisgefälles lassen sich mit einem Wegzug von wenigen Kilometern bereits erhebliche Einsparungen bei den Wohnkosten realisieren. So liegen die Mietpreise einer neuen 4-Zimmer-Wohnung in Schlieren, Winterthur oder Ittigen jeweils um über 20% tiefer als in Zürich beziehungsweise Bern. Noch grösser ist das Preisgefälle bei Wohneigentum: Der Preis einer Neubau-Eigentumswohnung mit vier Zimmern liegt beispielsweise in den Genfer Vororten Vernier, Thônex und Meyrin jeweils um 30% bis 33% unter dem Niveau in der Kernstadt. Die Preisunterschiede zwischen Zürich und Schlieren beziehungsweise Winterthur liegen mit 36% beziehungsweise 40% gar noch höher. Solche Einsparungen ermöglichen es für viele Haushalte überhaupt erst, Wohneigentum zu erwerben oder eine grössere Wohnung anzumieten, die gute Voraussetzungen für die Heimarbeit bietet.

Häufigere Wohnortwechsel, ...

Insbesondere für eine klare Mehrheit der Bewohner Zürichs oder der beiden grossen Zentren am Genfersee dürfte Wohneigentum jedoch trotz deutlich tieferer Preisniveaus auch in den Agglomerationsgemeinden unerschwinglich bleiben (vgl. Kapitel Wohneigentum, Seite 14). Dies dürfte mit ein Grund dafür sein, dass sich die Migrationsbilanz der Zentren auch gegenüber peripheren Regionen 2020 verschlechtert hat und sich auch Bewohner der Agglomerationsgemeinden vermehrt in periurbanen oder ländlichen Regionen niedergelassen haben (Abb. 4). Denn dort liegt das Preisniveau nochmals tiefer, sodass entweder Wohneigentum in Reichweite rückt oder ein Extrazimmer und/oder eine grössere Aussenfläche zur Mietwohnung erschwinglich werden. Derartige Neubewertungen der Wohnsituation haben die Zahl der Binnenumzüge im Jahr 2020 im Vergleich zum Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2019 um 3.8% erhöht (Abb. 6). In absoluten Zahlen sind im Jahr 2020 also knapp 20'000 Haushalte mehr in eine andere Schweizer Gemeinde umgezogen.

Abb. 5: Die Vororte locken mit tieferen Wohnungspreisen

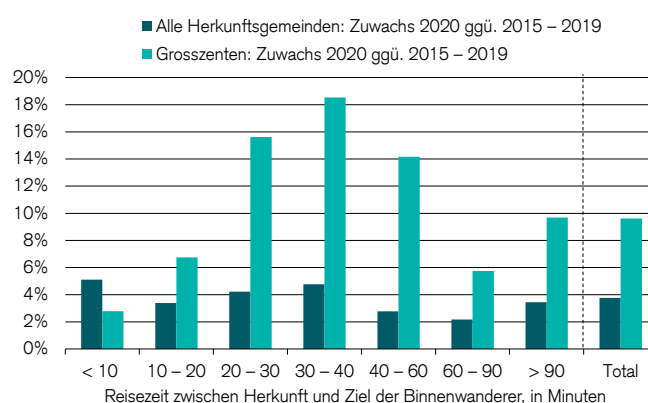
Beliebteste Zieldestinationen der Wegzuger aus den Grosszentren (Anz. Wegzuger)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Wüest Partner, Credit Suisse
Letzter Datenpunkt: Q3/2021

Abb. 6: Vermehrte Umzüge vor allem aus Grosszentren

Zunahme der interkommunalen Wanderungsbewegungen nach Reisezeit zwischen Herkunft und Ziel, in Minuten



Quelle: Bundesamt für Statistik, HERE, Credit Suisse
Letzter Datenpunkt: 2020

... aber keine Ausweitung der Umzugsdistanzen

Die durchschnittliche Distanz beziehungsweise Fahrzeit, die zwischen Herkunfts- und Zielort der umgezogenen Haushalte liegt, war dabei in den letzten Jahren mit rund 27 Minuten/31 Kilometer sehr stabil. In den Grosszentren nahmen die Wegzüge besonders stark zu (+9.6%, Abb. 6) – allerdings auch hier, ohne dass die Umzugsdistanzen im Mittel grösser geworden wären. Die Mehrheit dieser Wegzüge liess sich in einem Umkreis von 20 Fahrminuten nieder. 28% der Haushalte, die 2020 ein Grosszentrum verliessen, verlegten ihren Wohnort jedoch um mehr als 30 Minuten Fahrzeit, die Hälfte davon sogar um mehr als 60 Minuten.

Zusätzliche Optionen dank ortsunabhängigen Arbeitens

Bei solchen Wohnortwechseln über Kantonsgrenzen oder gar Grossregionen hinweg greift das räumliche Gefälle bei den Wohn- und Lebenskosten als Erklärung zu kurz. Die Aufweichung der räumlichen Trennung zwischen Wohnen und Arbeiten gibt den Haushalten zusätzliche Optionen, um den Wohnort gemäss ihren Präferenzen zu optimieren. Aus der Literatur zum Wanderungsverhalten von Haushalten wissen wir etwa, dass Umzüge in periphere Regionen wahrscheinlicher sind, wenn bereits ein Bezug zu dieser Region vorhanden ist – also beispielsweise, weil eine Person in dieser Region aufwuchs.³ Auch die Übernahme des elterlichen Einfamilienhauses kann plötzlich zur Option werden, wenn die erhöhte Pendeldistanz zum Arbeitsort nicht mehr täglich zurückgelegt werden muss.

Auch in der Peripherie ist die Lage wichtig

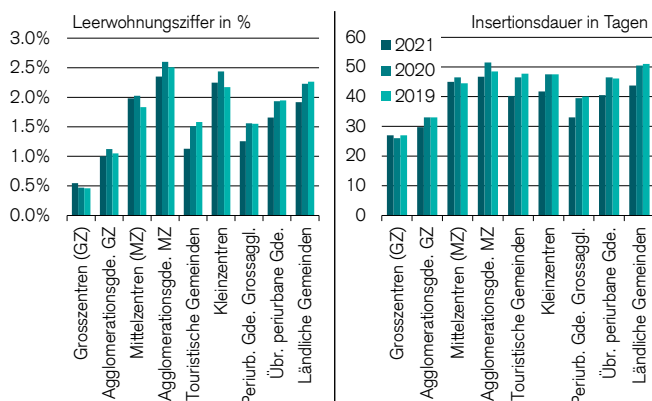
Der erweiterte Spielraum der Haushalte in Bezug auf die Wohnortwahl eröffnet ländlichen und touristischen Regionen neue Chancen. Viele dieser Regionen gehörten in den vergangenen Jahren zu den Verlierern des Urbanisierungstrends. So schrumpfte die Bevölkerung zwischen 2010 und 2019 im Jahresdurchschnitt in der Hälfte der Tourismusgemeinden und in 35% der ländlichen Gemeinden. 2020 war dies nur noch in 31% beziehungsweise 32% dieser Gemeinden der Fall. Am meisten Zuzüger konnten diejenigen Gemeinden verbuchen, die eine vergleichsweise gute Erreichbarkeit und/oder eine moderate Steuerbelastung bieten. Zu diesen 10% der ländlichen und touristischen Gemeinden mit der höchsten Nettozuwanderung aus anderen Regionen gehörten etwa Egerkingen (SO), Brig-Glis (VS), Muri (AG), Stansstad (NW), Schmerikon (SG), Estavayer (FR) oder Leysin (VD).

Neue Chancen für periphere und touristische Regionen

Obschon die Regionen ihre Erreichbarkeit praktisch nicht und die Steuerbelastung nur begrenzt beeinflussen können, verfügen periphere und touristische Regionen durchaus über Handlungsspielraum, um ihre Attraktivität für Zuzüger zu steigern. Es gehört beispielsweise zum strategischen Instrumentarium der Standortpolitik peripherer Regionen, Rückwanderer gezielt anzusprechen. Zahlreiche regionale Initiativen, teilweise privaten Ursprungs, zielen ausserdem darauf ab, gute Bedingungen für ortsunabhängiges Arbeiten zu schaffen. Zu nennen sind hier etwa die zahlreichen Coworking Spaces, die in den letzten Jahren auch in der Peripherie und im Alpenraum entstanden sind. Solche Initiativen können die Attraktivität dieser Destinationen etwa für eine junge urbane Klientel mobiler, dem Bergsport zugeneigter Erwerbstätiger erhöhen.

Abb. 7: Räumliche Verlagerung der Wohnungsnachfrage

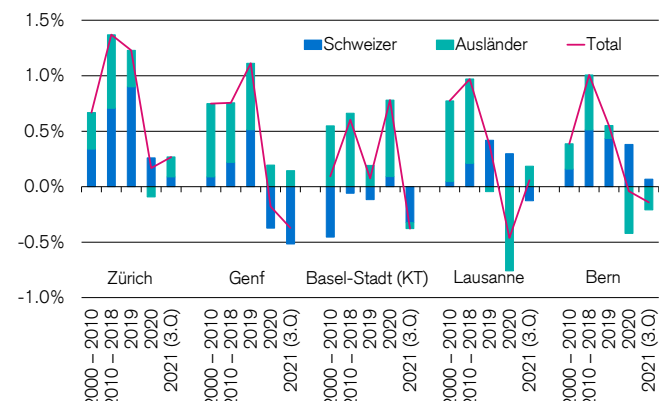
Leerwohnungsziffer (alle Wohnungen) und Insertionsdauer (Mietwohnungen)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Meta-Sys, Credit Suisse
Letzter Datenpunkt: Q4/2021

Abb. 8: Bevölkerungsdynamik der Grosszentren bleibt schwach

Wachstum der Wohnbevölkerung der Grosszentren, annualisiert



Quelle: Amtliche Statistikstellen, Credit Suisse
Letzter Datenpunkt: Q3/2021

³ Vgl. Zäch, C., Schulz, T., Waltert, F. und Pütz, M. (2015): Landscape and Amenity Migration: Die Rolle von Landschaft für Wanderungsbewegungen in den ländlichen Raum der Schweiz. WSL Bericht 22: Eidgenössische Forschungsanstalt WSL, Birmensdorf.

Stadt und Land rücken etwas näher zusammen

Stadt-Land-Kluft auf dem Immobilienmarkt wird etwas kleiner

Erste Auswirkungen der aufgrund der COVID-19-Pandemie veränderten Standortentscheidungen der Haushalte sind auf dem Immobilienmarkt bereits sichtbar. Beispielsweise hat die verbesserte Wanderungsbilanz zusammen mit einer geringeren Bautätigkeit ausserhalb der Grosszentren zu einem Rückgang der Leerwohnungsziffer geführt und die Insertionszeiten insbesondere in periurbanen, ländlichen und touristischen Regionen stark sinken lassen (Abb. 7). Im Detail werden diese Folgen in den Kapiteln zum Wohneigentum (Seite 12 ff.) und zu den Mietwohnungen (Seite 26 ff.) besprochen. Insgesamt stellen wir fest, dass die Stadt-Land-Kluft auf den Wohnungsmärkten infolge der Pandemie etwas kleiner geworden ist. Wir erwarten daher, dass die Risikoprämien auf den Renditen von Liegenschaften ausserhalb der Zentren und ihrer Agglomerationen tendenziell sinken werden.

«Urban Peak»?

Die vorstehend beschriebene verringerte Anziehungskraft der Zentren im ersten Corona-Jahr liess sich auch 2021 beobachten. Zahlen zu den ersten drei Quartalen 2021 weisen auf eine weiterhin schwache Bevölkerungsdynamik mit Bevölkerungsrückgängen in drei der fünf Grosszentren hin (Abb. 8). Die Bevölkerungsbilanz der Schweizer Bürger hat sich gegenüber 2020 in allen fünf Städten nochmals verschlechtert. Läutet die Corona-Pandemie damit das Ende des Megatrends Urbanisierung ein? Sind die Binnenabwanderungen aus den Zentren bereits Zeichen einer langfristigen Stadtfucht? Solche Fragen werden gegenwärtig nicht nur in der Schweiz häufiger diskutiert, zumal eine Umfrage unter Einwohnern von 15 globalen Metropolen im Oktober 2021 eine zunehmende Entschlossenheit der Stadtbewohner zutage gefördert hat, der Grossstadt den Rücken zu kehren.⁴ Rund 30% der Befragten hegen diesen Wunsch, also deutlich mehr als bei der ersten Umfrage im Mai 2020. Daraus bereits auf das Ende des Urbanisierungstrends zu schliessen, erachten wir jedoch als verfrüht. Die Städte bleiben die Brennpunkte des wirtschaftlichen, sozialen und kulturellen Lebens. Insofern werden viele Menschen auch in Zukunft in Städten leben und deren vielfältiges Angebot nutzen wollen.

Urbanisierung wohl längerfristig gebremst

Die Urbanisierung dürfte sich demnach dank Zuwanderung aus dem Ausland und einer stark gestiegenen Lebensqualität fortsetzen – wenn auch mit reduzierter Geschwindigkeit. Während heute noch unklar ist, in welchem Umfang Unternehmen in Zukunft auf Heimarbeit und flexible Arbeitsformen setzen werden, scheint klar, dass eine Entwicklung hin zu mehr Sesshaftigkeit und weniger Pendlermobilität auch von politischer Seite Rückenwind erfahren dürfte, könnte sie doch zu einer entscheidenden Reduktion des ökologischen Fussabdrucks beitragen.⁵ Der Anstieg des Pendlerverkehrs in den letzten Jahren hat gezeigt, dass es trotz Urbanisierungstrend nicht gelungen ist, die Haushalte in ähnlichem Ausmass wie die Arbeitsplätze in den Zentren zu konzentrieren. Wachstum durch Verdichtung wurde zwar zum raumplanerischen Mantra, sah sich aber in der konkreten Umsetzung mit erheblichen Widerständen konfrontiert. In der Folge konnte das Wohnungsangebot in den Grosszentren kaum mit der Nachfrage mithalten. Eine Dezentralisierung des Arbeitens ist daher vielleicht die praktikablere Alternative zur Reduktion des Verkehrsaufkommens und somit der CO₂-Emissionen. Laut der Gesamtenergiestatistik des Bundesamts für Energie sank der Anteil des Verkehrs am Gesamtenergieverbrauch im ersten Pandemiejahr 2020 nämlich von 37.6% im Vorjahr auf 32.8%. Darüber hinaus wird eine Dezentralisierung den heterogenen Wohnortpräferenzen der Haushalte besser gerecht.

⁴ Gensler Research Institute: City pulse survey 2021.

⁵ Vgl. auch Schneeberger, P. und Van Wezemael, J. (2021): Dezentral Schweiz: Wie uns Corona sesshafter macht und was das für unsere Lebensräume bedeutet. Edition Hochparterre, Zürich.

Extrazimmer fürs Homeoffice

Wohneigentümern steht zumeist mindestens ein zusätzliches Zimmer für das Homeoffice zur Verfügung. Daher hat sich die Nachfrage bezüglich Zimmerzahl hier kaum verändert.

Ein separates Arbeitszimmer ist vermehrt gefragt

Die Wohnbedürfnisse haben sich infolge der COVID-19-Pandemie verändert: Das Homeoffice hat sich fest etabliert und wird auch in Zukunft Teil des Arbeitslebens bleiben. Damit übernimmt die Wohnung zumindest teilweise wieder die Funktion eines Arbeitsplatzes, nachdem Heimarbeit in Europa schon in der vorindustriellen Zeit weit verbreitet gewesen war. Zu Beginn der Pandemie wurde oftmals noch der Esstisch in der Küche oder im Wohnzimmer zum Arbeiten genutzt, ein separates Arbeitszimmer dürfte jedoch künftig bei der Wohnungssuche vermehrt ein Kriterium sein.

Wohneigentümer besitzen in aller Regel schon Extrazimmer

Eigentümer sind für das vermehrte Arbeiten von zu Hause gut gerüstet. 76% der Haushalte in Eigentumswohnungen (EWG) und 86% der Haushalte in Einfamilienhäusern (EFH) haben mindestens ein zusätzliches Zimmer zur Verfügung (Abb. 9). Dies ergibt die Analyse berufstätiger Haushalte mit zwei Personen und mehr nach der Zahl zusätzlicher Zimmer, die diese neben Schlaf- und Wohnzimmer besitzen. Im Gegensatz dazu verfügen nur 59% der Haushalte in Mietwohnungen über mindestens ein zusätzliches Zimmer.

Kaum Nachfrageverschiebungen bzgl. Zimmerzahl

Eigentümer haben also schon vor der Pandemie grosse Wohnungen mit zusätzlichen Zimmern nachgefragt. Eine Auswertung von Such-Abos zwischen 2019 und 2021 zeigt diesbezüglich daher kaum Nachfrageverschiebungen (Abb. 10). Die höheren Anteile der Such-Abos für kleine Wohnungen im Vergleich zum Bestand sind auf die häufigeren Wohnungswechsel bei Kleinwohnungen zurückzuführen. Zudem ist zu beachten, dass jeweils die Mindestgrösse der Wohnung angegeben wird. Bei vielen Suchenden ist dies das Minimum, ein Zimmer mehr ist aber häufig erwünscht.

Neubau auf drei und vier Zimmer fokussiert

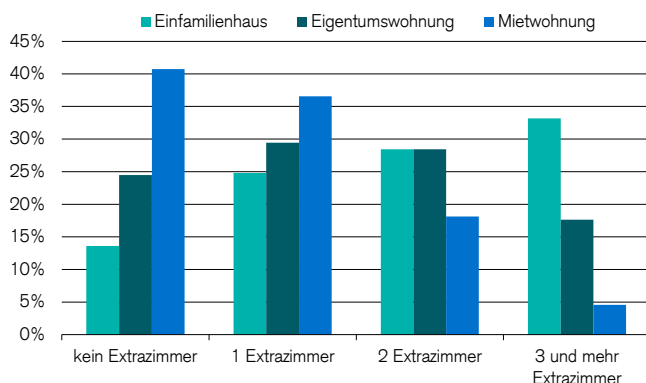
In den letzten Jahren wurden vermehrt kleinere Wohnungen erstellt. Der Anteil der Eigentumswohnungen mit fünf und insbesondere sechs Zimmern ist seit 2016 merklich gesunken (Abb. 10). Die deutliche Zunahme der Bautätigkeit bei 3-Zimmer-Wohnungen dürfte einerseits auf Wohnraum für Senioren abzielen, bedient andererseits aber auch die Nachfrage privater Investoren, die solche Objekte gerne zur Vermietung kaufen.

Übernachfrage nach grossen Neubauobjekten

Die Verschiebung der Bautätigkeit weg von grösseren Eigentumsobjekten steht zu einem gewissen Grad im Widerspruch zur praktisch unveränderten Nachfrage. Der höhere Stellenwert eines Extrazimmers dürfte grosse Wohnungen attraktiver machen und sollte bei der Planung von neuen Eigentumswohnungen mitberücksichtigt werden.

Abb. 9: Mehrheit der Eigentümer besitzt ein Arbeitszimmer

Wohnsituation von berufstätigen Haushalten mit zwei Personen und mehr

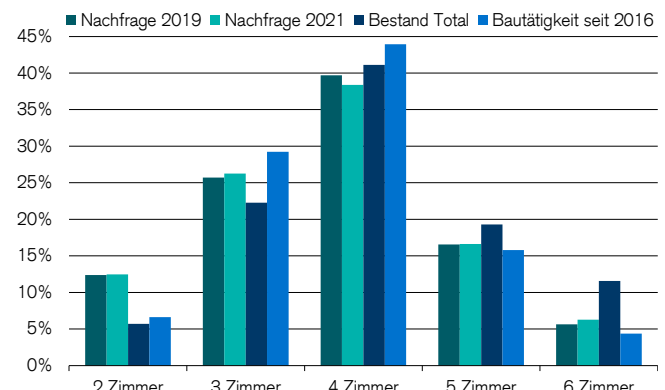


Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik (BFS)

Letzter Datenpunkt: 2019

Abb. 10: Vermehrt kleinere Neubauten

Verteilung Such-Abos, Bestand und Bautätigkeit Eigentumswohnungen, nach Zimmer



Quelle: Realmatch360, BFS, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 11/2021

Eigentumsrabatt noch bei 12.2%

Im Schweizer Mittel beträgt der Eigentumsrabatt aktuell 12.2%. Von den gesamten jährlichen Aufwänden für Wohneigentum machen die Zinskosten derzeit nur 39% aus. Auf den Unterhalt entfallen 44% und auf die übrigen Ausgaben 17%. Die starken Preisanstiege haben den Eigentumsrabatt in letzter Zeit sukzessive geschmälert. Anfang 2020 hatte dieser noch bei 21.6% gelegen.

Finanzierungsrichtlinien als (zu) hohe Eintrittshürde

Trotz der tiefen tatsächlichen finanziellen Aufwände steigen die Eintrittshürden für den Erwerb von Wohneigentum. Wird die Tragbarkeit mit einem kalkulatorischen Zinssatz von 5% gerechnet, liegt die kalkulatorische Einkommensbelastung für eine Neubau-Eigentumswohnung mit einer Fremdfinanzierung von 80% mittlerweile bei 33.4% eines mittleren Haushaltseinkommens (Vorjahr: 32.7%); für ein Einfamilienhaus beläuft sich diese sogar auf 48.0% (Vorjahr: 46.9%). Die tatsächliche Belastung liegt mit 15.6% (EWG) bzw. 22.4% (EFH) zwar markant tiefer (Abb. 12), aufgrund der bestehenden Finanzierungsrichtlinien, nach denen die kalkulatorische Belastung ein Drittel des Einkommens nicht überschreiten darf, rückt Wohneigentum aber für eine zunehmende Zahl von Haushalten jedes Jahr weiter in die Ferne.

Immer weniger Objekte sind tragbar

Entsprechend ist der Anteil der tragbaren inserierten Eigentumsobjekte für einen Haushalt mit einem mittleren Einkommen von CHF 134'000 innert Jahresfrist von 34% auf 31% aller Objekte gesunken. Vor allem in zentrumsnahen Regionen ist das tragbare Angebot markant gefallen (Abb. 13). Indes hat sich das bezahlbare Angebot jüngst auch ausserhalb der zentralen Lagen reduziert.

Dezentrale Standorte rücken vermehrt in den Fokus

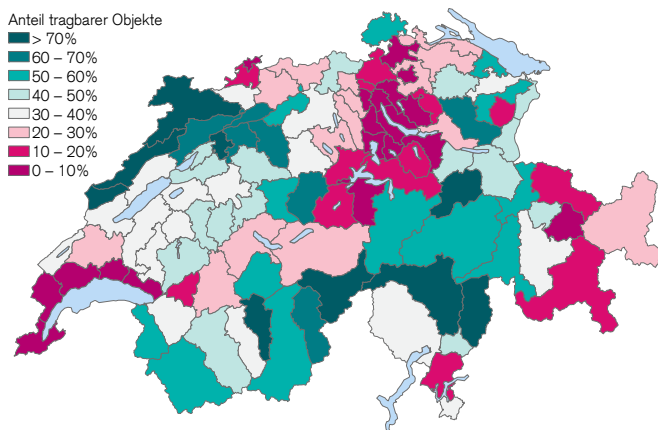
Immer häufiger kann der Wunsch nach den eigenen vier Wänden nur noch mit einem Wegzug in eine günstigere Region realisiert werden. Das vermehrte Arbeiten im Homeoffice begünstigt die Bewegung weg von zentralen Lagen in Richtung periphererer Standorte. Wohneigentum wird bereits seit einigen Jahren verstärkt in den Agglomerationen der Mittelzentren sowie der Peripherie nachgefragt. Seit Ausbruch der Pandemie hat sich dieser Trend verstärkt (Abb. 14). Während die Zahl der Such-Abos für Eigentumswohnungen in den Agglomerationen der Grosszentren innert Jahresfrist um 2% gesunken ist, ist sie sowohl in den Agglomerationen der Mittelzentren als auch in der Peripherie um 9% gestiegen.

2022: Unveränderte Entwicklung

2022 wird sich an der Entwicklung der Nachfrage wenig ändern. Trotz einer etwas höheren Inflation erwarten wir in unserem Hauptszenario, dass die Schweizerische Nationalbank die Leitzinsen bis mindestens Ende 2022 unverändert belässt. Damit werden die Hypothekarzinsen auf sehr tiefem Niveau verharren und die finanziellen Rahmenbedingungen für den Erwerb von Wohneigentum attraktiv bleiben. Als Konsequenz eines weiteren Anstiegs der Immobilienpreise wird die Zahl der Haushalte, für die Wohneigentum noch tragbar ist, erneut sinken. Folglich wird die effektive Nachfrage auch im laufenden Jahr geringer ausfallen, als dies die Such-Abos suggerieren.

Abb. 13: Tragbarkeit wird in immer mehr Regionen zum Problem

Anteil tragbarer inserierter Objekte (EFH und EWG) mit vier und mehr Zimmern für Haushalte mit CHF 134'000 Einkommen (mittleres Einkommen)

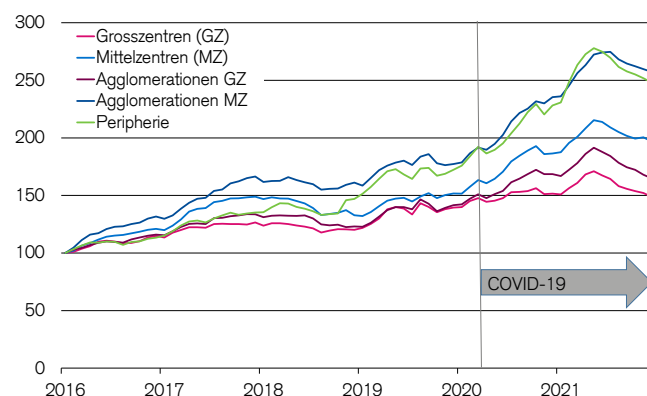


Quelle: Credit Suisse, Meta-Sys, Geostat

Letzter Datenpunkt: Q4/2021

Abb. 14: Peripherere Standorte vermehrt gefragt

Entwicklung der Anzahl Such-Abos für Eigentumswohnungen, Index Januar 2016 = 100



Quelle: Realmatch360

Letzter Datenpunkt: 12/2021

Zu geringe Neubautätigkeit

Der Neubau von Wohneigentum setzt seinen Sinkflug fort. Auch im laufenden Jahr rechnen wir mit einer tieferen Zahl neuer Eigentumswohnungen. Im Gegensatz dazu zeichnet sich bei Einfamilienhäusern eine Trendwende nach oben ab.

Neubautätigkeit um 40% tiefer als vor zehn Jahren

Der Neubau von Wohneigentum ist nur noch ein Schatten früherer Zeiten, ist er doch seit 2011 um 40% eingebrochen. Im vergangenen Jahr sind gemäss unseren Schätzungen 12'500 neue Eigentumswohnungen sowie 6250 neue Einfamilienhäuser auf den Markt gekommen. Während die Ausweitung bei Eigentumswohnungen damit noch bei 1.1% des Bestands lag, belief sie sich bei Einfamilienhäusern nur noch auf 0.6%. Für Eigentumssuchende rücken somit Bestandsobjekte vermehrt in den Fokus. Letztere machten 2021 denn auch 80% aller Transaktionen aus.

Ungebremster Rückgang beim Bau von Eigentumswohnungen

Dieses Jahr dürfte sich der Rückgang beim Bau von Eigentumswohnungen beschleunigen. Innert Jahresfrist ist die Anzahl Baubewilligungen für Neubauten um 12.7% gesunken (Abb. 15). Da auch die Baugesuche um 2.4% abnahmen, wird der Abwärtstrend anhalten. Die geringeren Bauvorhaben im Mietwohnungssegment sind bisher also nicht der Produktion von Eigentumswohnungen zugutegekommen.

Trendwende beim Bau von Einfamilienhäusern

Demgegenüber ist beim Bau neuer Einfamilienhäuser eine Trendwende zu verzeichnen. Innert Jahresfrist sind die Baubewilligungen hier um 7.1% gestiegen (Abb. 15). Zudem lassen die Baugesuche mit einem Plus von 11.4% eine Beschleunigung des Zuwachses erwarten. In absoluten Zahlen kann die höhere Einfamilienhausproduktion den Rückgang bei den Eigentumswohnungen jedoch nicht kompensieren.

Keine Gewichtsverlagerung in die Peripherie

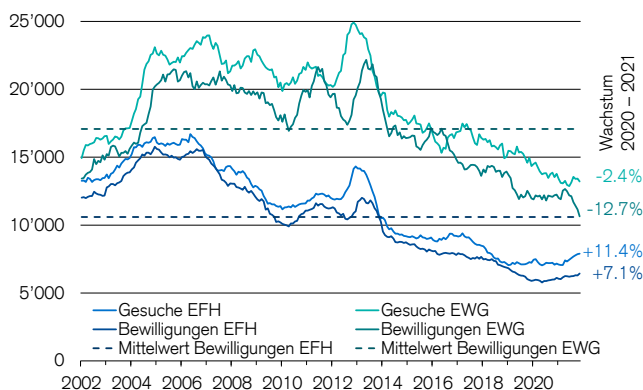
Die verstärkte Fokussierung der Nachfrager auf periphere Regionen widerspiegelt sich noch nicht in der Neubautätigkeit. 2021 entfielen zwar 54% der bewilligten Eigentumswohnungen auf Gemeinden ausserhalb der Gross- und Mittelzentren und deren Agglomerationen, damit liegt ihr Anteil aber tiefer als 2019 (64%). Ähnlich präsentiert sich das Bild bei Einfamilienhäusern: 76% der Neubauten in diesem Segment entfallen auf Gemeinden ausserhalb der Gross- und Mittelzentren und deren Agglomerationen, ihr Anteil lag mit bis zu 81% früher jedoch ebenfalls höher.

Grösste Ausweitung in der Nordostschweiz

In 41 der 110 Schweizer Regionen rechnen wir im laufenden Jahr mit einer Zunahme des Baus von Wohneigentum. Die meisten neuen Objekte werden in einzelnen Regionen der Ostschweiz sowie in den Kantonen Zürich, Luzern und Waadt geplant (Abb. 16). Die höchste Bautätigkeit erwarten wir in den Regionen Nyon (+2.0%) und Entlebuch (+1.8%). In mehr als der Hälfte aller Regionen liegt die erwartete Produktion gemessen am Bestand dagegen unter 0.75%.

Abb. 15: Es werden wieder mehr Einfamilienhäuser geplant

Baugesuche und -bewilligungen in Anzahl Wohneinheiten, gleitende 12M-Summe

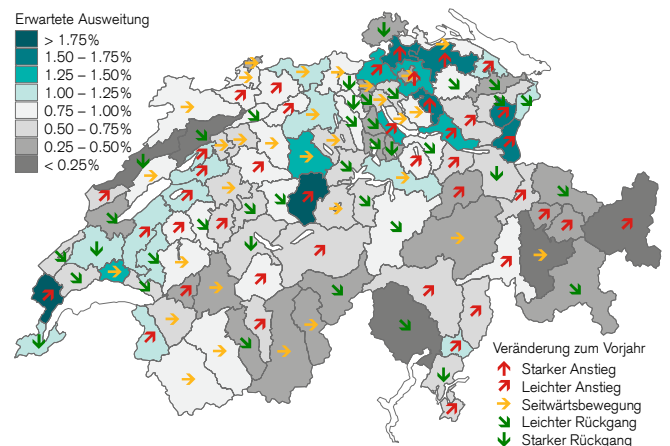


Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 11/2021

Abb. 16: Bautätigkeit auf das Mittelland fokussiert

Geplante Ausweitung von Wohneigentum 2022, in % des Bestands



Quelle: Baublatt, Credit Suisse, Geostat

Letzter Datenpunkt: 10/2021

Knappheit treibt die Preise

Der hohen Nachfrage wird auch 2022 ein zu tiefes und sogar weiter sinkendes Angebot gegenüberstehen. Folglich erwarten wir fortgesetzt steigende Preise und sinkende Leerstände.

Nachfrageüberhang wird 2022 anhalten

Obwohl die strikten Finanzierungsanforderungen die Zahl der Haushalte, für die Wohneigentum noch tragbar ist, immer stärker eingrenzen, übertrifft die effektive Nachfrage das beschränkte Angebot bei Weitem. An dieser Konstellation dürfte sich aufgrund der erwarteten nachfrage- und angebotsseitigen Entwicklung nicht so schnell etwas ändern.

Angebotsziffer um mehr als ein Drittel gesunken

Die dynamische Nachfrage hat das auf dem Markt verfügbare Angebot jüngst stark schrumpfen lassen. Seit Ende 2019 ist die Angebotsziffer bei Eigentumswohnungen von 2.2% auf 1.6% und bei Einfamilienhäusern von 2.4% auf 1.4% gesunken (Abb. 17). Ein Rückgang war beinahe flächendeckend in 107 von 110 der Schweizer Regionen zu verzeichnen. Nur in 17 Regionen liegt die Angebotsziffer über 2.0%. Dazu zählen das gesamte Tessin, grosse Teile des Wallis und einzelne Regionen in den Kantonen Waadt und Freiburg. Dagegen liegt die Angebotsziffer in der Deutschschweiz praktisch flächendeckend bei weniger als 1.0%.

Sondereffekte verschärfen die Knappheit

Hinter dem markanten Rückgang ausgeschriebener Objekte vermuten wir einerseits Eigentümer, die angesichts stark steigender Preise mit dem Verkauf ihrer Objekte zuwarten, und andererseits ältere Wohneigentümer, die ihren Eintritt in Alters- und Pflegeheime wegen der COVID-19-Pandemie möglichst lange hinausschieben, sodass weniger Objekte angeboten werden. Im Jahr 2020 wurden beispielsweise 7000 weniger Eintritte in Alters- und Pflegeheime verbucht.

Vermarktungsaufwand nur leicht tiefer

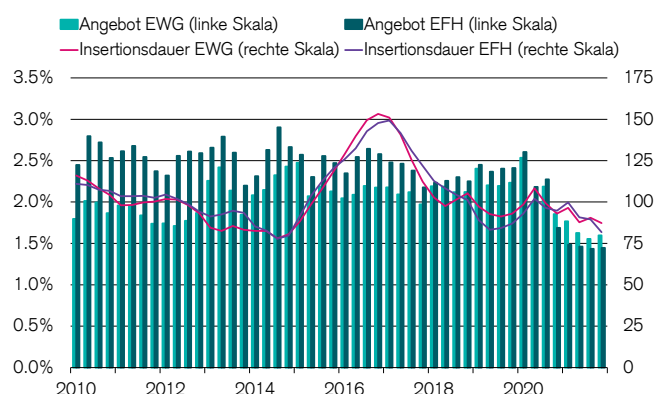
Im Gegensatz dazu ist die Insertionsdauer nur wenig gesunken. Eigentumswohnungen werden im Durchschnitt 87 Tage und Einfamilienhäuser 82 Tage ausgeschrieben. Dieser schwache Rückgang der Vermarktungsdauer bei gleichzeitig stark sinkendem Angebot mag erstaunen. Der Verkauf eines Eigenheims erfolgt jedoch nicht von heute auf morgen. Viele Verkäufer verkaufen nicht dem Erstbesten, zumal sich bei mehreren Interessenten höhere Verkaufspreise erzielen lassen.

Leerstände dürften 2022 erneut sinken

Das immer knapper werdende Angebot widerspiegelt sich in sinkenden Leerständen. Innert Jahresfrist ging die Leerstandsziffer bei Eigentumswohnungen von 0.55% auf 0.48% und bei Einfamilienhäusern von 0.61% auf 0.49% zurück. In absoluten Zahlen stehen 770 Eigentumswohnungen und 1152 Einfamilienhäuser weniger leer als im Vorjahr (Abb. 18). Sowohl in prozentualen als auch in absoluten Zahlen entspricht dies dem stärksten Rückgang der Leerstände seit Beginn der Datenreihe im Jahr 2003. 2022 dürften die Leerstände erneut sinken. Angesichts des bereits tiefen Niveaus ist das Potenzial für weitere Rückgänge in ähnlicher Grössenordnung jedoch beschränkt.

Abb. 17: Markanter Rückgang der ausgeschriebenen Objekte

Bestandsobjekte, Angebotsziffer in % des Bestands, Insertionsdauer in Tagen

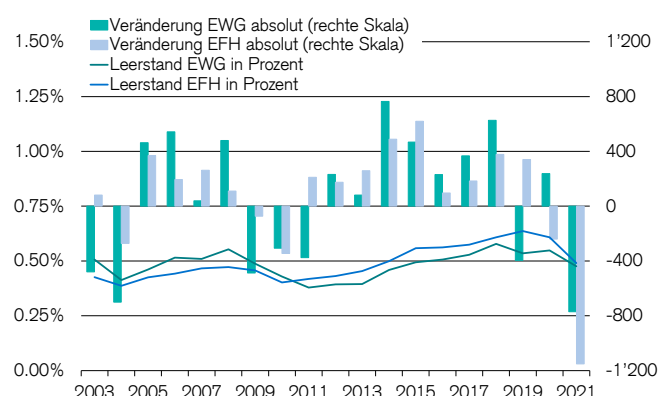


Quelle: Meta-Sys, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q4/2021

Abb. 18: Starker Rückgang der Leerstände trotz bereits tiefen Niveaus

Leerstand in % (linke Skala) und absolute Veränderung Leerstand (rechte Skala)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 06/2021

Flächendeckend tiefe Leerstände

In 54 der 110 Schweizer Regionen sind die Leerstände im Vergleich zum Vorjahr spürbar gesunken (Abb. 19). Leerstände von mehr als 1.0% liegen lediglich in den sechs Regionen Aigle, Pays d'Enhaut, Goms, Sierre, Martigny und Jura vor. Aber auch hier überschreiten sie nirgends das Niveau von 1.84%. In der Mehrheit der Tourismusregionen konnten die Leerstände ebenfalls deutlich abgebaut werden, da sich der Zweitwohnungsmarkt wieder belebt hat (Seite 19 ff. und Seite 22 ff.).

Ungewöhnlich starke Preisanstiege 2021

Das knappe Angebot sorgt für satte Preiszuwächse. Innert Jahresfrist sind die Preise von Eigentumswohnungen im mittleren Preissegment um 6.7% nach oben geschneit (Abb. 20). Bei Einfamilienhäusern fiel das Plus mit 8.3% noch höher aus. Der derzeitige Anstieg liegt in beiden Segmenten markant über dem langjährigen Mittel (EWG: 3.8%, EFH: 3.3%). Regional sehen wir derzeit flächendeckend Wachstumsraten von mehr als 2.2%. Würde das Preiswachstum nicht durch die strikten regulatorischen Finanzierungsanforderungen gebremst, läge es wohl noch höher.

Sattes Preiswachstum auch 2022 zu erwarten

Der anhaltende Nachfrageüberhang wird die Preise auch im laufenden Jahr anheben. Aufgrund des hohen Zuwachses im Vorjahr sowie der strikten Regulierung rechnen wir jedoch mit einer Verflachung des Preisauftriebs. Wir erwarten bei Eigentumswohnungen ein Plus von 5% und bei Einfamilienhäusern ein Plus von 5.5%.

Bieterverfahren tragen zum Preiswachstum bei

Zum Preiswachstum trägt darüber hinaus die wachsende Zahl von Bieterverfahren bei. Im Bieterverfahren wird ein Objekt für ein Mindestgebot inseriert, und Interessenten können in einer oder zwei Runden für das Objekt bieten. In einem von einem Nachfrageüberhang gekennzeichneten Markt kann damit die höchste Zahlungsbereitschaft abgeschöpft werden. Bis vor wenigen Jahren wurde das Bieterverfahren in der Schweiz nur vereinzelt eingesetzt.

Zunehmende Verbreitung des Bieterverfahrens

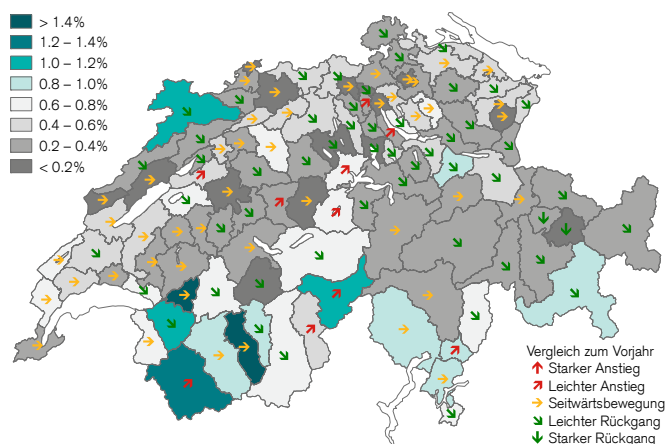
Infolge des verstärkten Nachfrageüberhangs seit Ausbruch der COVID-19-Pandemie hat sich das Verfahren jüngst jedoch stark verbreitet. In immer mehr Regionen wird gemäss unserer Schätzung ein Zehntel bis ein Drittel aller Bestandsobjekte (teils sogar deutlich mehr) auf diese Weise veräussert, und auch bei Neubauten kommt das Verfahren vermehrt zum Zuge. Dabei ist die Spannweite der Häufigkeit, mit der das Bieterverfahren eingesetzt wird, von Region zu Region und von Makler zu Makler gross. Auch beim Verfahren selbst zeigen sich Unterschiede: Während das Bieterverfahren oftmals klar strukturiert ist und im Inserat oder spätestens beim Erstkontakt auf dieses hingewiesen wird, werden Interessenten in anderen Fällen erst bei der Besichtigung entsprechend informiert. Verkäufer können Objekte aber auch ohne formales Bieterverfahren vielfach zu einem höheren Preis verkaufen, weil Interessenten wegen des knappen Angebots selbst bei Objekten mit inseriertem Fixpreis von sich aus mehr bieten.

Ungleichgewichte nehmen zu

Die starken Preisanstiege haben das Ungleichgewicht zwischen Einkommens- und Preisentwicklung akzentuiert. Diese Entwicklung wird voraussichtlich anhalten, weshalb der Ruf nach zusätzlichen Regulierungsmassnahmen lauter werden dürfte. Zusätzliche Massnahmen würden das Preiswachstum zwar wohl dämpfen, erst eine mehrmalige Erhöhung der Leitzinsen durch die Schweizerische Nationalbank dürfte aber zu einer merklichen Abkühlung der Nachfrage und zu einem Ende des Preiswachstums führen.

Abb. 19: Beinahe flächendeckend sehr tiefe Leerstände

Regionaler Leerstand Wohneigentum (EWG und EFH), in % des Bestands

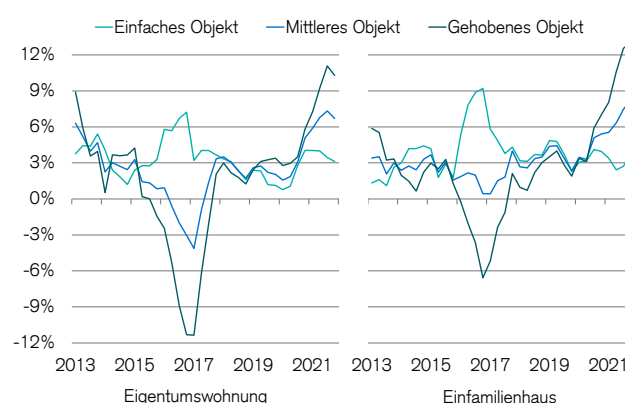


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 06/2021

Abb. 20: Preise mittlerer und gehobener Eigentumsobjekte stark im Plus

Jahreswachstumsraten nach Preissegment

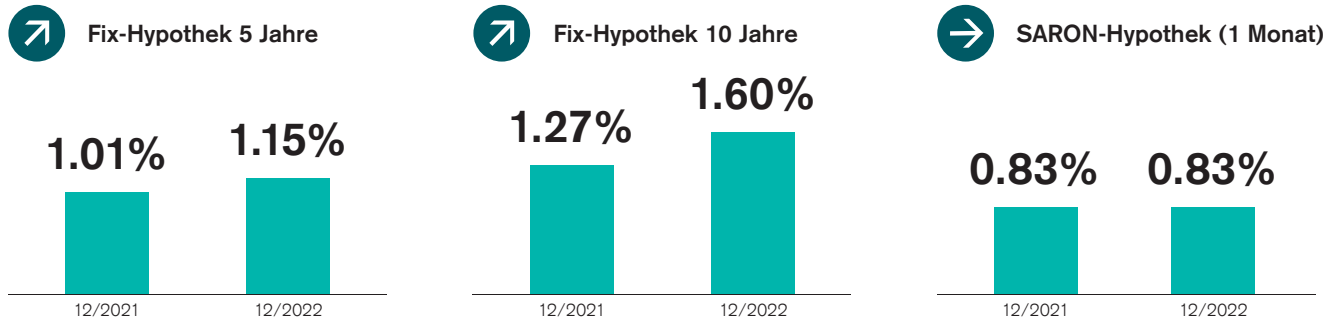


Quelle: Wüest Partner

Letzter Datenpunkt: Q4/2021

Eigentum hoch im Kurs

Hypothekarzinsen (Marktdurchschnitt)



Nachfrage

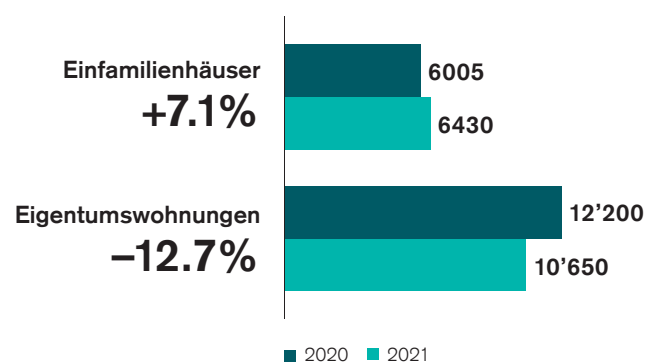


- Homeoffice kurbelt Nachfrage nach Eigentum an
- Haupttreiber bleiben die noch immer sehr tiefen Zinsen
- Die strikten Finanzierungsanforderungen bremsen

2022: Nachfrage bleibt hoch

Angebot

Baubewilligungen, in Anzahl Wohnungen

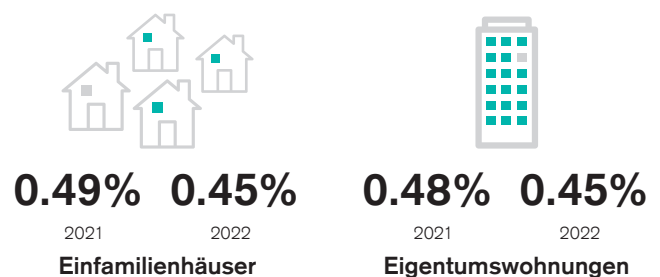


2022: Neubautätigkeit im anhaltenden Sinkflug

Leerstände

- Der hohen Nachfrage steht ein zu tiefes und weiter sinkendes Angebot gegenüber
- Nachfrageüberhang wird grösser

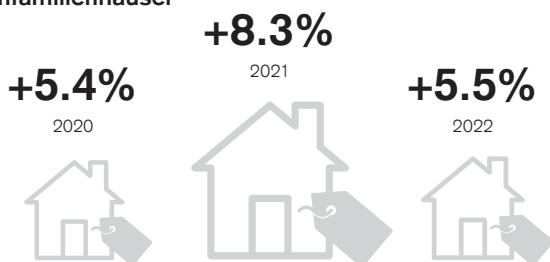
2022: Leerstände mit weiterem leichten Rückgang



Preiswachstum

Wachstum Transaktionspreise, in %

Einfamilienhäuser



Eigentumswohnungen



2022: Weiterhin hohes Preiswachstum, aber geringer als im Vorjahr

Comeback der Zweitwohnungen

Die COVID-19-Pandemie hat den Zweitwohnungsmarkt wachgeküsst. Nach Jahren stagnierender bzw. rückläufiger Preise zeichnet sich derzeit ein fulminanter Preisschub ab. Dieser ist dem starken Nachfrageanstieg seit Beginn der Corona-Krise sowie einem deutlich sinkenden Angebot – einer Spätfolge der Annahme der Zweitwohnungsinitiative – geschuldet.

Preisschub bei Zweitwohnungen

Mehrere Jahre lang bewegten sich die Zweitwohnungspreise kaum vom Fleck oder waren sogar rückläufig. Die COVID-19-Pandemie scheint nun wichtige Einflussgrössen des Ferienwohnungsmarktes zu verändern, sodass sich die Preise für Zweitwohnungen in der Schweiz seit einigen Quartalen spürbar beleben (Abb. 21). Im 4. Quartal 2021 schnellten die Preise von als Zweitwohnung genutzten Eigentumswohnungen (EWG) in touristischen Gemeinden im Vergleich zum Vorjahr um 12.8% nach oben. Noch höher war das Plus bei Einfamilienhäusern (EFH) mit 18.4%. Damit sehen wir derzeit bei Zweitwohnungen eine deutlich kräftigere Preisdynamik als bei Erstwohnungen. Bei Letzteren lassen sich gesamtschweizerisch mit 6.7% (EWG) und 8.3% (EFH) zwar ebenfalls stattliche Preiszuwächse beobachten, die aber im Vergleich zu denen bei Ferienwohnungen merklich tiefer ausfallen.

Nachholeffekt

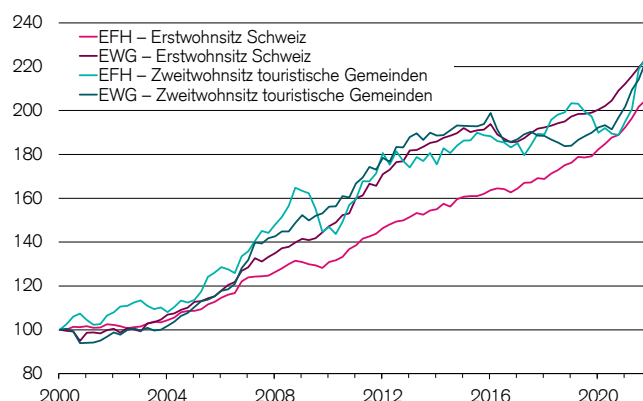
Neben einer besseren Marktsituation, die wir nachstehend im Detail betrachten, ist die gegenwärtig hohe Preisdynamik bei Zweitwohnungen zumindest teilweise auf einen Nachholeffekt zurückzuführen. Seit Annahme der Zweitwohnungsinitiative im Jahr 2012 sind die Preise von Zweitwohnungen klar hinter den landesweiten Eigentumspreisen zurückgeblieben. Eine langfristige Betrachtung des Preiswachstums ab dem Jahr 2000 zeigt indessen, dass die Preise von Zweitwohnungen ihren Rückstand jüngst wettmachen konnten und dass das aufsummierte Preiswachstum gleich hoch ist wie bei Eigentumswohnungen im Landesmittel (Abb. 21).

Preisschub in allen beobachteten Grossregionen

Aufgrund der beschränkten Zahl der Transaktionen sind keine Aussagen zur Preisentwicklung von Zweitwohnungen in den einzelnen Wirtschaftsregionen möglich. Zumindest für die touristisch geprägten alpinen Grossregionen lassen sich jedoch gewisse Erkenntnisse formulieren. Derzeit sehen wir in allen abgedeckten Regionen ein spürbares Preisplus bei Zweitwohnungen (Abb. 22). Im Vergleich zum Vorjahr lag das Preiswachstum bei Eigentumswohnungen im 4. Quartal 2021 zwischen 10% (Region Innerschweiz) und 14.6% (Region Graubünden). Bei Einfamilienhäusern liegen die entsprechenden Werte zwischen 13.4% (Graubünden) und 22.1% (Innerschweiz). Aussagen zu weiteren Gebieten mit Zweitwohnungen, wie etwa den Kantonen Tessin oder Waadt, sind nicht möglich.

Abb. 21: Starke Preiszunahme bei Zweitwohnungen

Preisindizes Eigentumswohnungen (EWG) und Einfamilienhäuser (EFH), mittleres Objekt

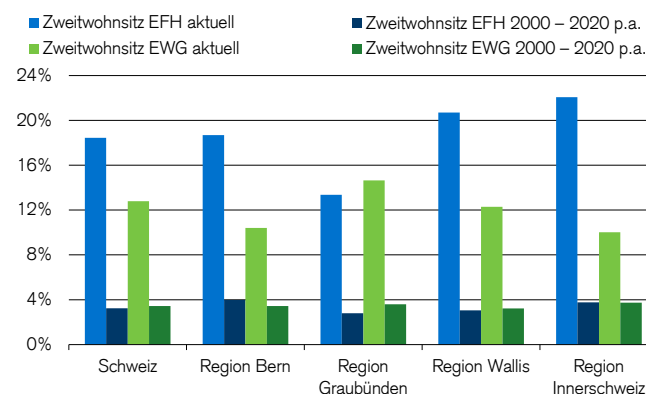


Quelle: Wüest Partner

Letzter Datenpunkt: Q4/2021

Abb. 22: Starke Preisreaktion in allen beobachteten Grossregionen

Jahreswachstumsraten in den alpinen Grossregionen, mittleres Objekt



Quelle: Wüest Partner

Letzter Datenpunkt: Q4/2021

Nachfrage nach Zweitwohnungen stark gestiegen

Getrieben wird das derzeitige Preiswachstum von der merklich höheren Nachfrage nach Ferienwohnungen. Eine Analyse von Such-Abonnements auf den verschiedenen Onlineplattformen liefert dazu interessante Erkenntnisse. Es kann zwar nicht unterschieden werden, ob Personen eine Erst- oder Zweitwohnung suchen, in Regionen mit mehrheitlich touristischer Prägung wird der Wohneigentumsmarkt aber in erster Linie durch Zweitwohnungen bestimmt. Folglich kann die Entwicklung der Such-Abos in diesen Regionen dennoch wertvolle Hinweise auf die Nachfrageentwicklung bei Zweitwohnungen geben.

Starke Zunahme der Such-Abos in Tourismusregionen

Im Oberengadin wird heute 88% häufiger nach Eigentumswohnungen gesucht als noch im Januar 2020 (Abb. 23). Ein ähnliches Bild zeigt sich beispielsweise auch in der Surselva (Laax, Flims) mit einem Plus von 48% oder in Mittelbünden (Lenzerheide) mit einem Plus von 38%. In vergleichbarem Ausmass hat sich die Objektsuche zudem in den Tourismusregionen der Kantone Bern (z.B. Oberland-Ost: +54%) und Wallis (z.B. Region Visp mit Saas-Fee und Zermatt: +69%) akzentuiert. Zwar sehen wir auch schweizweit einen deutlichen Anstieg der Such-Abonnements für Eigentumswohnungen. Dieser fällt im Mittel (+15%) jedoch weniger stark aus als in den klassischen Tourismusregionen. Im Verlauf des Jahres 2021 ging die Zahl der Such-Abonnements für Wohneigentum in vielen Tourismusregionen und auch im Landesmittel wieder etwas zurück. Das Niveau bleibt jedoch weiterhin sehr hoch.

COVID-19: Einer von mehreren Nachfragetreibern

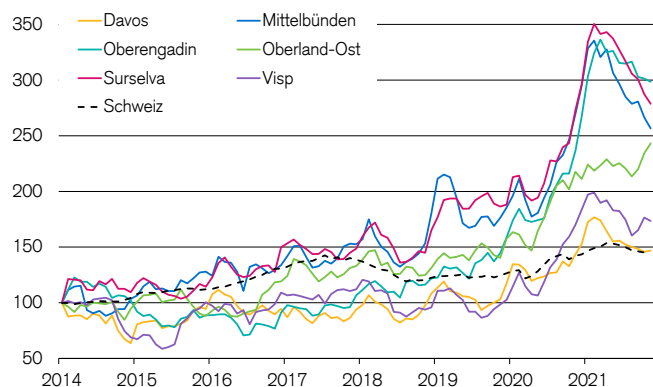
Eine wichtige Ursache für die hohe Nachfrage nach Ferienwohnungen ist die COVID-19-Pandemie. In den letzten beiden Jahren haben so viele Schweizer wie noch nie ihre Ferien in der Schweiz verbracht und die Schönheit der hiesigen Feriendestinationen (wieder-)entdeckt. Dies dürfte einige dazu bewogen haben, sich nach einer eigenen Ferienwohnung umzusehen. Hinzu kommt der Durchbruch von Homeoffice-Arbeitsmodellen. Letztere lassen sich gut mit Zweitwohnungen kombinieren, können doch nun nicht mehr nur die kurzen Wochenenden für einen Abstecher in die Ferienwohnung genutzt werden. Ferienwohnungen haben folglich stark an Attraktivität gewonnen. Mit dem Ende der Preisstagnation bieten Zweitwohnungen darüber hinaus auch wohlhabenden Sparern auf der Suche nach soliden Sachwerten eine Anlagealternative, mit der sich das Vermögen diversifizieren und sich dem wachsenden Druck vonseiten der Negativzinsen ausweichen lässt.

Zweitwohnungsangebot sinkt deutlich

Der hohen Nachfrage steht mittlerweile ein reduziertes Angebot gegenüber. In den touristischen Gemeinden wurden im 4. Quartal 2021 42% weniger Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser auf den diversen Onlineplattformen angeboten als im Durchschnitt der Jahre 2018/2019. Beide Eigentumsformen zeigen dabei ähnliche Rückgänge. Sogar die Angebotsziffer, die alle zum Kauf oder zur Miete ausgeschriebenen Wohnungen umfasst, ist in den Tourismusgemeinden seit dem Allzeithoch von 4.5% im 1. Quartal 2020 auf zuletzt 2.5% gesunken (Abb. 24). Im gleichen Zeitraum fiel die Angebotsziffer im Landesmittel lediglich von 4.4% auf 3.5%. Ein vergleichbares Bild zeigt die Entwicklung der Leerstände, die in den touristischen Gemeinden im Jahr 2017 mit 1.91% (Schweiz: 1.45%) ihren Höchststand erreicht hatten. Seither sinken die Leerstände, wobei der Rückgang insbesondere im letzten Jahr ausserordentlich stark ausfiel: Per 1. Juni 2021 lag die Leerstandsziffer in den touristischen Gemeinden mit 1.13% weit unter dem Mittel der Gesamtschweiz (1.54%).

Abb. 23: Starker Nachfrageanstieg in den Tourismusregionen

Nachfrageindizes Eigentumswohnungen; Index: 02/2014 = 100

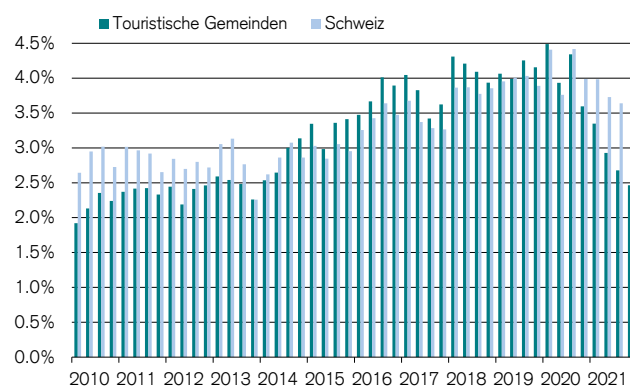


Quelle: Realmatch360

Letzter Datenpunkt: 12/2021

Abb. 24: Markanter Angebotsrückgang in touristischen Gemeinden

Angebotsziffer in % des Bestands (Wohneigentum und Mietwohnungen)



Quelle: Meta-Sys, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q4/2021

Folgen der Zweitwohnungsinitiative werden spürbar

Das knapper werdende Angebot ist nicht nur auf die höhere Nachfrage zurückzuführen. Eine wichtige Ursache sind auch die Konsequenzen der Annahme der Zweitwohnungsinitiative im März 2012 (vgl. Kapitel «Zehn Jahre Zweitwohnungsinitiative», auf Seite 22 ff.). Wegen der Initiative und ihrer anschliessenden gesetzlichen Regelung können heute mit wenigen Ausnahmen keine unbewirtschafteten Zweitwohnungen mehr erstellt werden. Für potenzielle Käufer von Zweitwohnungen sind folglich praktisch nur noch Bestandsliegenschaften auf dem Markt verfügbar. Bis vor wenigen Jahren sah die Situation noch anders aus: Nach Annahme der Zweitwohnungsinitiative kam es vielerorts zu einem Bauboom in letzter Minute, weil die Initiative nur ein kleines Zeitfenster für die Realisierung von Zweitwohnungen offen liess. Die anfängliche Rechtsunsicherheit und die starke Frankenaufwertung behinderten jedoch die Absorption der neu erstellten Zweitwohnungen, sodass ein Angebotsüberhang entstand. Dies führte zwischen Ende 2013 und 2018 fast zu einer Verdoppelung der Angebotsziffer (Abb. 24). Bereits vor Ausbruch der Pandemie war jedoch eine gewisse Belebung der Nachfrage festzustellen, was dazu beitrug, das Überangebot wieder abzubauen. COVID-19 hat diesen Prozess nun merklich beschleunigt.

Vermarktung dauert wieder deutlich weniger lang

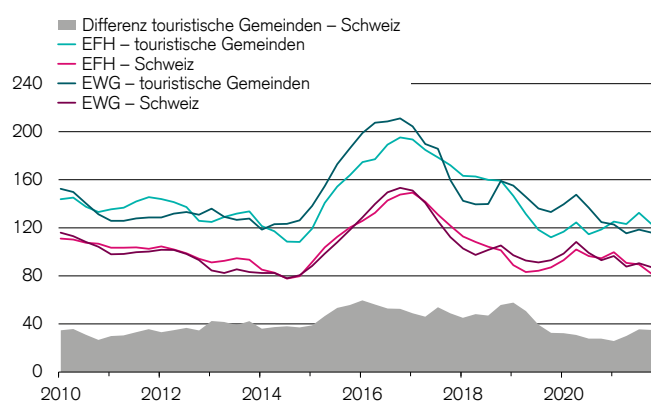
Der markante Angebotsrückgang widerspiegelt sich auch in einer schnelleren Vermarktung von Wohneigentum in den touristischen Gemeinden. Die mittlere Insertionsdauer hat sich bei Eigentumswohnungen seit 2016 beinahe halbiert und liegt noch bei 116 Tagen (Abb. 25). Ein ähnliches Bild zeigt sich bei Einfamilienhäusern, wo sich die Insertionsdauer von 195 auf 123 Tage verkürzte. In beiden Segmenten bleibt der Vermarktungsaufwand jedoch höher als im Landesmittel. Dies ist jedoch nichts Neues. Der Vermarktungsaufwand ist in touristischen Gemeinden wegen der vielen Zweitwohnungen schon immer höher gewesen, was unter anderem mit der grossen räumlichen Distanz zwischen potenziellen Käufern und Kaufobjekten zu tun hat. Die Differenz der Vermarktungsdauer bewegt sich mittlerweile jedoch wieder auf langfristig üblichen Niveaus.

Preise von Zweitwohnungen dürften weiter steigen

Die fehlende Neubautätigkeit dürfte den Zweitwohnungsmarkt auch in den kommenden Jahren prägen. Abbildung 26 zeigt, wie stark die Bautätigkeit in den Zweitwohnungsgemeinden abgenommen hat. Eine zunehmende Verknappung ist daher vorprogrammiert. Einzig die Tatsache, dass in den nächsten Jahren vermehrt Objekte der Babyboomer-Generation auf den Markt kommen oder in der Familie an die nächste Generation weitergegeben werden, dürfte die Angebotsverknappung etwas mildern. Weil wir davon ausgehen, dass das erhöhte Interesse an Zweitwohnungen anhalten wird, rechnen wir mit einem zunehmend ausgetrockneten Zweitwohnungsmarkt – zumindest solange das Tiefzinsumfeld anhält. Die Preise in den Tourismusregionen dürften daher weiterhin relativ kräftig zulegen und das schweizweite Wachstum der Wohneigentumspreise überflügeln.

Abb. 25: Zweitwohnungen werden wieder rascher verkauft

Insertionsdauer, gleitendes Mittel über vier Quartale

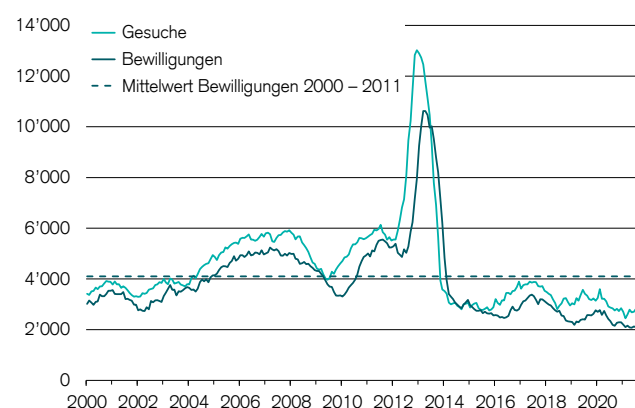


Quelle: Meta-Sys, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q4/2021

Abb. 26: Geringe Bautätigkeit in den Zweitwohnungsgemeinden

Baugesuche und -bewilligungen für Erst- und Zweitwohnungen (12M-Summen)



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 11/2021

Der langfristige kausale Effekt der Zweitwohnungsinitiative

Vor zehn Jahren, im März 2012, wurde die Zweitwohnungsinitiative (ZWI) von der Schweizer Stimmbevölkerung angenommen. Dr. Daniel Steffen hat sich intensiv mit den Folgen der Zweitwohnungsinitiative auseinandergesetzt. In diesem Gastartikel⁶ teilt er die Ergebnisse seiner Forschungsarbeit und wagt einen Ausblick auf die nächsten zehn Jahre.

Schicksalsträchtige Abstimmung im März 2012

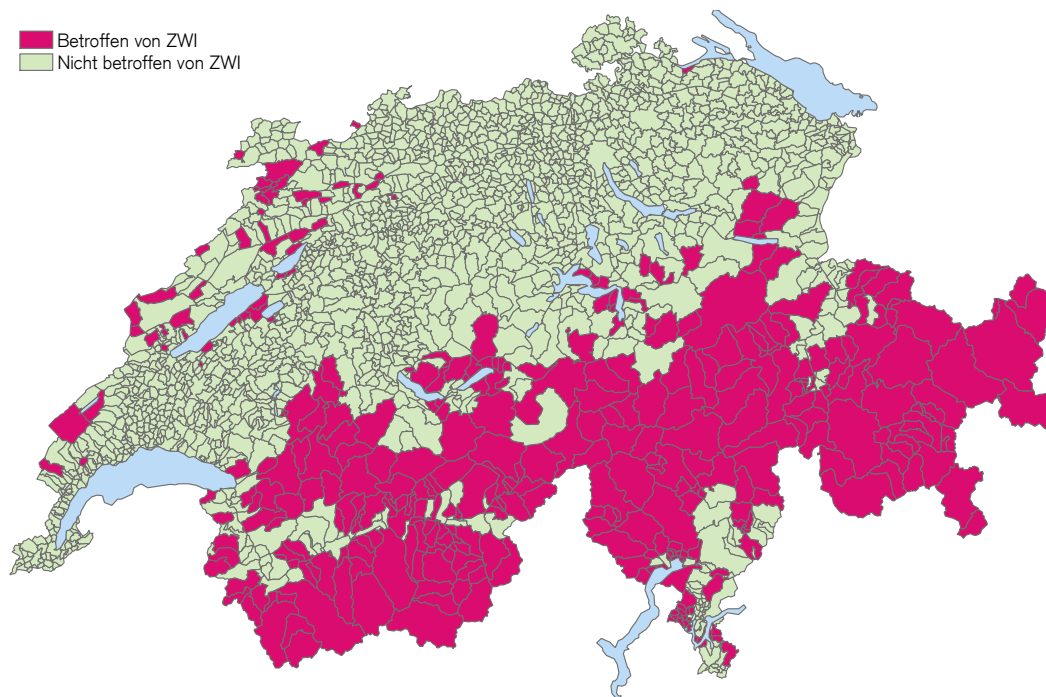
Vor fast genau einem Jahrzehnt wurden die Immobilienmärkte im Schweizer Alpenbogen über Nacht auf den Kopf gestellt: In Gemeinden mit einem Zweitwohnungsanteil von über 20% durften keine neuen Zweitwohnungen mehr erstellt werden. So wollte es die Initiative. Dieses Verbot traf vor allem die Gebirgskantone stark: Im Kanton Tessin fielen 59%, im Kanton Wallis 70% und im Kanton Graubünden 75% aller Gemeinden unter das Zweitwohnungsgesetz (Abb. 27). Zweitwohnungen waren in diesen Regionen wichtige Treiber des Immobilienmarktes und der lokalen Wirtschaft. Im Kanton Graubünden wird beispielsweise fast jede zweite Wohnung als Zweitwohnung genutzt. Aber auch schweizweit spielen Zweitwohnungen mit 16% des Wohnungsbestands eine nicht zu vernachlässigende Rolle. Damit besass die ZWI das Potenzial, regionale Immobilienmärkte durchzuschütteln und lokal auch in anderen Wirtschaftsbereichen für Turbulenzen zu sorgen. Es ist daher wichtig, die Auswirkungen von derart drastischen Regulierungen vertieft zu analysieren.

Wie können die Folgen der Initiative bestimmt werden?

Dabei stellt sich jedoch die Frage, wie der kausale Effekt einer derartigen Regulierung überhaupt gemessen werden kann. Schliesslich kann niemand beobachten, was in den betroffenen Gemeinden geschehen wäre, wenn es die ZWI nie gegeben hätte. Vor dieser grundlegenden Herausforderung steht die Ökonomie vielfach. Eine Lösung dafür bietet die kausale Inferenzstatistik, die aus empirischen Daten quantitative Kausalbeziehungen zu generieren versucht. Dabei soll eine hypothetische Situation dessen geschaffen werden, was ohne den Eingriff geschehen wäre. Das wird als «Kontrafakt» bezeichnet. Wie kann aber ein solches Kontrafakt geschaffen werden?

Abb. 27: Vor allem Gemeinden in den Alpen von der Zweitwohnungsinitiative (ZWI) betroffen

Gemeinden nach Zweitwohnungsstatus



Quelle: Bundesamt für Raumentwicklung, eigene Darstellung

Letzter Datenpunkt: 2021

⁶ Teile der hier dargestellten Forschungsergebnisse wurden im November 2021 im Swiss Real Estate Journal No. 23 veröffentlicht.

Synthetische Kontrollgemeinden dienen als Kontrafakt

Nicht betroffene alpine Gemeinden als Informationsquelle

Ein erster Gedanke könnte sein, die von der ZWI nicht betroffenen Gemeinden (*grün* in Abb. 27) im Sinne einer Kontrollgruppe als Kontrafakt heranzuziehen. Doch ein Blick auf Abbildung 27 zeigt, dass fast ausschliesslich ländliche und touristische Gemeinden in den Alpen von der ZWI betroffen sind, während sich die nicht betroffenen Gemeinden mehrheitlich im Mittelland befinden. Das von den grössten Schweizer Städten geprägte Mittelland bildet als Ganzes folglich keine verlässliche Kontrollgruppe und damit kein verlässliches Kontrafakt für die Berggemeinden. Es gibt jedoch viele einzelne Gemeinden, die nicht von der ZWI betroffen sind und trotzdem ähnliche Charakteristiken bezüglich Immobilienmarkt aufweisen wie die Zweitwohnungsgemeinden.

Bildung synthetischer Zwillingsgemeinden

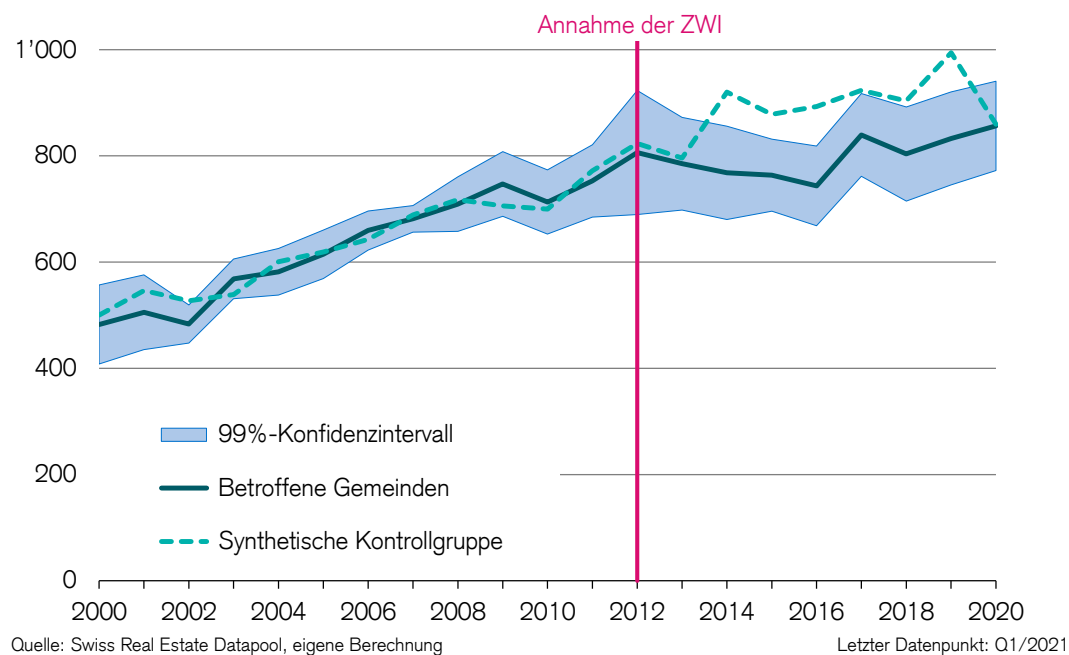
Eine statistische Methode namens *Synthetic Control Method* macht sich genau diese Ausgangslage zunutze. Für jede Zweitwohnungsgemeinde wird rein datengetrieben eine möglichst identische Zwillingsgemeinde aus nicht betroffenen Gemeinden konstruiert, eine sogenannte synthetische Kontrollgemeinde. Diese synthetische Kontrollgemeinde besteht aus einer gewichteten Kombination nicht betroffener Gemeinden und spiegelt die immobilienmarktrelevanten Charakteristika der Zweitwohnungsgemeinde möglichst genau wider – mit dem Unterschied, dass die synthetische Kontrollgemeinde eben nicht von der ZWI betroffen ist. Damit soll die synthetische Kontrollgemeinde Auskunft darüber geben, wie sich der Immobilienmarkt von betroffenen Gemeinden entwickelt hätte, wenn es die ZWI nicht gegeben hätte. Die synthetische Kontrollgemeinde für Zermatt besteht beispielsweise zu 96% aus den beiden (zumindest teilweise) vom Tourismus geprägten Gemeinden Ingenbohl (Brunnen) und Interlaken sowie Martigny und Genf.⁷

Preisverlauf der Nachbildung als Qualitätsmerkmal

Aus diesen einzelnen synthetischen Kontrollgemeinden wird eine gewichtete schweizweite Kontrollgemeinde berechnet. Die Nachbildung gilt als gelungen, wenn die (Preis-)Entwicklungen der betroffenen Gemeinden und der synthetischen Kontrollgemeinden vor der Annahme der Initiative möglichst ähnlich verlaufen. Abbildung 28 zeigt, dass die Preisentwicklung der synthetischen Kontrollgruppe im Vorfeld der ZWI-Abstimmung sehr ähnlich verläuft wie diejenige von betroffenen Gemeinden. Damit ist es gelungen, ein valides Kontrafakt zu schaffen bzw. eine valide Kontrollgruppe zu definieren.

Abb. 28: Starker vorübergehender Preiseinbruch

Preisentwicklung in CHF Tausend



⁷ Genf als zweitgrösste Stadt der Schweiz dürfte für den Vergleich mit Zermatt eine eher unerwartete Kandidatin sein. Genf kommt dabei aber wohl vor allem die Rolle zu, das Preisniveau der synthetischen Gemeinde auf jenes von Zermatt zu heben.

Auswirkungen der Zweitwohnungsinitiative

Starker Preisrückgang infolge der Zweitwohnungsinitiative

Entsprechend stellt die Differenz zwischen den beiden Gruppen *nach* der Annahme der ZWI im März 2012 den kausalen Effekt der Initiative dar. Abbildung 28 illustriert, dass direkt nach der Abstimmung im Jahr 2012 zunächst einmal nichts passierte. Die Preise beider Gruppen entwickelten sich bis 2013 weiterhin sehr ähnlich. Dies änderte sich ab 2014 aber deutlich: Die Preise in den betroffenen Gemeinden kamen markant tiefer zu liegen als in den synthetischen Kontrollgemeinden. Die ZWI führte damit zwischen 2014 und 2019 zu einem relativen Einbruch der Immobilienpreise in den betroffenen Gemeinden. Dieser Einbruch bewegte sich zwischen rund –20% und –10%. Im Durchschnitt lagen die Preise in den Jahren 2014 bis 2019 rund 16% tiefer, als sie gemäss Modell ohne ZWI zu stehen gekommen wären. Dies entspricht durchschnittlich etwa CHF 127'000 pro Wohneinheit.

Drei Ursachen für den Preiseinbruch

Dieser relative Preiseinbruch ist statistisch signifikant: Die Preise der synthetischen Kontrollgruppe bewegten sich von 2014 bis 2019 durchgehend ausserhalb des 99%-Konfidenzintervalls (siehe blaue Schattierung in Abb. 28). Die Wahrscheinlichkeit, dass es zufällig zu Preisdifferenzen in der Grössenordnung der Abweichungen zwischen 2014 und 2019 kam, ist also äusserst gering. Als Gründe für den Preiseinbruch lassen sich drei mögliche Wirkungskanäle identifizieren: Erstens die panikartige Flut an Last-Minute-Bauvorhaben, die anschliessend in ein Überangebot auf dem alpinen Zweitwohnungsmarkt mündete (siehe auch Seite 19 ff.). Zweitens die rechtliche Unsicherheit, bis das definitive Zweitwohnungsgesetz 2015 beschlossen wurde und Anfang 2016 in Kraft trat. Diese Unsicherheit liess die Zahl der Transaktionen sinken, wodurch Verkäufe aus Geldmangel stärker dominierten. Hiervon betroffene Objekte weisen typischerweise eine geringere Qualität und einen schlechteren Zustand auf, was zum Preisrückgang beitrug. Drittens der Stopp beim Bau von Zweitwohnungen, der empfindliche Umsatzrückgänge im Bausektor in den betroffenen Gemeinden auslöste und in Verbindung mit den Vermögenseinbussen von Landbesitzern die lokale Wirtschaft dämpfte. All dies führte zu erhöhter Arbeitslosigkeit und einer geringeren lokalen Nachfrage nach Wohnungen.⁸

Preisschere schliesst sich wieder

Auffallend ist, dass die entstandene Preisdifferenz im Jahr 2020 wieder wettgemacht werden konnte. Die Preise sind gemäss dem Modell wieder genau dort, wo sie ohne die ZWI zu liegen kommen würden. Dies ist einerseits wenig überraschend: Nach adversen Effekten ab 2014 kommt erstens die Verknappung des Angebots immer deutlicher zum Ausdruck, und zweitens stieg die Nachfrage nach Zweitwohnungen im Verlauf der Pandemie deutlich an (siehe Seite 19 ff.). Andererseits erfolgte der Preiseinbruch in der synthetischen Kontrollgruppe im Jahr 2020 unerwartet. Es könnte sich bei diesem Preiseinbruch auch um einen einmaligen Effekt handeln. Die Gemeinden Ingenbohl, Interlaken und Unterseen bilden gemeinsam 28% der synthetischen Kontrollgruppe, weisen im Datensatz im Jahr 2020 aber nur eine beschränkte Anzahl an Beobachtungen auf. Dadurch können einzelne Ausreisser in diesem Pandemiejahr verhältnismässig stark ins Gewicht fallen. Zum anderen wurden gerade Interlaken und Unterseen vom Ausbleiben der Reisegruppen während der Pandemie hart getroffen (wobei Zweitwohnungsgemeinden ebenfalls mehrheitlich auf den Tourismus ausgerichtet sind). In das Modell fliessen zudem nur bis im 1. Quartal 2021 erhobene Daten ein. Erst spätere Datenpunkte werden offenlegen, ob sich die Preisschere tatsächlich bereits geschlossen hat.

Ausblick nächstes Jahrzehnt: Ziele der ZWI können kaum simultan erreicht werden

Fixes Angebot trifft auf solide Nachfrage

Wie werden sich die Preise in betroffenen Gemeinden in den nächsten zehn Jahren entwickeln? Können die wichtigsten Ziele der ZWI – günstiger Wohnraum für Einheimische und das Verhindern der Zersiedelung – erreicht werden? Seit der Corona-Pandemie ist die überregionale Nachfrage spürbar gestiegen, was sich auch in zuletzt steigenden Preisen in Zweitwohnungsgemeinden widerspiegelt. Heute ist Wohnraum im Durchschnitt wieder so teuer, wie er es ohne ZWI wäre. Hält die Nachfrage nach Wohnraum in den Alpen weiterhin an – was aufgrund von vermehrten Homeoffice-Möglichkeiten sowie infolge des Bedürfnisses nach mehr Wohnraum und Ferien in der Heimat als wahrscheinlich erscheint –, dürften die Preise in betroffenen Gemeinden weiter steigen. Denn das Angebot an Wohnungen, die auch als Zweitwohnung genutzt werden können, wurde durch die ZWI eingefroren.

Steigende Preise vorprogrammiert – auch für Einheimische

Damit müssen Einheimische vermehrt mit der zahlungskräftigen überregionalen Nachfrage konkurrieren oder auf den (günstigeren) Markt neurechtlicher Wohnungen ausweichen. Diese Wohnungen wurden erst nach der Annahme der ZWI erstellt und dürfen nur als Erstwohnungen genutzt werden. Der neurechtliche Markt ist aber noch sehr klein und könnte eine wachsende lokale

⁸ Für eine ausführliche Diskussion der Ursachen des Preiseinbruchs siehe das Forschungspapier: Steffen, D. (2020): *The Effect of a Second Home Construction Ban on Real Estate Prices*, SRED Discussion Paper.

Nachfrage folglich längst nicht decken. Weichen Einheimische vermehrt auf den neurechtlichen Markt aus, sind zwei sich nicht ausschliessende Szenarien plausibel: Erstens kommt es entweder mittels Neubauten zur Ausweitung dieses noch kleinen neurechtlichen Bestands, wodurch es wiederum eine verstärkte Zersiedelung gäbe. Oder zweitens beginnen die Preise auch auf dem neurechtlichen Markt zu steigen. Infolge der Revision des Raumplanungsgesetzes fehlt wohl gerade in den Alpen vielerorts das Bauland, um den Bestand an neurechtlichen Wohnungen übermässig auszuweiten. Somit ist es wahrscheinlicher, dass Einheimische mit der internationalen Nachfrage auf dem altrechtlichen Markt konkurrieren und steigende Preise in Kauf nehmen müssen.

Ziele der ZWI dürften kaum erreicht werden

In jedem Fall scheint es also so, dass sich die beiden Ziele – bezahlbarer Wohnraum für Einheimische und Zersiedelungsstopp – unter der Prämisse einer anhaltend soliden Nachfrage im nächsten Jahrzehnt kaum beide erreichen lassen. Eine Gesetzeslücke, die es Einheimischen ermöglicht, altrechtliche Erstwohnungen teuer als Zweitwohnung zu verkaufen und dafür kurzerhand eine (vermeintlich) billigere zusätzliche neurechtliche Wohnung als Ersatz zu erstellen, setzt sogar einen zusätzlichen Anreiz zur Zersiedelung.⁹ Mit Blick auf die unerwünschten Nebeneffekte¹⁰, die mit der ZWI einhergingen, drängt sich die Frage auf, ob dem politisch legitimierten Willen der Gesellschaft nach bezahlbarem Wohnraum und Zersiedelungsstopp in Zweitwohnungsgemeinden nicht mit anderen, effektiveren und effizienteren Instrumenten nachzukommen wäre. Eine Möglichkeit wäre zum Beispiel eine Steuer auf Zweitwohnungen, die einerseits die Nachfrage dämpfen und andererseits den Gemeinden in Form von Steuereinnahmen auch etwas zurückgeben würde. Dieser Ansatz böte zudem eine gewisse Flexibilität – ganz im Gegensatz zum derzeit geltenden starren Verbot, das keine Rücksicht auf lokale Besonderheiten nimmt.

⁹ Die Initianten der ZWI haben zwar versucht, diese Gesetzeslücke zu vermeiden, was aber wiederum weitreichende Nebenwirkungen verursacht hätte.

¹⁰ Die Resultate verschiedener Studien legen nahe, dass die ZWI in den betroffenen Gemeinden unter anderem zu einem wirtschaftlichen Abschwung mit erhöhter Arbeitslosigkeit führte. Zudem muss Bauland, auf dem nur noch Erstwohnungen erstellt werden dürfen, abgewertet werden.

Resilienter Mietwohnungsmarkt

Die Mietwohnungsnachfrage zeigte sich von der Pandemie unbeeindruckt. Dank einer anhaltend starken Zuwanderung und einer kräftigen Konjunkturerholung dürften Vermieter auch 2022 von einer regen Nachfrage profitieren.

Zuwanderung bleibt eine Stütze der Wohnungsnachfrage

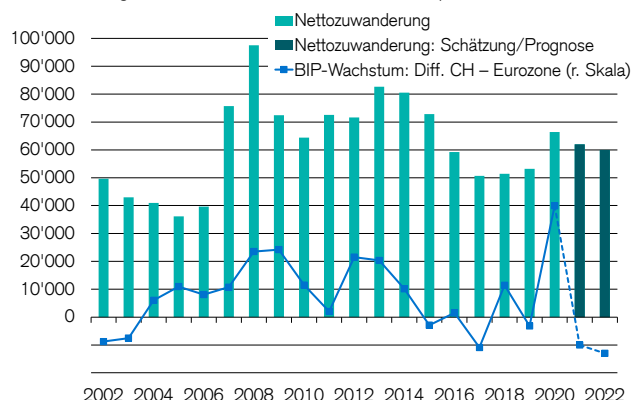
Mietwohnungen blieben auch in der Corona-Pandemie gefragt – hauptsächlich wegen einer anhaltend hohen Nettozuwanderung. Der vergleichsweise stabile Arbeitsmarkt und womöglich auch die im Ländervergleich moderaten COVID-19-Eindämmungsmassnahmen hatten 2020 dazu geführt, dass gegen 15'300 weniger Wegzüge aus der Schweiz registriert wurden als im Jahr vor Ausbruch der Pandemie. Dies bewirkte – Schweizer Bürger miteingerechnet – einen Anstieg des Wanderungssaldos um fast 25% auf 66'400 im Jahr 2020. Und auch im zweiten Corona-Jahr war eine rege Nettozuwanderung zu beobachten: Die Wegzüge stiegen zwar wieder, es waren aber auch wieder etwas mehr Zuzüge zu verzeichnen. Damit dürfte der Wanderungssaldo 2021 rund 62'000 betragen und das Vorkrisenniveau folglich trotz eines leichten Rückgangs erneut übertroffen haben (Abb. 29).

Eurozone wieder attraktiver für Wegzüge

Die auf hohem Niveau leicht rückläufige Zuwanderung geht einher mit einer Erholung der Volkswirtschaften der wichtigsten Herkunfts- und Zielländer. Die konjunkturelle Delle, welche COVID-19 in der Schweiz im ersten Pandemiejahr hinterliess, fiel mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 2.5% einiges moderater aus als in der Eurozone (–6.5%). Dementsprechend stärker präsentiert sich gegenwärtig in den EU-Ländern die Erholung, und die Wirtschaft in der Eurozone holt gegenüber der Schweiz wieder auf (Abb. 29). Dies führte 2021 zu einem Rückgang der Wanderungssaldi mit Ländern wie Frankreich und Italien, wozu aber auch eine geringere Zahl von Statuswechseln von der nichtständigen zur ständigen Wohnbevölkerung beitrug. Da 2020 wegen des wirtschaftlichen Einbruchs deutlich weniger Kurzaufenthalter in die Schweiz kamen, gab es zuletzt auch weniger Wechsel in den Status eines Aufenthalter (B-Bewilligung) oder Niederlassenen (C-Bewilligung).

Abb. 29: Nettozuwanderung dürfte über Vorkrisenniveau bleiben

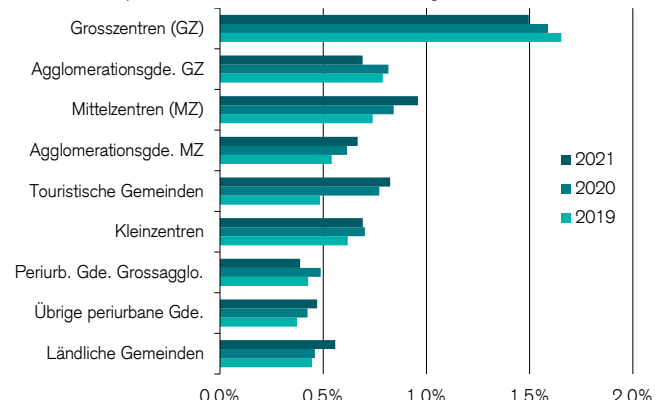
Wanderungssaldo ständige Wohnbevölkerung (ohne Registerkorrekturen, inklusive Schweizer Bürger); BIP-Wachstum: Differenz in Prozentpunkten



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Bundesamt für Statistik, Staatssekretariat für Wirtschaft, OECD, Credit Suisse
Letzter Datenpunkt: 11/2021

Abb. 30: Zuwanderung verteilt sich gleichmässiger über das Land

Wanderungssaldo ständige Wohnbevölkerung (ohne Registerkorrekturen): 12-Monats-Summen per Ende Oktober, in % der Bevölkerung



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse
Letzter Datenpunkt: 10/2021

Zuwanderung weniger auf Grosszentren fokussiert

In der Vergangenheit konzentrierte sich die Zuwanderung aus dem Ausland stark auf die Grosszentren und deren Agglomerationsgemeinden. Sie war einer der entscheidenden Treiber des Urbanisierungstrends der vergangenen 20 Jahre. 2019 etwa betrug der Anteil der Grossagglomerationen an der gesamten Nettozuwanderung noch 49.4%, während der Anteil dieser Zentren und Agglomerationsgemeinden an der Gesamtbevölkerung bei lediglich 30.5% lag. Im Verlaufe der Pandemie verteilte sich jedoch die Nettozuwanderung deutlich gleichmässiger über das Land, so dass der Anteil der Grossagglomerationen an der Zuwanderung 2021 nur noch 41.7% betrug. Mittelzentren, aber auch ländliche und vor allem touristische Gemeinden holten auf (Abb. 30). Es lässt sich folglich mit Blick auf die Entwicklung der internationalen Wanderungsströme ein ähnliches räumliches Muster beobachten wie bei den Binnenwanderungen (vgl. Kapitel «Pandemie

bremst Urbanisierung», Seite 7 ff.), obwohl der Hauptfokus weiterhin auf den Zentren liegt. Auffällig ist der starke Anstieg des Wanderungssaldos der touristischen Gemeinden, insbesondere in den Kantonen Wallis und Graubünden. Vermehrte Zuzüge von ausländischen Personen mit nicht standortgebundenen Tätigkeiten, die den strengeren Corona-Regeln in ihrer Heimat ausweichen wollten, könnten hierbei eine Rolle gespielt haben. Ausserdem scheinen einige im Tourismus und in tourismusnahen Branchen tätige Kurzaufenthalter wegen kurzfristig fehlender beruflicher Perspektiven in ihrer Heimat (oder in anderen ausländischen Tourismusdestinationen) die Krise in der Schweiz «ausgesessen» haben.

2022: Stabile Zuwanderung ...

Für 2022 rechnen wir erneut mit einer Nettozuwanderung von rund 60'000 Personen (Abb. 29). Die wirtschaftliche Erholung dürfte sich in der Schweiz fortsetzen, und das Beschäftigungswachstum sollte wieder Fahrt aufnehmen (Prognose 2022: +1.2%). Damit steigt der Bedarf an Arbeitskräften, sodass auch die Rekrutierung aus Drittstaaten voraussichtlich wieder zunehmen wird. Noch stärker dürfte sich indes die Eurozone erholen, was wohl dazu führen wird, dass wieder mehr Ausländer in ihr Heimatland zurückkehren und es gleichermassen wieder mehr Schweizer Bürger ins Ausland zieht. Unter dem Strich sollten sich diese Effekte etwa die Waage halten. Auch mittel- bis längerfristig dürfte die Zuwanderung die hiesige Wohnungsnachfrage stützen – nicht zuletzt auch wegen eines demografischen Effekts: Die geburtenreiche Babyboomer-Generation geht in Rente, weshalb in den nächsten Jahren viele Austritte aus dem Arbeitsmarkt erfolgen werden. Diese Austritte hinterlassen eine Lücke, die von den Neueintritten der jungen Generation nicht mehr geschlossen werden kann. Bis Ende dieses Jahrzehnts könnte diese Lücke auf jährlich bis über 10'000 Erwerbspersonen wachsen. Geschlossen werden dürfte sie erst wieder Mitte der 2030er-Jahre (Abb. 31).

... und anhaltend hohe Mietwohnungs- nachfrage

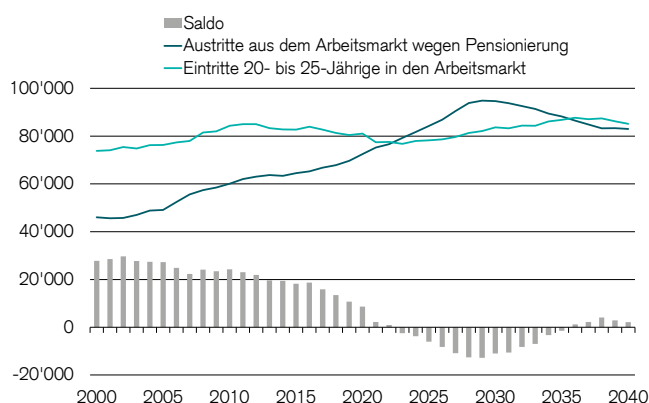
Auch die inländische Mietwohnungsnachfrage zeigt sich von der Pandemie wenig beeindruckt. Nach einem Einbruch in den ersten Monaten der Pandemie (Abb. 32) setzte rasch eine Erholung ein, die 2021 andauerte. Ein pandemiebedingter Sondereffekt dürfte die Mietwohnungsnachfrage ebenfalls gestärkt haben und noch immer stärken: Wegen der erhöhten Infektionsgefahr und der eingeschränkten Freiheiten sanken die Neueintritte in Alters- und Pflegeheime 2020 um rund 7000 Personen. Viele Senioren ziehen es wohl derzeit vor, möglichst lange in der eigenen Wohnung zu bleiben und auf sozialmedizinische Betreuungsangebote zu Hause zurückzugreifen. Insgesamt dürften 2021 rund 27'000 zusätzliche Mietwohnungen vom Markt absorbiert worden sein – ein Wert, der in dieser Grössenordnung auch im laufenden Jahr erreicht werden sollte.

Weitere Evidenz für Nachfragever- änderungen

Bereits in der letztjährigen Ausgabe dieser Studie konnten wir erste Belege dafür präsentieren, dass sich die Nachfrage infolge der Pandemie und des vermehrten Arbeitens von zu Hause in Richtung grösserer Wohnungen ausserhalb der Zentren verschiebt. Diese Entwicklung akzentuierte sich im vergangenen Jahr nochmals (vgl. Kapitel «Pandemie bremst Urbanisierung», Seite 7 ff.). Dies bestätigen unter anderem auf Such-Abos basierende Nachfrageindizes (Abb. 32). Ausserdem ist der Anteil der Mietwohnungshaushalte, die über keine Extrazimmer für etwaige Heimarbeit verfügen, mit gut 40% (Stand 2019) bei Haushalten mit zwei und mehr Bewohnern hoch (vgl. Kapitel Wohneigentum, Seite 12). Somit mehrten sich die Anzeichen dafür, dass die beobachteten Veränderungen der Nachfragestruktur auch über die Pandemie hinaus Bestand haben werden.

Abb. 31: Bald überwiegen die Austritte aus dem Arbeitsmarkt

Anzahl Erwerbspersonen (ab 2021 Schätzungen Credit Suisse); Pensionierung = Erreichen des ordentlichen AHV-Rentenalters

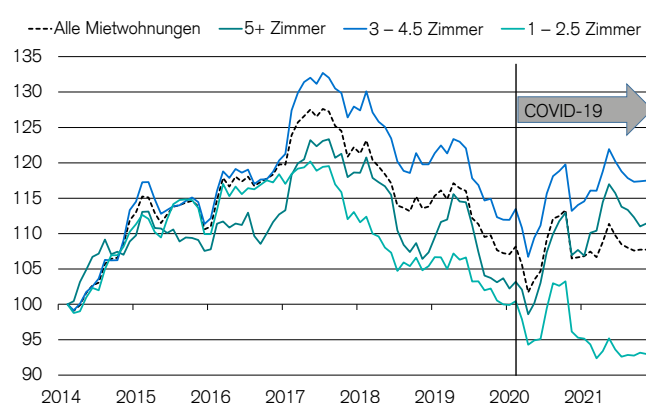


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2020

Abb. 32: Verlagerung der Nachfrage auf grössere Wohnungen

Nachfrageindizes Mietwohnungen: 02/2014 = 100



Quelle: Realmatch360, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 12/2021

Neubau bleibt hinter der Nachfrage zurück

Der Bau neuer Mietwohnungen bleibt in einer klaren Mehrheit der Regionen rückläufig und konzentriert sich verstärkt auf die Zentren und ihr Umland. Dies geht jedoch oft auf Kosten von Bestandsobjekten und erfolgt unter strengen behördlichen Auflagen, was den effektiven Nettozugang beschränkt.

Bautätigkeit nach wie vor rückläufig, ...

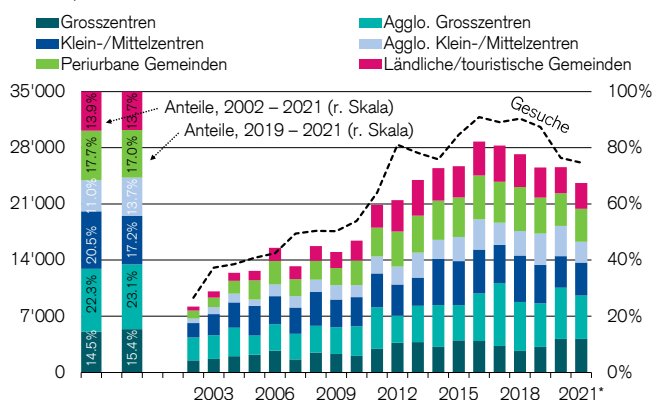
2021 lag die Zahl der schweizweit baubewilligten Mietwohnungen bei 23'800 und damit nochmals um knapp 2000 Wohneinheiten unter dem Niveau des Vorjahres (Abb. 33). Seit dem Höhepunkt im Jahr 2016 hat das jährlich bewilligte Neubauvolumen damit um 17.7% abgenommen. Die tatsächliche Bautätigkeit dürfte in den vergangenen zwei Jahren jedoch noch stärker zurückgegangen sein, als diese Zahlen suggerieren. Dies ist der COVID-19-Pandemie geschuldet: Infolge der Hygiene- und Distanzmassnahmen dürfte die Produktivität auf den Baustellen teilweise gesunken sein, und zuletzt waren verschiedenste Baumaterialien nur noch erschwert verfügbar.

... könnte mittelfristig jedoch wieder an Schwung gewinnen

Die Engpässe in den globalen Lieferketten dürften vorerst noch anhalten. Verbessert sich die Situation dereinst jedoch wieder, kann aufgrund der aufgestauten Aufträge ein zwischenzeitlicher Wiederanstieg der Bautätigkeit nicht ausgeschlossen werden. Insgesamt zeigt der Trend für die nächsten zwei Jahre jedoch noch nach unten. Längerfristig spricht allerdings einiges gegen eine Fortsetzung dieses Trends: Die Zahl neu geplanter Wohneinheiten (Gesuche, Abb. 33) hat sich im vergangenen Jahr stabilisiert, und die rege Wohnungsnachfrage sowie der noch immer anhaltende zinsbedingte Anlagenotstand sorgen für ein fortgesetzt hohes Anlegerinteresse an Mehrfamilienhäusern. Ein weiterer Rückgang der Mietwohnungsproduktion in Richtung von 20'000 oder weniger Wohneinheiten pro Jahr ist daher unwahrscheinlich, solange sich eine geldpolitische Trendwende nicht auch in der Schweiz abzeichnet. Gerade ausserhalb der Zentren, wo die Wohnungsnachfrage gegenwärtig steigt und beim Leerstand eine Trendwende eingesetzt hat, könnte der Mietwohnungsbau mittelfristig wieder mehr Schwung gewinnen.

Abb. 33: Baubewilligungen auf tiefstem Stand seit 2013

Baubewilligte Mietwohnungen (Neubau), nach Gemeindetyp (* 2021: 12-Monats-Summe per November 2021)

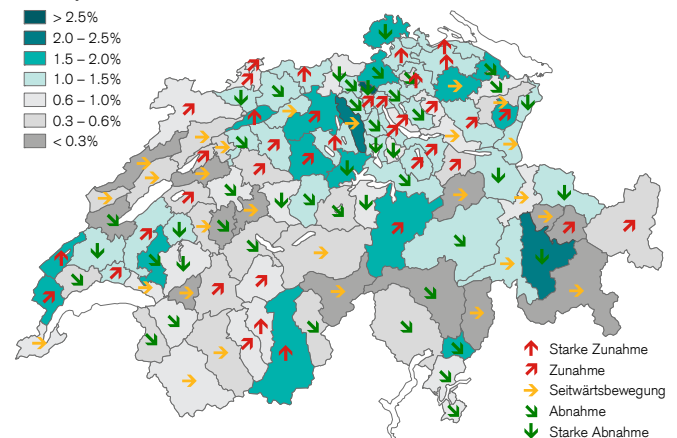


Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 11/2021

Abb. 34: Mietwohnungsbau in den meisten Regionen rückläufig

Erwartete Ausweitung des Mietwohnungsbestands 2022; Pfeile: Trend gegenüber dem Vorjahr



Quelle: Baublatt, Credit Suisse, Geostat

Letzter Datenpunkt: 10/2021

Fokus auf Grossagglomerationen bleibt vorerst bestehen

Der leichte Abbau der Überangebote ausserhalb der Zentren im vergangenen Jahr ist nicht nur der Verlagerung der Nachfrage zu verdanken, auch bei der Bautätigkeit liegt der Fokus wieder etwas stärker auf den Grosszentren und ihren Agglomerationsgemeinden (Abb. 33). Diese vereinten im vergangenen Jahr 40.7% des bewilligten Neubauvolumens auf sich (langfristiger Durchschnitt: 36.9%). Eine steigende Ausweitung gegenüber dem Vorjahr erwarten wir für 2022 jedoch nur noch in 38 der 110 Wirtschaftsregionen (Abb. 34). Darunter befinden sich allerdings auch einige

Regionen, die seit längerer Zeit durch Überangebotstendenzen auffallen. Zu nennen sind hier beispielsweise die Regionen Thal, Oberaargau, Leuk und Appenzell Innerrhoden. Im Gegensatz dazu zeichnet sich etwa im ebenfalls von Überangeboten geprägten Tessin eine allmähliche Beruhigung der Bautätigkeit ab.

Umbauprojekte generieren zusätzliche Wohnungen

Eine wachsende Zahl der neu gebauten Wohneinheiten entsteht nicht mehr auf der grünen Wiese, sondern im Bestand – sei es durch Umbau, Erweiterungen und Aufstockungen oder durch Abbruch und Ersatzneubau. 2019 wurden 13.2% des gesamten Reinzugangs¹¹ von fast 51'000 Wohneinheiten durch Umbauprojekte generiert (Abb. 35). Acht Jahre zuvor war dieser Anteil noch weniger als halb so hoch. Wichtigster Treiber für den Umba boom dürfte vor allem im urbanen Kontext die Bodenknappheit sein. Entsprechend war der Anteil von Umbauten am Reinzugang in den Jahren 2015 bis 2019 in den Gross- und Mittelzentren mit 15% beziehungsweise 16% am höchsten. Mit der Umsetzung des neuen Raumplanungsgesetzes ist Bauland jedoch auch in den ländlicheren Regionen zunehmend keine unerschöpfliche Ressource mehr. Viele Umbauprojekte dürften ausserdem im Zuge von energetischen Sanierungen realisiert werden, die infolge eines erhöhten Umweltbewusstseins und verschiedener Förderinstrumente seit Längerem Aufwind verspüren. Zuletzt wurden auch in Tourismusregionen vermehrt Umbauprojekte realisiert. Da das Zweitwohnungsgesetz den Neubau von Zweitwohnungen verhindert, fliesst hier viel Kapital in den altrechtlichen Bestand. Weil jedoch der Bau zusätzlicher Wohnungen im Rahmen von Umbau oder Ersatzneubau nur bei gleichbleibender Gesamtnutzfläche oder zwecks Erstellung von Erstwohnungen zulässig ist, ist der durch Umbauprojekte entstandene Nettozugang an Wohnungen hier nur leicht angestiegen.

Vermehrte Abbrüche in den Zentren ...

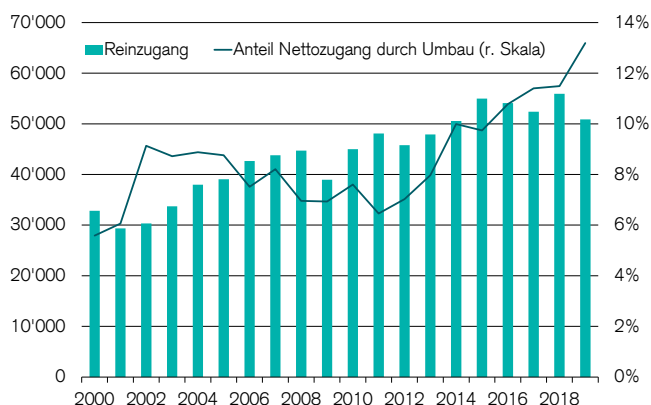
Vor allem dann, wenn noch Ausnützungsreserven vorhanden sind und der Zustand der bestehenden Bausubstanz hohe Investitionen nach sich ziehen würde, werden Ersatzneubauten oftmals gegenüber Renovationen oder Umbauprojekten bevorzugt. Entsprechend wuchs in den letzten Jahren auch die Zahl der Wohnungsabbrüche. In den Grosszentren kamen auf 100 Neubauwohnungen zwischen 2015 und 2019 18.5 Wohnungsabbrüche, wogegen in ländlichen und periurbanen Gemeinden nur 3.5 bis 4 Abbrüche erfolgten (Abb. 36). Die reine Betrachtung der Neubauvorhaben führt daher zu einer Überschätzung der erwarteten Ausweitung des Wohnungsbestands in den Zentren. Dieser Befund relativiert die oben beschriebene Verlagerung der Bautätigkeit in die Grossagglomerationen.

... und behördliche Widerstände relativieren die rege Projektierung

Ausserdem sahen sich in den letzten Jahren viele Grossprojekte in den Zentren mit starken Widerständen konfrontiert. In der Stadt Zürich beispielsweise liegen mehrere Projekte wegen der strengen Lärmschutzvorschriften des Bundes auf Eis. Mit seinen Entscheiden in den letzten Jahren hat das Bundesgericht eine strenge Auslegung des Lärmschutzes durchgesetzt. Summa summarum ist trotz nachfrageseitiger Verlagerungen und rege Projektierungstätigkeit vorerst nur mit einer leichten Entspannung auf den Wohnungsmärkten der Limmatstadt oder der beiden Grosszentren am Genfersee zu rechnen.

Abb. 35: Neue Wohnungen entstehen immer öfter durch Umbau

Jährlicher Reinzugang an Wohnungen (inkl. Eigentum, in Wohneinheiten) und Anteil am Reinzugang, der durch Umbauprojekte entstanden ist

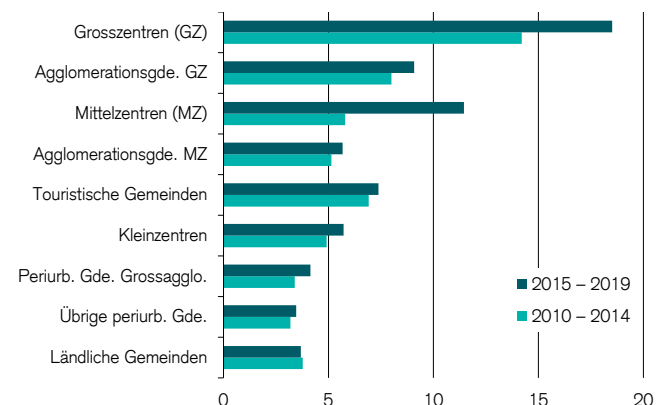


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2019

Abb. 36: Mehr Wohnungsabbrüche in den Zentren

Anzahl Wohnungsabbrüche pro 100 Neubauwohnungen



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2019

¹¹ Zugang an Wohneinheiten durch Neu- und Umbau, abzüglich Abgang durch Abbruch und Umbau

Der Mietwohnungsmarkt kriegt die Kurve

Eine gedrosselte Bautätigkeit und eine rege Nachfrage leiteten 2021 eine Trendwende auf dem Mietwohnungsmarkt ein, die sich in sinkenden Leerständen und kürzeren Vermarktungszeiten äussert. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen und sich zunehmend auch in den Mietpreisen niederschlagen.

Vorgezogene Trendwende

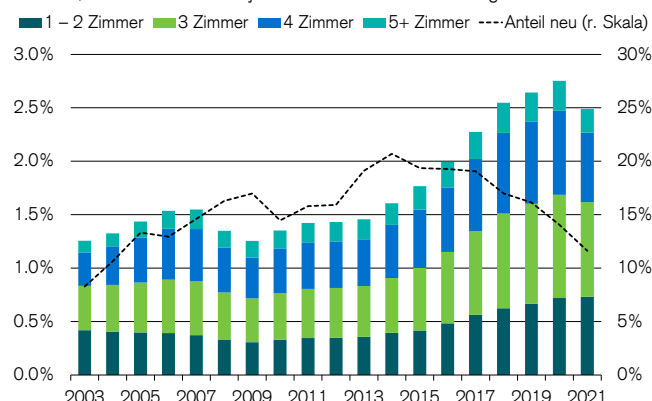
Der Mietwohnungsmarkt hat die Pandemie bisher weitgehend unbeschadet überstanden. Nirgends wird dies so deutlich wie bei der Leerwohnungsziffer, die – zur Überraschung der meisten Marktbeobachter – im vergangenen Jahr erstmals seit zwölf Jahren gesunken ist, und dies erst noch deutlich (von 2.75% im Vorjahr auf zuletzt 2.49%, Abb. 37). Ermöglicht wurde dieser Rückgang durch die Kombination einer soliden Nachfrage mit einer rückläufigen Bautätigkeit. Dabei dürften Corona-Effekte die Abschwächung der Bautätigkeit temporär noch verstärkt haben.

Leerstand verlagert sich von grossen zu kleinen und von dezentralen zu zentralen Wohnungen

Auch die Leerstandsstruktur offenbart Interessantes, widerspiegelt sie doch den nachfrageseitig beobachteten Trend in Richtung grösserer Wohnungen an weniger zentralen Standorten. So stieg die Zahl der leeren Mietwohnungen in den Grosszentren 2021 ausgehend von tiefen Niveaus um 17.3% an, während in allen anderen Gemeindetypen ein Teil des Leerstands abgebaut wurde. Besonders deutlich manifestierte sich dies in den periurbanen Gemeinden um die Grosszentren (-17.1%) sowie in den touristischen Gemeinden (-28.1%). Erstere Gemeinden profitierten dabei von den verstärkten Wegzügen aus den Agglomerationskernen, während die touristischen Gemeinden auch von einer erhöhten Nachfrage aus dem Ausland profitiert haben dürften. Ebenfalls sichtbar wird die Nachfrageverschiebung hin zu grösseren Wohnungen (Abb. 37). Bei den Kleinwohnungen mit maximal zweieinhalb Zimmern stieg der Leerstand um weitere 3.1%, wogegen er bei den grösseren rückläufig war. So standen 2021 im Vergleich zum Vorjahr 16% weniger 4-Zimmer-Wohnungen sowie sogar über 20% weniger Wohnungen mit fünf und mehr Zimmern leer. Ausserdem sank der Anteil der Neubauwohnungen am Gesamtleerstand auf 11.6% und damit auf den tiefsten Wert seit 17 Jahren. Nebst der Beliebtheit neuer Objekte ist dies auch der sinkenden Bautätigkeit zuzuschreiben.

Abb. 37: Grössere und neue Wohnungen stehen seltener leer

Leerwohnungsziffer Mietwohnungen (nach Anzahl Zimmer), in % des Mietwohnungsbestands, und Anteil Neubauobjekte am Total der Leerwohnungen

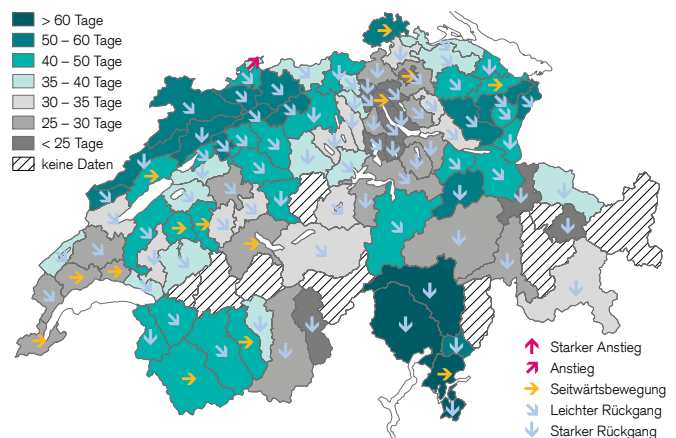


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 01.06.2021

Abb. 38: Vermarktung ausserhalb Zentren wird etwas einfacher

Insertionsdauer Mietwohnungen, 2021 (Pfeile: Veränderung zum Vorjahr)



Quelle: Meta-Sys, Credit Suisse, Geostat

Letzter Datenpunkt: Q4/2021

Sinkende Insertionszeiten ausserhalb der Zentren

Die Entwicklung der Insertionsdauer, also der Zeitspanne, während der eine Wohnung zur Vermietung ausgeschrieben ist, bestätigt obigen Befund. Schweizweit sank die Insertionsdauer von Mietwohnungen zwischen 2020 und 2021 (Jahresmittel) von 42.5 Tagen auf 37.5 Tage. Ein Rückgang gegenüber dem Vorjahr um mindestens zwei Tage war dabei in 86 der 101 Regionen, für

die wir die Insertionsdauer errechnen konnte, zu verzeichnen (Abb. 38). Anstiege um über zwei Tage verzeichnete nur die Region Basel-Stadt. In den übrigen Regionen um die Gross- und Mittelzentren tendierte die Vermarktungsdauer zumeist seitwärts. Eindrücklich ist auch der Rückgang in den touristischen Regionen im Oberwallis und Graubünden, wo die Insertionszeiten im vergangenen Jahr teilweise ähnlich tiefe Werte wie im äusseren Agglomerationsgürtel Zürichs und am Genfersee erreichten. Daraus lässt sich ableiten, dass die Aufweichung der Trennung von Wohnen und Arbeiten nicht nur die Nachfrage nach Zweit-Wohneigentum in den touristischen Alpenregionen fördert, sondern dort auch vermehrt zur Anmietung von Wohnungen mit der Absicht führt, diese zu Arbeits- und Freizeit Zwecken zu nutzen.

Stärkstes Mietpreiswachstum in ländlichen Kantonen

Der Umstand, dass die Erosion der Marktmacht der Vermieter in vielen Regionen ausserhalb der Zentren gestoppt wurde, scheint sich auch allmählich in der räumlichen Struktur der Mietpreisentwicklung zu widerspiegeln (Abb. 39). Gemäss den Auswertungen von Homegate verzeichneten eher ländliche oder touristisch geprägte Kantone wie Graubünden (+4.7%), Uri (+2.7%), Nidwalden (+2.5%), Aargau (+2.1%) oder auch Wallis (+1.4%) im vergangenen Jahr ein deutliches Plus bei den Mietpreisen, und zwar sowohl absolut als auch im Vergleich zu den Wachstumsraten des Vorjahres. In den Kantonen Genf (-1.3%) und Zug (-2.9%) tendierten die Preise dagegen abwärts.

Aufwärtstendenz bei den Mieten

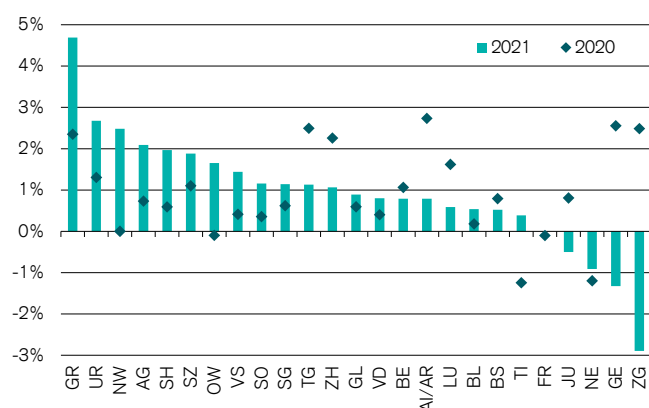
Schweizweit entwickeln sich die verschiedenen Mietpreisindizes – je nachdem, ob sie Angebotsmieten, Abschlussmieten oder die Mietpreisbelastung eines durchschnittlichen Haushalts messen (Mietpreisindex des Bundesamts für Statistik) – weiterhin unterschiedlich (Abb. 40). Den verschiedenen Indizes gemein ist jedoch, dass die Wachstumsraten zuletzt eine Aufwärtstendenz signalisierten. Der Mietpreisindex des Bundesamts für Statistik weist mit einem Plus von 1.3% per Ende 2021 sogar den höchsten Zuwachs seit dem 1. Quartal 2014 aus.

2022: Erholung des Mietmarktes dürfte sich fortsetzen

Wir erwarten, dass sich die Erholung der Mietpreise ausserhalb der Zentren im laufenden Jahr fortsetzen wird. Die Angebotsmieten dürften jedoch nochmals leicht zurückgehen (-1.0%), weil in den Zentren der Mietpreisdruck abnimmt und vielerorts noch immer signifikante Überangebote vorhanden sind. Da wir innerhalb der nächsten zwölf Monate keine Leitzinserhöhung seitens der Schweizerischen Nationalbank erwarten, rückt eine weitere Reduktion des Referenzzinssatzes von 1.25% auf 1.00% zusehends in den Bereich des Möglichen. Dazu müsste der massgebliche Durchschnittszinssatz noch um weitere 9 Basispunkte zurückgehen, was wohl frühestens im letzten Quartal 2022, eher aber erst 2023 eintreten könnte. Da wir mit einer stabilen Entwicklung der Nachfrage rechnen, gehen wir davon aus, dass die Leerwohnungsziffer erneut sinken wird, jedoch in etwas schwächerem Ausmass (von 2.49% auf 2.30%) – auch weil sich die Bautätigkeit aufgrund der vollen Pipeline temporär wieder etwas beleben könnte. Insgesamt dürfte der Mietwohnungsmarkt die Kurve gekriegt haben. Sowohl der Angebotsüberhang als auch die Stadt-Land-Divergenzen sind etwas kleiner geworden, jedoch noch lange nicht abgebaut. Eine ausbleibende geldpolitische Wende könnte mittelfristig ausserdem zu einem Wiederanstieg der Bautätigkeit und – besonders in Kombination mit einer schwachen Konjunktur – einem erneuten Aufbau von Überangeboten führen.

Abb. 39: Mietpreiswachstum verlagert sich in ländliche Kantone

Angebotsmieten: Jahreswachstumsraten nach Kanton

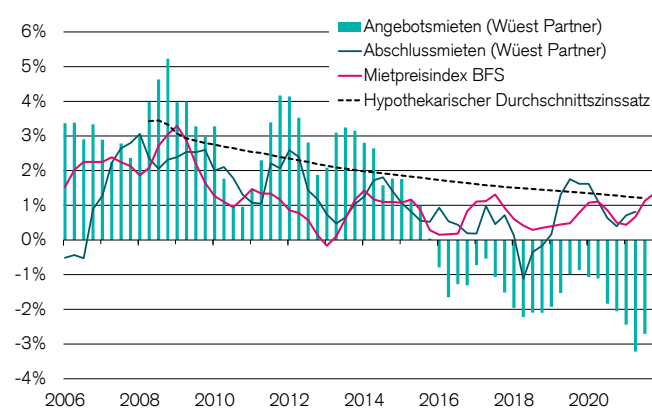


Quelle: Homegate, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 12/2021

Abb. 40: Erste Anzeichen einer Trendwende bei den Mieten

Jahreswachstumsraten Mietpreisindizes und Entwicklung Durchschnittszinssatz



Quelle: Bundesamt für Statistik, Wüest Partner, Bundesamt für Wohnungswesen, Credit Suisse
Letzter Datenpunkt: Q4/2021

Die Zeichen stehen auf Erholung

➔ Nachfrage

Nettozuwanderung



- Nettozuwanderung übertrifft Vorkrisenniveau erneut
- Stabilisierung in Zentren unterhalb des Vorkrisenniveaus

2022: Nachfrage bleibt dank anhaltender Konjunkturerholung auf hohem Niveau stabil

↘ Angebot

Baugesuche



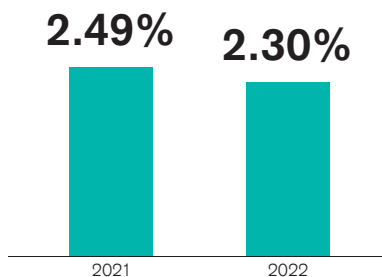
Baubewilligungen



- Anzahl baubewilligter Mietwohnungen sinkt weiter
- Stabilisierung bei den Neubau-Baugesuchen

2022: Nur leichter Rückgang der Ausweitung; teilweise Auftragsrückstand aufgrund der COVID-19-Pandemie

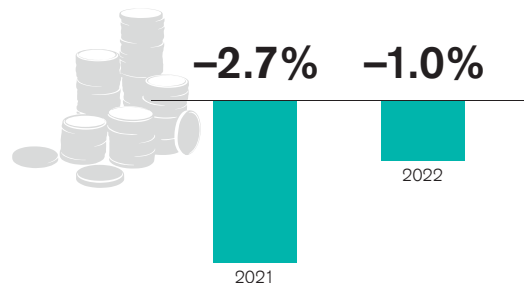
↘ Leerstände In % des Mietwohnungsbestands



- Rückgang um weitere 3000 bis 4000 Wohnungen
- Leichter Anstieg der Leerstände in den Grosszentren

Leerstände sinken mit gedrosseltem Tempo

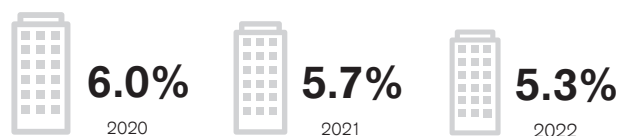
↘ Mietpreise Wachstum Angebotsmieten, in %



- Nachlassendes Preiswachstum in den Zentren
- Weniger Regionen von Preiserückgängen betroffen

Druck auf Angebotsmieten nimmt deutlich ab

↘ Angebotsquote In % des Mietwohnungsbestands



- Rückgang der Angebotsquote auf 5-Jahres-Tief
- Sinkende Vermarktungszeiten ausserhalb der Zentren

Stärkster Angebotsrückgang bei grösseren Wohnungen an den Agglomerationsrändern und auf dem Land

↘ Performance Gesamtrendite von Wohnrenditeliegenschaften



- Leicht tiefere Risikoprämien ausserhalb der Grosszentren
- Mittlere Netto-Cashflow-Rendite sinkt auf 3.0%

Anlagedruck bleibt hoch und dürfte eher noch zunehmen

Diese Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

Wenn Algorithmen bewerten

Wohneigentum wird in der Schweiz schon seit mehr als 20 Jahren mit Algorithmen bewertet. Moderne Machine-Learning-Methoden können die Schätzungsgenauigkeit nochmals leicht verbessern. Dies geht jedoch auf Kosten der Transparenz und Stabilität.

Machine Learning gewinnt stark an Bedeutung

Machine Learning, also das maschinelle Lernen, hat im letzten Jahrzehnt in vielen Bereichen unseres Lebens stark an Bedeutung gewonnen. Wichtiger Treiber hierfür war die stark gestiegene Rechenleistung moderner Computer. Heute schlagen Computer die weltbesten menschlichen Spieler bei Brettspielen wie Schach und Go, Gesichter in den sozialen Netzwerken werden problemlos identifiziert, und Algorithmen helfen in der Medizin, Tumore besser zu erkennen als Ärzte. Seit 2014 hat der Begriff Machine Learning (ML) stark an Bekanntheit gewonnen: Er wird heute in der Internetsuche mehr als doppelt so häufig verwendet wie der breit gefasste Begriff der Datenanalyse (Abb. 41).

Unüberwachtes und überwachtes Machine Learning

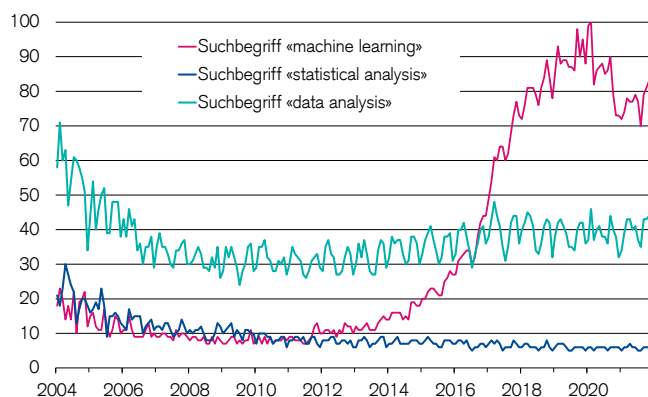
Doch was ist Machine Learning? Machine Learning ist ein Teilbereich der künstlichen Intelligenz, der darauf abzielt, anhand von selbsterkannten Mustern in Daten mit einem Algorithmus Erkenntnisse abzuleiten. Es werden hierfür (zumeist) grosse Datenmengen analysiert, um etwa Prognose-, Clustering- und Klassifikationsaufgaben zu lösen. Dabei lernt der Algorithmus auf Basis der bestehenden Daten und kann dadurch seine Genauigkeit verbessern.¹² Formal wird eine Verlustfunktion minimiert, z.B. die Gesamtdifferenz zwischen Preisprognose und tatsächlichem Preis. Es kann zwischen überwachtem und unüberwachtem Methoden unterschieden werden. Im unüberwachten Lernen finden Algorithmen Muster in Daten, ohne dass eine Output-Variable vorgegeben wird. Im Gegensatz dazu werden im überwachten Lernen Input- und Output-Variablen definiert. Der Algorithmus versucht bei diesem Ansatz, den Output anhand der Input-Variablen bestmöglich herzuleiten.

Machine Learning gibt es schon seit Jahrzehnten

Trotz eines Popularitätsschubs in jüngster Zeit sind viele ML-Methoden alles andere als neu. Einige der in diesem Feld etablierten Ansätze sind schon mehrere Jahrzehnte alt, sie konnten aber in der Praxis wegen der fehlenden Rechenleistung während langer Zeit kaum oder nur sehr eingeschränkt genutzt werden. Im letzten Jahrzehnt ermöglichten jedoch verbesserte und insbesondere spezifisch auf Machine Learning optimierte Hardware-Lösungen in dieser Hinsicht grosse Fortschritte.

Abb. 41: Machine Learning hat stark an Popularität gewonnen

Häufigkeit der Suchbegriffe von weltweiten Suchen; Index: 100 = maximaler Wert

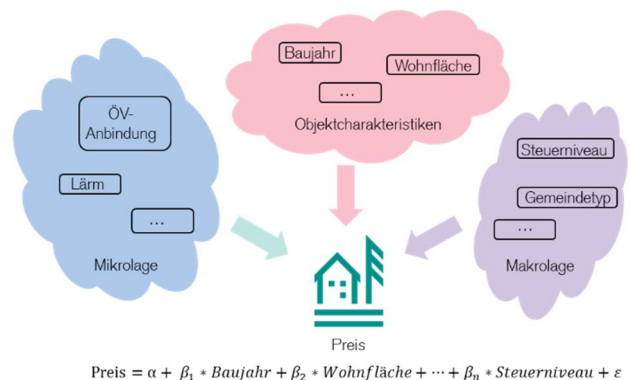


Quelle: Google Trends

Letzter Datenpunkt: 11/2021

Abb. 42: Visualisierung eines hedonischen Preismodells

Schematische Darstellung



Quelle: Credit Suisse

¹² Es gibt eine Vielzahl von Definitionen von Machine Learning. In Bezug auf ökonomische Fragestellungen siehe beispielsweise: Athey, S. (2019): The Impact of Machine Learning on Economics. In: Agrawal, Gans & Goldfarb (eds.) The Economics of Artificial Intelligence: An Agenda. University of Chicago Press.

Hedonische Modelle zählen zu den überwachten Methoden

Andere ML-Methoden werden indessen schon seit Jahrzehnten erfolgreich in der Praxis eingesetzt, sind sie doch beispielsweise in der Immobilienbewertung seit Langem etabliert. Hedonische Preismodelle zählen als multivariate Regressionsmodelle ebenfalls zum Bereich der überwachten ML-Methoden. Ein hedonisches Immobilienpreismodell erklärt den Preis einer Immobilie anhand der Objektcharakteristiken sowie der Mikro- und Makrolage. Dabei optimiert der Algorithmus die Modellierung so, dass der Schätzfehler möglichst gering ausfällt. Im Gegensatz zu vielen anderen ML-Methoden wird dem Algorithmus bei hedonischen Modellen in der Praxis jedoch häufig nicht blind vertraut. Um die Modelle für die praktische Anwendung zu optimieren, fliessen theoretische Erkenntnisse zum Zusammenspiel der einzelnen Immobilienmarktindikatoren sowie Expertenwissen direkt in die Modellierung mit ein (Abb. 42).

Schweiz als Vorreiter bei hedonischen Modellen

Bei der praktischen Anwendung hedonischer Modelle zur Immobilienbewertung spielte die Schweiz eine Vorreiterrolle. Das 1994 gegründete Unternehmen IAZI entwickelte Mitte der 1990er-Jahre zusammen mit sechs Banken, darunter auch die Credit Suisse, das erste hedonische Modell für eine Bewertung von Wohneigentum, das in grossem Stil eingesetzt wurde. Auslöser hierfür war die Immobilienkrise in den 1990er-Jahren, die aufzeigte, wie wichtig systematisch aufbereitete Daten zum Immobilienmarkt sind. Damals stand ein Grossteil der Daten noch nicht maschinenlesbar zur Verfügung und musste zuerst in der gewünschten Form aufbereitet werden. Nach rund anderthalb Jahren Entwicklungszeit konnte das Modell ab 1996 von den Banken in der Praxis genutzt werden.

Hedonische Preisindizes verbessern Transparenz

Damit übernahmen ab 1996 immer häufiger Computer anstelle von Menschen die Bewertung von Wohneigentum in der Schweiz. Es erstaunt kaum, dass dies bei vielen etablierten Immobilienschätzern und Verbänden anfangs auf Ablehnung stiess. Mittlerweile haben sich die hedonischen Modelle bei der Bewertung von Wohneigentum jedoch als Standard durchgesetzt, sodass auch bei kleineren Renditeliegenschaften vermehrt auf die computergestützte Schätzmethode zurückgegriffen wird. Dabei wurden die Modelle seit ihrer Einführung kontinuierlich verbessert, und eine wachsende Anzahl von Anbietern stellt solche bereit. Dank dieser Entwicklung stehen heute quartalsweise publizierte Preisindizes auf regionaler und nationaler Ebene zur Verfügung. Dies hat die Transparenz auf dem Schweizer Immobilienmarkt spürbar verbessert.

Forschung konzentriert sich auf neue Machine-Learning-Algorithmen

Der Erfolg der hedonischen Modelle und die bessere Verfügbarkeit von Immobiliendaten haben der Immobilienmarktforschung in der Schweiz weiteren Aufschwung gegeben. Das Forschungsinteresse verlagert sich jedoch hin zu neuen ML-Algorithmen. Die Autoren Mayer et al.¹³ haben beispielsweise die ML-Methoden Random Forest und Gradient Boosting sowie neuronale Netzwerke mit traditionellen Regressionsmodellen verglichen. Hierzu verwendeten sie einen Datensatz zu Einfamilienhäusern in der Schweiz. Derweil basierten Walthert und Sigris¹⁴ ihre Gegenüberstellung von Deep-Learning- und Gradient-Boosting-Modellen einerseits und herkömmlichen Regressionsmodellen andererseits auf Daten zu Eigentumswohnungen in der Schweiz.

Entscheidungsbäume als Klassifizierungshilfe

Die ML-Methoden Random Forest und Gradient Boosting stützen sich auf Entscheidungsbäume. Bei beiden Ansätzen wird jeweils eine erklärende Variable verwendet, um den Datensatz in zwei Gruppen zu klassifizieren. Diese Variable und der Grenzwert für die Klassifizierung werden vom Algorithmus so gewählt, dass sich die betrachteten Immobilien in Bezug auf ihren Preis möglichst optimal klassifizieren lassen. Dieser Vorgang wird mehrmals wiederholt.

Funktionsweise von Entscheidungsbäumen

Abbildung 43 stellt einen Entscheidungsbaum mit einer Tiefe von zwei Vergabelungen dar. In diesem einfachen Beispiel werden Einfamilienhäuser in einem ersten Schritt anhand des Kriteriums «Wohnfläche < 220 m²» klassifiziert. In der zweiten Ebene wählt der Algorithmus die Kriterien «Fahrzeit in die nächste Stadt ≥ 30 min» sowie «Wohnfläche < 382 m²». Die oval umkreisten Zahlen entsprechen dem Durchschnittspreis aller Beobachtungen im jeweiligen Knoten. Zur Visualisierung der Funktionsweise nehmen wir ein Einfamilienhaus mit einer Wohnfläche von 155 m², das in Regensdorf bei Zürich steht. Tatsächlich würde dieses Objekt CHF 1.7 Mio. kosten. Gemäss Entscheidungsbaum in Abbildung 43 nimmt das Objekt den grün eingezeichneten Weg. Unser einfaches Entscheidungsbaummodell mit zwei Ebenen würde dem betrachteten Objekt einen Wert von CHF 1.2 Mio. zuschreiben. Die schlechte Prognosequalität im Beispiel ist auf den sehr einfachen und kurzen Entscheidungsbaum zurückzuführen.

Trainiertes Modell muss validiert werden

Je komplexer und umfangreicher der Baum ist, desto genauer wird die Prognose aller Objekte im Trainingsdatensatz. Im Extremfall kann das Modell so umfangreich sein, dass jedem Endpunkt nur noch ein Immobilienpreis zugeordnet wird. Damit lässt sich im Trainingsdatensatz zwar jeder Preis

¹³ Mayer, M.; Bourassa, S.C.; Hoesli, M. & Scognamiglio, D. (2018): Estimation and Updating Methods for Hedonic Valuation. Swiss Finance Institute Research Paper Series, Nr. 18-76, Swiss Finance Institute, Zürich.

¹⁴ Walthert, L. und Sigris, F. (2019): Deep learning for real estate price prediction.

exakt prognostizieren, was aber wenig zielführend ist. Entscheidend für die Qualität des Algorithmus ist, wie gut dieser den Preis eines ihm nicht bekannten Objekts prognostizieren kann. Aus diesem Grund muss die Qualität anhand eines Validierungs-Datensatzes überprüft werden. Um einer Überspezifizierung des Modells vorzubeugen, kann beispielsweise jedem Endpunkt des Entscheidungsbaums eine Mindestanzahl an Beobachtungen zugeordnet werden.

Random Forest: viele komplexe Entscheidungsbäume

Ein einzelner Entscheidungsbaum generiert in der Regel keine besseren Vorhersagen als ein herkömmliches Regressionsmodell, eine Kombination vieler Entscheidungsbäume liefert indes oftmals erstaunlich präzise Ergebnisse. Das Random-Forest-Verfahren verwendet viele komplexe Entscheidungsbäume, die in ihrer Modellierung voneinander abweichen. Hierbei wird für jede Vergabelung nur auf eine zufällig gezogene Teilmenge aller erklärenden Variablen als mögliche Klassifizierungskriterien zurückgegriffen. Zudem wird nur ein Teil des Trainingsdatensatzes für jeden Baum herangezogen. Mayer et al. haben in ihrem Random-Forest Modell 500 Entscheidungsbäume verwendet.

Gradient Boosting: Lernen aus Schätzfehlern

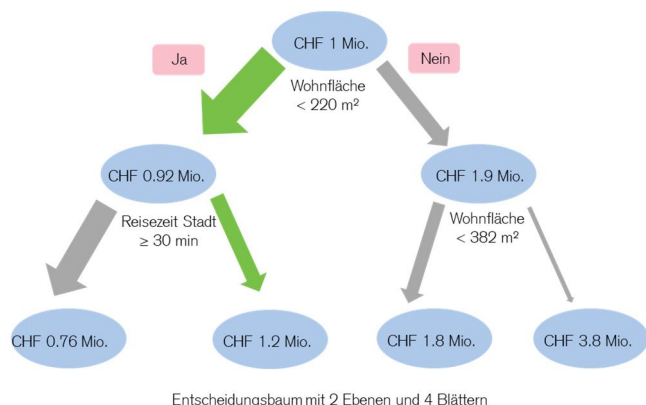
Auch der Gradient-Boosting-Algorithmus basiert auf vielen Entscheidungsbäumen. Diese werden jedoch anders hergeleitet. Für den ersten Entscheidungsbaum werden alle Beobachtungen mit gleichem Gewicht berücksichtigt. Der Schätzfehler jeder Beobachtung fließt im zweiten Baum in das Gewicht der Beobachtungen ein. Dabei werden Beobachtungen, die im vorherigen Baum schlecht prognostiziert wurden, höher gewichtet. So wird der Fehler schrittweise reduziert. Dieser Prozess wird so lange wiederholt, bis das Modell nicht mehr verbessert werden kann. Mayer et al. haben ihren Algorithmus 1400 Runden laufen lassen und diesen auf eine maximale Baumtiefe von 127 Blättern beschränkt. Gradient-Boosting-Modelle erzielen gegenwärtig bei tabellarischen Daten die höchste Genauigkeit und generieren daher zumeist bessere Resultate als Random-Forest-Modelle.

Komplexe Modellierung mit neuronalen Netzwerken

Neben Entscheidungsbäumen gibt es weitere Möglichkeiten, Immobilienpreise mittels ML-Methoden zu modellieren. Häufig werden künstliche neuronale Netzwerke verwendet, die sich an die Funktionsweise unseres Nervensystems und seiner Vielzahl neuronaler Verbindungen anlehnen. Abbildung 44 zeigt schematisch, wie ein solches Netzwerk aussehen kann. Entscheidend sind die sogenannten Hidden Layers, die eine komplexe Kombination und Interaktion der einzelnen erklärenden Variablen erlauben. Der Algorithmus weist jeder Verbindung eine Gewichtung zu. Die in einem Knoten ankommenden Signale werden mit ihrer Gewichtung aufsummiert und einer Aktivierungsfunktion übergeben. Wird ein Schwellenwert überschritten, wird das Signal im Netzwerk weitergegeben. Der Algorithmus prüft das erhaltene Ergebnis und lernt aus seinen Fehlern, indem er die Gewichte iterativ so anpasst, dass er möglichst exakte Resultate generiert. Ein Spezialfall neuronaler Netzwerke sind Deep-Learning-Netzwerke, die über mehrere Hidden Layers verfügen.

Abb. 43 Visualisierung eines einfachen Entscheidungsbaums

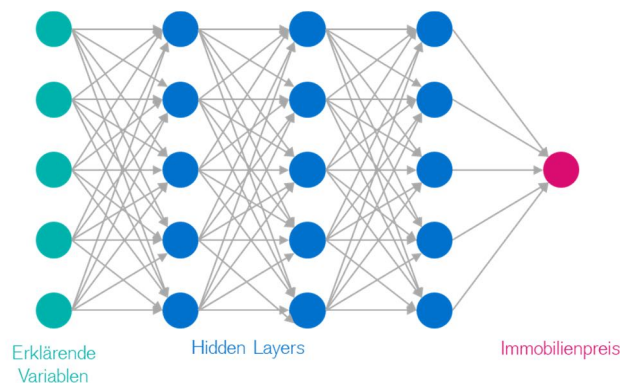
Schematische Darstellung am Beispiel von Einfamilienhäusern



Quelle: Mayer et al., Credit Suisse

Abb. 44: Visualisierung eines neuronalen Netzwerks

Schematische Darstellung



Quelle: Credit Suisse

Bessere Resultate, aber Modelle bleiben eine Black Box

Die genannten Arbeiten zeigen, dass sich Immobilienbewertungen mit modernen ML-Methoden wie Gradient Boosting oder künstlichen neuronalen Netzwerken nochmals leicht verbessern lassen (Abb. 45). Diese Verbesserung kommt jedoch nicht ohne Kosten. Ein grosser Vorteil konventioneller hedonischer Modelle ist ihre Interpretierbarkeit, d.h. der Effekt einer erklärenden Variablen

auf den Immobilienpreis lässt sich bei ihnen leicht beschreiben. Dies ist bei modernen ML-Verfahren nicht der Fall. In den letzten Jahren wurden zwar Methoden entwickelt, um Aussagen über die Wichtigkeit der Input-Variablen machen zu können, gut interpretierbare Effekte lassen sich aber weiterhin nur schwer ablesen. Damit bleiben ML-Modelle zu einem gewissen Grad eine Black Box, was beispielsweise im Austausch mit Kunden oder Aufsichtsbehörden alles andere als hilfreich ist.

Zusätzlicher Nachteil höherer Volatilität über die Zeit

Die Autoren Mayer et al. gehen zudem auf einen weiteren Nachteil von modernen ML-Verfahren ein. Im Rahmen ihrer Arbeit haben sie die verschiedenen Modelle über die Zeit getestet. Hierbei zeigte sich, dass moderne ML-Verfahren bei einer Anwendung über mehrere Quartale hinweg eine höhere Volatilität aufweisen als klassische hedonische Regressionsmodelle. Dies hat zur Folge, dass der Wert einer einzelnen Immobilie mit diesen Modellen von Quartal zu Quartal deutlich stärker schwankt (Abb. 46). Mayer et al. kommen zum Schluss, dass Mixed-Effect-Modelle den besten Kompromiss zwischen Genauigkeit, Volatilität und Interpretierbarkeit bieten. Mixed-Effect-Modelle sind mit den klassischen Regressionsmodellen verwandt. Durch das Hinzufügen von Zufallseffekten können sie die verschiedenen räumlichen Dimensionen im Modell auf geeignete Weise erfassen. Sie sind dadurch in der Lage, den Schätzfehler bei der Modellierung der Lagparameter zu reduzieren.

Spezialfälle bleiben schwieriger zu schätzen

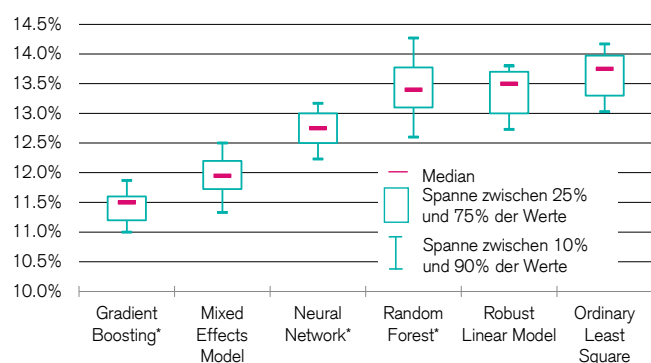
Moderne ML-Methoden weisen zudem die gleichen Schwächen auf wie klassische hedonische Modelle. Sie können vor allem Objekte mit Eigenschaften gut schätzen, die sie aus der Modellierungsphase kennen. Bei Unbekanntem stolpern Algorithmen immer noch. Luxusobjekte, Liebhaberobjekte oder Objekte aus Gemeinden ohne Daten im Trainingsdatensatz sind daher unabhängig vom gewählten Algorithmus schwieriger zu schätzen. Neuronal Netze, Random Forest und Gradient Boosting versagen zudem bei Extrapolationen komplett, wohingegen Regressions- und Mixed-Effect-Modelle solche Fälle problemlos rechnen können. ML-Techniken scheitern beispielsweise dann, wenn ein Haus mit 5000 m³ bewertet werden soll, der Trainingsdatensatz jedoch nur Häuser mit bis zu 4999 m³ umfasst.

Datenqualität bei allen Modellen entscheidend

Darüber hinaus ist auch die Qualität der Daten entscheidend. Das Paradebeispiel hierfür sind die Immobilienpreise. Transaktionsdaten sind in der Schweiz nicht öffentlich und lassen sich daher nur aufwändig beschaffen. Die inserierten Preise, die im Internet verfügbar sind, eignen sich kaum als Alternative. Dies zeigt die aktuelle Entwicklung bei Wohneigentum: Immer mehr Objekte werden aufgrund der Knappheit an Wohneigentum teurer verkauft als inseriert oder sogar an den Höchstbietenden versteigert.

Abb. 45: Moderne ML-Methoden sind genauer

Verteilung der absoluten Prognosefehler, in %

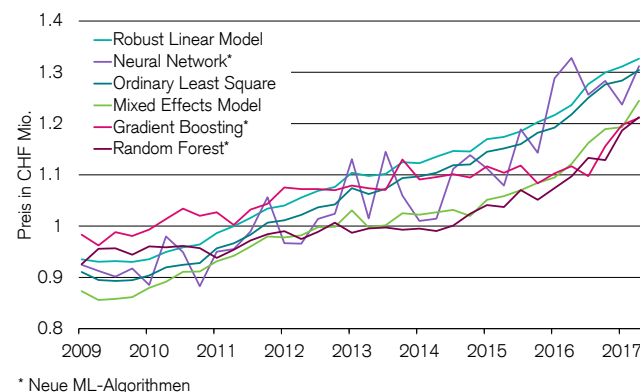


Quelle: Mayer et al.

Letzter Datenpunkt: 2017

Abb. 46: Traditionelle Modelle mit weniger Volatilität

Entwicklung des Preises eines Beispielobjekts bei Bewertungen über die Zeit



Quelle: Mayer et al.

Letzter Datenpunkt: 2017

Zeitliche Verzögerung bleibt bestehen

Sämtliche Modelle unterliegen zudem einer zeitlichen Verzögerung. Die für die Modellierung genutzten Transaktionsdaten stammen nämlich bestenfalls aus dem Vorquartal – unabhängig vom verwendeten Algorithmus. Aktuelle Preisveränderungen im Markt kann daher keines der Modelle abbilden. Aufgrund der geringen Zahl von Transaktionen ist der Wechsel von Quartals- auf Monatsauswertungen zudem aus Qualitätsgründen kaum eine Option. Folglich werden auch in Zukunft zeitliche Verzögerungen zwischen Modell und Markt bestehen bleiben.

Weiteres Optimierungspotenzial beim Eingabeprozess

Unabhängig vom gewählten Algorithmus gibt es vor allem bei der Datenerfassung noch Optimierungspotenzial. Damit könnte der Bewertungsprozess nochmals beschleunigt und stärker automatisiert werden. Heute muss der Algorithmus vielfach immer noch «von Hand» gefüttert werden. Die Mikrolage beispielsweise wird zwar in den meisten Modellen auf Grundlage der eingegebenen Adresse automatisch ermittelt, der Ausbaustandard und der Gebäudezustand müssen aber durch einen Menschen beurteilt werden. Hier besteht Potenzial, die Dateneingabe mittels Machine Learning vermehrt zu automatisieren. Dementsprechend haben etwa die Bildklassifikation und die Objekterkennung mittels ML-Algorithmen in den letzten Jahren bereits starke Fortschritte gemacht.

Fazit: Machine Learning ist interessant, aber kein Allheilmittel

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass moderne Machine-Learning-Methoden die Prognosequalität von Immobilienbewertungen nochmals etwas verbessern können. Dies erfolgt jedoch auf Kosten einer sinkenden Transparenz und höheren Volatilität über die Zeit. Somit dürften moderne ML-Methoden etwa in der Immobilienfinanzierung der Banken zumindest vorerst nur zurückhaltend eingesetzt werden. Als Türöffner könnten diesbezüglich hybride Ansätze dienen, die herkömmliche hedonische Modelle mit modernen ML-Methoden verbinden. Mayer et al.¹⁵ haben vor Kurzem einen solchen Ansatz vorgestellt, in welchem Mikro- und Makrolage mittels ML-Methoden bestimmt werden, während der übrige Teil der Modellierung mittels robuster Regression erfolgt. Damit können die Vorteile beider Methoden verknüpft werden, und die Charakteristiken des Objekts bleiben direkt interpretierbar.

¹⁵ Mayer, M.; Bourassa, S.C.; Hoesli, M. & Scognamiglio, D. (2021) Structured Additive Regression and Tree Boosting. Swiss Finance Institute Research Paper Series, Nr. 21-83, Swiss Finance Institute, Zürich.

Zögerliche Nachfrage

Aufgrund anhaltender Unsicherheiten hinkt der Trend der Büroflächennachfrage dem Aufwärtstrend der Beschäftigungszahlen hinterher. Im Vergleich zum Ausland hat sich die Nachfrage nach Büroflächen aber insgesamt nicht schlecht behauptet.

Erholung auf dem Arbeitsmarkt

Die Corona-Krise hat sich dank der ergriffenen fiskalischen Massnahmen im Allgemeinen und der Kurzarbeitsentschädigung im Besonderen in der Schweiz weniger stark auf den Arbeitsmarkt übertragen als andernorts. Trotz des heftigen Konjunkturerinbruchs stieg die Arbeitslosenquote hierzulande nämlich nur auf einen Höchstwert von 3.7% im Januar 2021. Seither ist sie bis Ende des 4. Quartals 2021 stetig auf 2.6% gesunken, während auch die Kurzarbeit deutlich reduziert wurde. Die Gesamtbeschäftigung, die 2020 noch um 0.3% gesunken war, nahm per Ende des 3. Quartals 2021 wieder um 1.1% (+45'000 Stellen) gegenüber dem Vorjahr zu, wobei insbesondere Branchen mit einem klassisch hohen Büroarbeiteranteil die Pandemie verhältnismässig unbeschadet überstanden haben, weil sie ins Homeoffice ausweichen konnten (Abb. 47).

Entkopplung von Arbeitsmarktzahlen und Büroflächen-nachfrage

Der üblicherweise enge Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Bürobeschäftigung und der Nachfrage nach Büroflächen hat sich in der Pandemie teilweise entkoppelt. Trotz der robusten Entwicklung der Bürobeschäftigung hielten sich nämlich viele Nachfrager bei der Anmietung neuer Flächen zurück. Die Flächenabsorption harzt unter anderem, weil sich die Bewältigung der Pandemie in die Länge zieht und sich der Trend zum Homeoffice folglich verfestigt. Der Anteil der Arbeitnehmer, die mindestens einen halben Tag pro Woche von zu Hause aus arbeiten, hat sich gemäss einer Umfrage von Deloitte infolge der Pandemie von 24% im Jahr 2018 auf zuletzt fast 50% verdoppelt. Wir erwarten unsere Prognose vom Juni 2020, wonach Homeoffice mittelfristig einen Minderbedarf an Büroflächen von rund 15% verursachen werden, noch immer als gute Richtgrösse.

Nachfrage weniger zögerlich als befürchtet

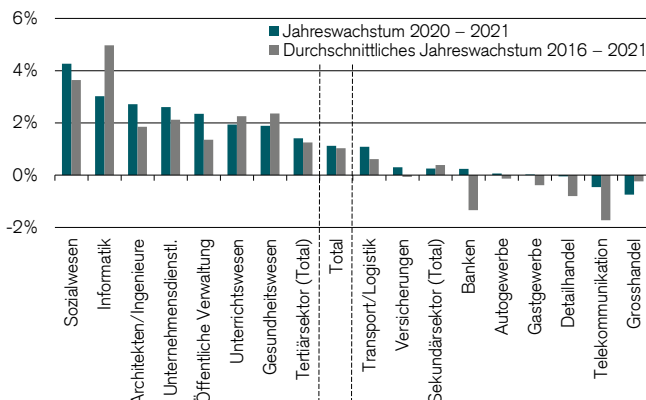
Auch wenn die Unsicherheit über den künftigen Bedarf an Büroflächen bei vielen Mietern noch immer recht gross ist, liessen sich am Markt doch etliche Mietvertragsverlängerungen und auch einige Neuabschlüsse – insbesondere zu Konzentrationszwecken – beobachten. Die Flächennachfrage war somit trotz vieler halbverwaister Büroräumlichkeiten besser als vielfach befürchtet. Strukturelle Veränderungen sind bisher am Markt noch kaum sichtbar. Die Unsicherheit bedeutet eben auch, dass Mieter nur vereinzelt aktiv Flächen aufgeben oder nicht verlängern.

Nachfrage trend zeigt aufwärts, ist aber noch schwach

Darüber hinaus wird im Zuge des langwierigen Normalisierungsprozesses die wichtige Rolle, die ein zentrales Büro für die Kommunikation und insbesondere für die Innovation innerhalb eines Unternehmens spielt, zunehmend offensichtlicher. Mit der Zeit dürften sich die Nachteile des Homeoffice stärker bemerkbar machen, sodass Büros voraussichtlich wieder an Stellenwert gewinnen werden. Insgesamt erwarten wir, dass sich die Zusatznachfrage, die 2021 schätzungsweise auf rund 260'000 m² gesunken ist, dieses Jahr auf rund 360'000 m² erholen sollte (Abb. 48).

Abb. 47: Beschäftigungswachstum erholt sich gut

Beschäftigungswachstum (Jahreswachstum per Ende 3. Quartal 2021) ausgewählter Dienstleister auf Vollzeitbasis

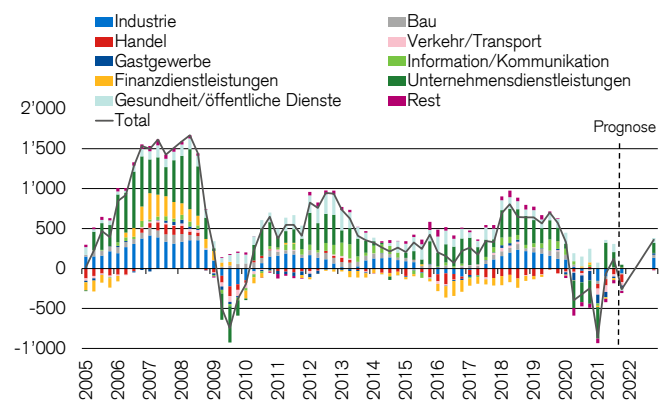


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q3/2021

Abb. 48: Zusatznachfrage nach Büroflächen hinkt hinterher

Geschätzte Zusatznachfrage im Vergleich zum Vorjahresquartal in 1000 m²; Prognosen für 4. Quartal 2021 und 2022



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q3/2021

Homeoffice bremst Flächenbedarf nur vorübergehend

Der mittelfristige Rückgang der Büroflächennachfrage aufgrund von Homeoffice-Modellen wird langfristig von einem starken Digitalisierungstrend überlagert. Dieser verwandelt viele Jobs in Bürotätigkeiten und dürfte damit auf lange Sicht eine markante zusätzliche Büroflächennachfrage generieren.

Gegenläufige Trends wirken langfristig auf die Büronachfrage

Das Beschäftigungswachstum und die zunehmende Digitalisierung des Arbeitsmarktes haben in den vergangenen Jahren in der Schweiz zu einer signifikanten Zunahme von Büroarbeitsplätzen geführt und damit die Nachfrage nach Büroflächen angekurbelt. Zwischen 2000 und 2019 kletterte der durchschnittliche Anteil der Bürotätigkeiten gemessen an allen Arbeitsstellen (Büroquote) von 34% auf 45%. Gleichzeitig stieg der Anteil derer, die ihre Arbeit zumindest teilweise von zu Hause verrichten, bereits vor der Pandemie. COVID-19 hat diesen Trend verstärkt, weshalb wir mit einer Homeoffice-bedingten Nachfragereduktion von 15% bis 2030 rechnen. Die gegenläufige Entwicklung dieser Trends wirft somit die Frage auf, wie sich die Beschäftigungsentwicklung zukünftig auf die Büroflächennachfrage überträgt.

Basis: Prognosen zur Beschäftigung bis zum Jahr 2060

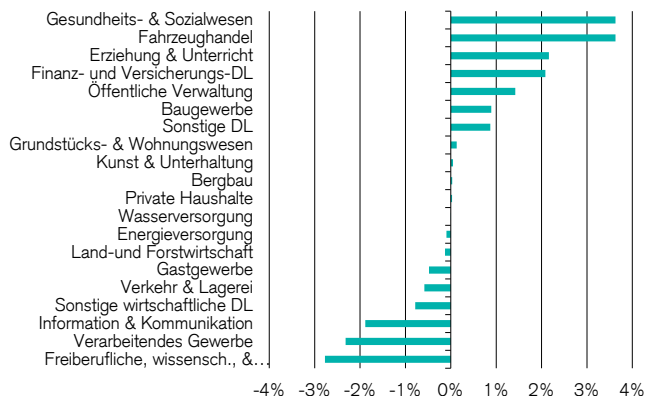
Für diese Analyse stützen wir uns auf die von Ecoplan und KPMG erstellten Schweizer Wirtschaftsszenarien 2060, die für die Schweiz bis 2060 ein Beschäftigungswachstum von insgesamt 10% erwarten.¹⁶ Ohne Berücksichtigung der obengenannten Trends übersetzt sich dieses Beschäftigungswachstum in ein Büroflächenwachstum von rund 6% bis 2060, wobei die branchenspezifischen Beiträge stark variieren (Abb. 49). Der Einbezug des Homeoffice-bedingten Nachfragerückgangs von geschätzt 15% bis 2030 resultiert dagegen in einem Flächenrückgang von 10% bis 2060. Aufgrund unterschiedlicher regionaler Wirtschaftsstrukturen sind hiervon Städte mit einer hohen Dichte an Bürojobs am stärksten betroffen. Während Homeoffice den Flächenbedarf reduziert, lässt die Digitalisierung die Büroquoten in sämtlichen Branchen steigen – gemäss unserer Modellierung bis 2060 auf durchschnittlich 60%. Dies allein würde sich in einem Anstieg der Büroflächennachfrage von 42% niederschlagen (Abb. 50).

Langfristig positive Büroflächennachfrage

Bei Berücksichtigung aller drei Entwicklungen ergibt sich für die Schweiz ein Mehrbedarf an Büroflächen von 23% bis 2060. Demnach dürfte der Homeoffice-Trend den Flächenbedarf nur in den nächsten Jahren spürbar verringern. Sobald sich das neue Verhältnis zwischen Homeoffice und Büropräsenz eingependelt hat, dürfte der starke Digitalisierungstrend sodann zum bestimmenden Wachstumsfaktor werden¹⁷.

Abb. 49: Branchenbeiträge zum lfr. Büroflächenwachstum von 6%

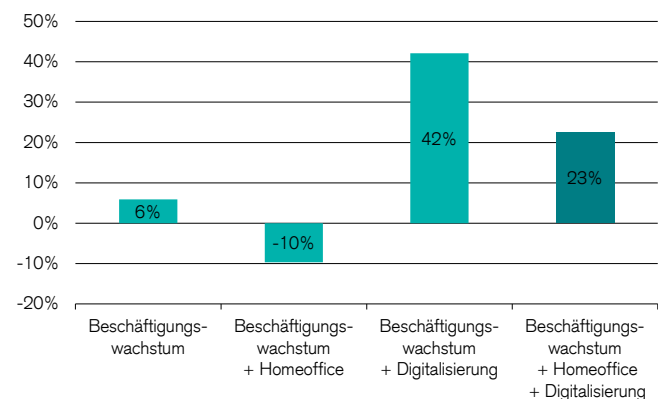
In Prozentpunkten, 2019 bis 2060, ohne Homeoffice- und Digitalisierungstrend



Quelle: Ecoplan, KPMG, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 50: Digitalisierungstrend erhöht langfristig die Büronachfrage

Wachstum Büroflächennachfrage nach Treiber, in Prozentpunkten, 2019 bis 2060



Quelle: Ecoplan, KPMG, Bundesamt für Statistik, Rutzer & Niggli¹⁸, Credit Suisse

¹⁶ Ecoplan, KPMG (2020): Scénarios par branche et leur régionalisation, rapport final.

¹⁷ Siehe dazu auch unsere Studie «Credit Suisse Büroflächenmarkt Schweiz 2022» vom Dezember 2021.

¹⁸ Rutzer, C. & Niggli, M. (2020). Corona-Lockdown und Home Office in der Schweiz. CIEB, Basel.

Flächenangebot steigt wieder

Die zur Vermietung ausgeschriebenen Büroflächen nehmen derzeit wieder zu, allerdings moderater als im Ausland. Die zögerliche Nachfrage lässt das Angebot ausnahmslos auf allen Teilmärkten steigen. Wir erwarten daher weitere Quartale mit einer eher harzigen Vermarktung von Büroflächen.

Büroflächenangebot nimmt wieder zu – jedoch moderater als im Ausland

Die bis zum Ausbruch der Pandemie robuste Nachfrage nach Büroflächen vermochte den seit Jahren andauernden Anstieg des Flächenangebots zwar nicht umzukehren, aber doch vorübergehend zu stoppen. Die pandemiebedingt schwache Nachfrage beendet diese kurze Konsolidierungsphase, und das Volumen der zur Vermietung ausgeschriebenen Büroflächen steigt gegenwärtig wieder (Abb. 52). Die Angebotsquote nahm im Jahr 2021 von 5.5% auf 5.8% zu. Im Vergleich zu ausländischen Büromärkten, beispielsweise in den USA oder in Grossbritannien, steigt das Flächenangebot in der Schweiz damit nur moderat. Flächen werden folglich weiter vom Markt aufgenommen, hauptsächlich für Standortoptimierungen, aber oft auch für Konsolidierungen von Mitarbeitern am selben Standort.

Angebotszunahme breit abgestützt

Zum Angebotsanstieg tragen alle Teilmärkte bei. Das ausgeschriebene Flächenangebot nimmt nicht nur in allen fünf grossen Büroflächenmärkten der Schweiz zu, sondern auch in den Mittel- und Kleinzentren sowie im Rest der Schweiz (Abb. 51). In den Büromärkten der Grosszentren steigt das Angebot in absoluten Zahlen am stärksten in den Agglomerationsgemeinden rund um die Zentrumsstädte (äussere Büromärkte). Prozentual gemessen, hat das Angebot jedoch in den Innenstädten am stärksten zugenommen. Vom Anstieg betroffen sind insbesondere diejenigen Teilmärkte, die gegenwärtig einen hohen Flächenzugang verzeichnen. So trägt beispielsweise die absehbare Flächenausweitung in Basel massgeblich zum Anstieg des Flächenangebots in den Innenstädten bei.

Vermehrte Flächenausschreibungen abseits der Portale

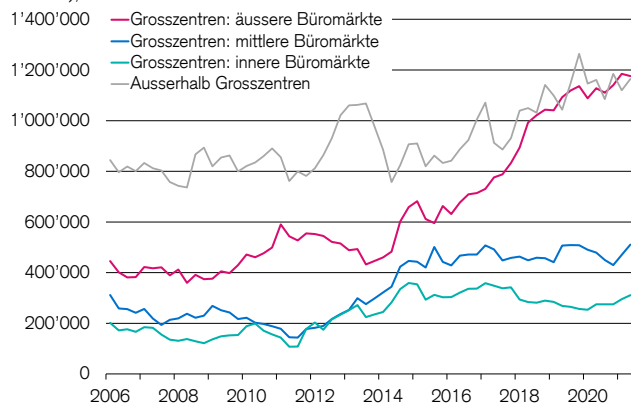
In Anbetracht der Zurückhaltung seitens der Mieter, die ihren Entscheid zur Anmietung von zusätzlichen Flächen oftmals aufschieben, lässt sich auch eine geringere Neigung der Vermieter beobachten, frei werdende oder leer stehende Flächen auf den grossen Onlineportalen auszuschreiben. Der Anteil der Flächen, die nur über Makler oder über individuelle Liegenschafts-Webseiten ausgeschrieben werden, hat sich im Jahr 2021 im Vergleich zum Vorjahr ungefähr verdoppelt. Dies lässt sich als Reaktion auf die schwache Absorption von Büroflächen deuten.

Ausblick durchzogen

Die Flächenabsorption dürfte trotz eines stärker werdenden Beschäftigungswachstums weiterhin harzig verlaufen und hinter dem sonst üblichen Mass zurückbleiben. Ein weiterer Anstieg des Flächenangebots ist daher denkbar, zumal es bisher erst in wenigen Fällen zu grösseren Flächenaufgaben oder -reduktionen aufgrund der Corona-Pandemie gekommen ist. Solche Abbaupläne existieren jedoch. Andererseits dürfte sich auch eine gewisse Nachfrage aufgestaut haben. Wir erwarten insbesondere für grosse und periphere Flächen eine weitere Zunahme des Angebots.

Abb. 51: Büroflächenangebot steigt in allen Teilmärkten

Summe der quartalsweise (im Internet) ausgeschriebenen Flächen (Bestand und Neubau), in m²

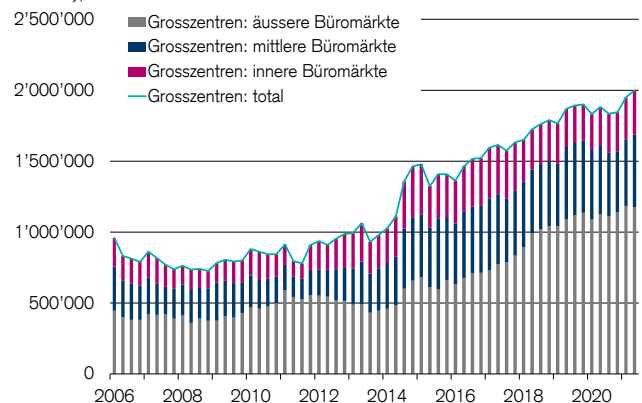


Quelle: Credit Suisse, Meta-Sys

Letzter Datenpunkt: Q2/2021

Abb. 52: Büroflächenangebot wächst wieder

Summe der quartalsweise (im Internet) ausgeschriebenen Flächen (Bestand und Neubau), in m²



Quelle: Credit Suisse, Meta-Sys

Letzter Datenpunkt: Q2/2021

Zurückhaltende Bautätigkeit

Gemäss den Baubewilligungen sollte die künftige Bautätigkeit von Büroobjekten schweizweit deutlich unter dem langfristigen Mittelwert bleiben. Ganz spezifisch gilt dies für die Grosszentren, wobei sich die Situation jedoch je nach Zentrum unterschiedlich präsentiert.

Bautätigkeit derzeit für die Marktsituation bestimmend

Die Pandemie hat den Übergang zu neuen Arbeitsformen und modernen Arbeitswelten gehörig beschleunigt. Die sich daraus ergebenden Unsicherheiten bezüglich des künftigen Bedarfs an Büroflächen haben die Nachfrage geschwächt. In dieser Situation rückt automatisch die Angebotsseite in den Vordergrund: Denn kommen gegenwärtig neue Flächen gehäuft auf den Markt, kann dies auf regionalen Märkten schnell zu Marktungleichgewichten führen.

Zurückhaltung bei den Investoren

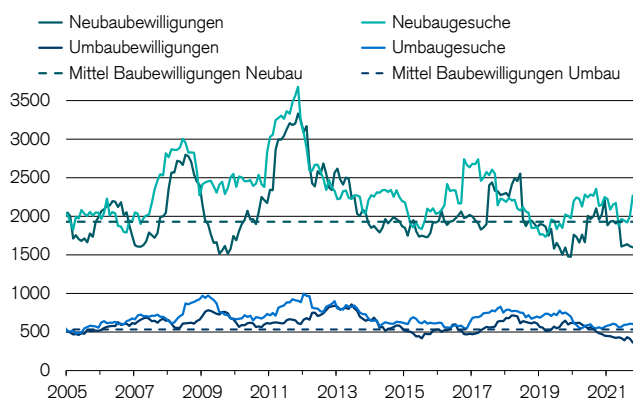
Im Jahr 2021 wurden Baubewilligungen für Büroflächen mit einem Investitionsvolumen von rund CHF 1.6 Mrd. gesprochen (Abb. 53). Dies liegt deutlich unter dem jüngsten Zwischenhoch von November 2020 und um 17% unter dem langjährigen Mittel seit 1995. Die Investoren sind mit Investitionen in Bürobauten dementsprechend etwas vorsichtiger geworden und halten sich mit neuen Projekten zurück, solange sich die Unsicherheit hinsichtlich des künftigen Flächenbedarfs nicht klärt. Die Baugesuche bleiben im Unterschied dazu erhöht, wofür in erster Linie Sondereffekte verantwortlich sind. So werden gegenwärtig vermehrt Datacenter oder andere Spezialobjekte geplant, die auch Büros einschliessen. Vor Kurzem wurde beispielsweise das Baugesuch für ein neues Polizeizentrum des Kantons Bern in Niederwangen eingereicht. Im langfristigen Vergleich sehr tief fallen derweil die im Jahr 2021 bewilligten Summen für Büroumbauten aus. Zumeist werden heute Ersatzneubauten einem Umbau vorgezogen.

Geringe Bautätigkeit in den meisten Gross- und Mittelzentren

Die vergleichsweise intakte Marktsituation auf dem Büromarkt Zürich steht in enger Verbindung mit einer klar unterdurchschnittlichen Bautätigkeit. In Abbildung 54 haben wir als Mass für die Flächenausweitung den Mittelwert der bewilligten Investitionen der letzten fünf Jahre gewählt, weil viele Büroprojekte erst ausgelöst werden, wenn die Baubewilligung nach einigen Jahren zu verfallen droht. Die hohe Flächenausweitung in Basel macht dagegen klar, weshalb das ausgeschriebene Flächenangebot am Rheinknie kontinuierlich bis auf eine Angebotsquote von 8.8% gestiegen ist. Interessant ist der Vergleich zwischen Lausanne und Genf: Während in der Rhonestadt in den letzten Jahren eher eine schwache Nachfrage für den Anstieg des Flächenangebots auf 12.3% verantwortlich war, konnte Lausanne trotz höherer Bautätigkeit von einer relativ robusten Nachfrage profitieren, sodass das Flächenangebot hier deutlich weniger stark expandierte. Insgesamt ist die Pipeline in den meisten Gross- und Mittelzentren nur zu drei Viertel gefüllt. Diese Zurückhaltung der Investoren dürfte dazu beitragen, dass sich in den meisten Büromärkten in den nächsten Quartalen wahrscheinlich keine allzu grossen Ungleichgewichte aufbauen werden.

Abb. 53: Erwartete Ausweitung von Büroflächen gering

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



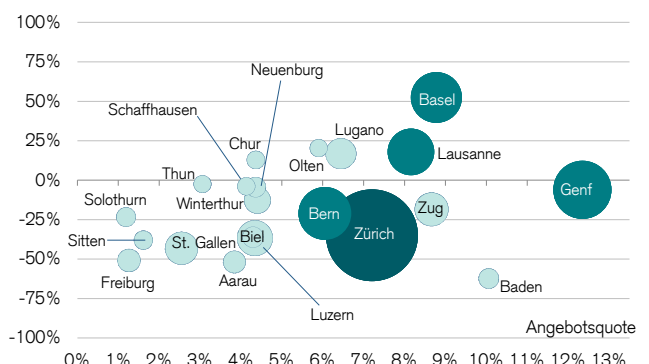
Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 10/2021

Abb. 54: Starke Ausweitungen erhöhen die Angebotsquoten

Kreisgrösse: Büroflächenbestand; Ausweitung: Baubewilligungen der letzten fünf Jahre im Vergleich zum langfristigen Mittel; Angebotsquote in % des Bestands 2018

Ausweitung (im Vergleich zum Langfristmittel)



Quelle: Credit Suisse, Meta-Sys, Baublatt

Letzter Datenpunkt: 09/2021

Büromarkt hält sich ordentlich

Die pandemiebedingt schwache Nachfrage macht sich in steigenden Angebotsquoten und Leerständen bemerkbar. Zudem geraten die Mietpreise unter Druck. Im Vergleich mit ausländischen Märkten hält sich der Schweizer Büromarkt jedoch besser als erwartet.

Bisher überschaubare Auswirkungen der Pandemie

Während das ausgeschriebene Büroflächenangebot und die gemessenen Leerstände im Zuge der Corona-Pandemie in London oder in New York in die Höhe schnellten, ist die Situation in der Schweiz überschaubar geblieben. Zwar sind auch hierzulande die Flächenangebote zahlreicher geworden, und die Leerstände nehmen insgesamt wieder zu, aber die Verwerfungen sind bisher deutlich geringer ausgefallen als ursprünglich befürchtet. Insgesamt stiegen die in der Schweiz offiziell gemessenen Leerstände, die rund 44% des Marktes abdecken, um moderate 13%. Damit wurde der Abbau der Leerstände, der in den beiden Jahren zuvor zu beobachten war, praktisch wieder rückgängig gemacht (Abb. 55).

Leerstände steigen wieder

In der Stadt Zürich sind die Leerstände bis Mitte 2021 zwar um 18% gestiegen, sie liegen damit aber immer noch auf dem drittiefsten Niveau der letzten 20 Jahre. In der Stadt Bern, wo Umnutzungen von Büroflächen bereits sehr verbreitet sind, nahmen die Leerstände sogar um ein Drittel ab. Ebenfalls rückläufig waren sie im Kanton Genf, wobei der aktuelle Wert noch immer im Bereich des vor zwei Jahren erreichten Allzeithochs liegt. Im Gegensatz dazu nahmen die Leerstände in denjenigen Grosszentren, in denen am meisten gebaut wird und wurde, kräftig zu. In der Stadt Basel und in der Region Lausanne haben sich die Leerstände mehr als verdoppelt, im Kanton Basel-Landschaft blieb der Anstieg dagegen unter einem Drittel.

Mietpreise tendieren noch seitwärts

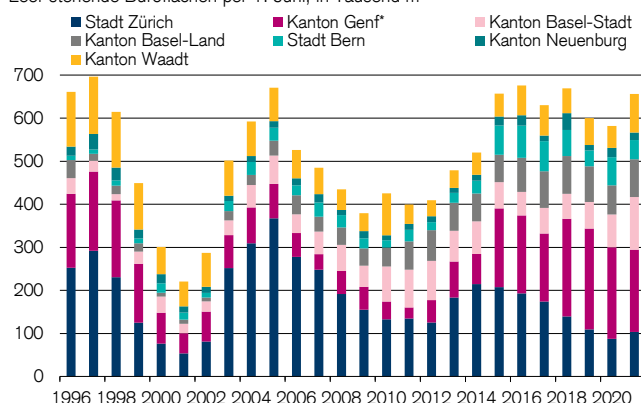
Etwas diffuse Signale senden die Mietpreise: Diese sanken per Mitte 2021 gegenüber dem Vorjahr leicht um 0.1%, waren jedoch in der Dekade davor um durchschnittlich 1.3% pro Jahr gestiegen (Abb. 56). Ein Minus verbuchten die Region Bern (-1.2%) und die Stadt Zürich (-0.6%). Die beim Abschluss von Mietverträgen gemessenen Mieten dürften jedoch nicht die ganze Wahrheit abbilden. Dem Vernehmen nach mussten nämlich insbesondere an Lagen ausserhalb der Innenstädte wieder vermehrt Incentives gewährt werden, um Büroflächen am Markt absetzen zu können.

Gedämpfter Ausblick

Einerseits dürften ein kräftiges Beschäftigungswachstum und dereinst wieder abklingende COVID-19-Infektionsraten die Flächennachfrage in den nächsten Quartalen beleben. Andererseits rechnen wir jedoch bei auslaufenden Mietverträgen mit Flächenrationalisierungen, insbesondere vonseiten grosser Unternehmen. Künftig kann daher pro Beschäftigtem nicht mehr mit demselben Flächenbedarf gerechnet werden. Die Vermarktungssituation wird somit voraussichtlich schwierig bleiben. Wir rechnen trotz konjunktureller Erholung mit einem Verharren der Flächenangebote und der Leerstände auf hohen Niveaus sowie mit einem weiterhin leichten Minus bei den Mietpreisen.

Abb. 55: Büroleerstände steigen wieder

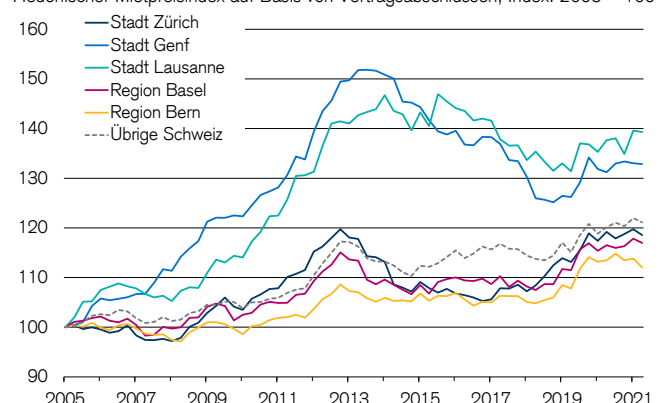
Leer stehende Büroflächen per 1. Juni, in Tausend m²



* Wert im Kanton Genf für das Jahr 2020 mangels Daten interpoliert.
Quelle: Diverse statistische Ämter, Credit Suisse
Letzter Datenpunkt: 06/2021

Abb. 56: Büromietpreise tendieren aktuell zumeist seitwärts

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



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q2/2021

Pandemie hinterlässt Spuren

↘ Nachfrage

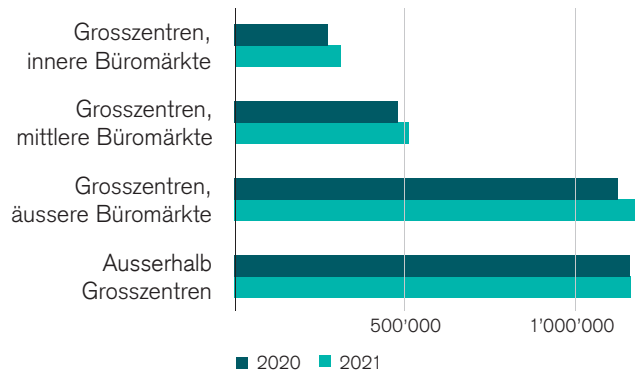


Homeoffice-bedingte Unsicherheit bremst Nachfrage

2022: Flächennachfrage erholt sich, hinkt jedoch hinter Beschäftigungswachstum hinterher

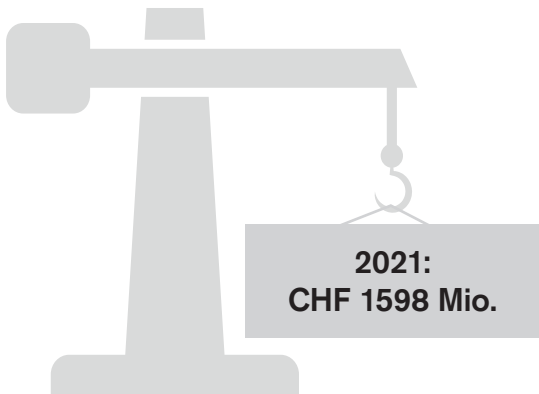
↗ Angebot

Ausgeschriebenes Flächenangebot, in m²



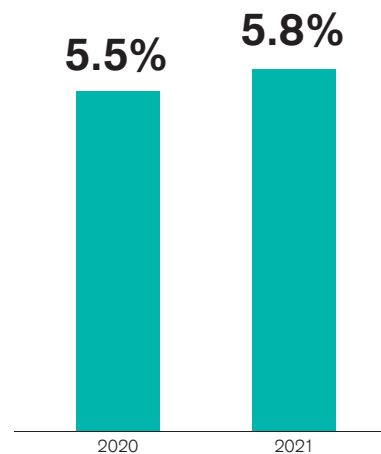
2022: Flächenabsorption bleibt harzig

↘ Baubewilligte Büroflächen



Baubewilligte Büroflächen um 17% unter langjährigem Mittel

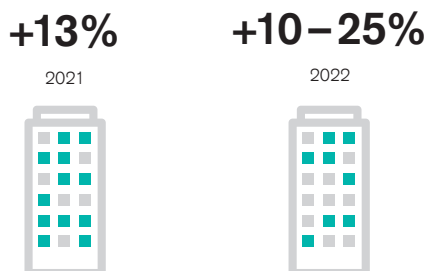
↗ Angebotsquote



Angebotsquoten steigen stärker in Regionen mit zuletzt hoher Ausweitung

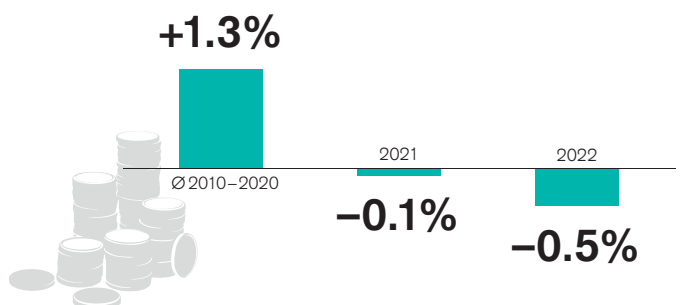
2022: Produktionsseitige Zurückhaltung der Investoren verhindert Aufbau grösserer Ungleichgewichte

↗ Leerstände



2022: Leerstände nehmen weiter zu

↘ Mietpreise (Abschlussmieten)



2022: Druck auf Mieten hält an

Vorübergehende Schonfrist

Der unverhoffte Umsatzanstieg überdeckt den epochalen Strukturwandel im Detailhandel, der durch die COVID-19-Pandemie neuen Schub erhalten hat. Die Schrumpfung setzt sich nämlich schleichend fort, und ihr Ende ist noch nicht absehbar.

Heimischer Zwangskonsum

Zu viel Zerstreuung, zu viel Auswahl und zu viele Alternativen, um Geld auszugeben, schaden tendenziell dem heimischen Detailhandel. Das haben die unverhofften Umsatzzuwächse im Schweizer Detailhandel während der Pandemie eindrücklich belegt. In ihrer Bewegungsfreiheit auf die Schweiz – und phasenweise sogar auf die eigenen vier Wände – beschränkt, gaben die Haushalte ihr Geld vermehrt für Produkte im Online- oder stationären Detailhandel aus. Geld, das sonst für Reisen, Restaurantbesuche, Konzerte oder andere Freizeitaktivitäten aufgewendet worden wäre. Wegen der eingeschränkten Ferien- und Reisemöglichkeiten lernten die Schweizer die Vorzüge des eigenen Landes wieder kennen und schätzen. Gilt dies nachhaltig auch für den heimischen Detailhandel? Wohl kaum. Das satte Umsatzplus im heimischen Detailhandel ist den vorherrschenden Corona-Einschränkungen geschuldet. Es reflektiert damit eher einen Zwangskonsum als eine höhere Attraktivität der hiesigen Shops und Einkaufszentren.

Atempause für den stationären Handel

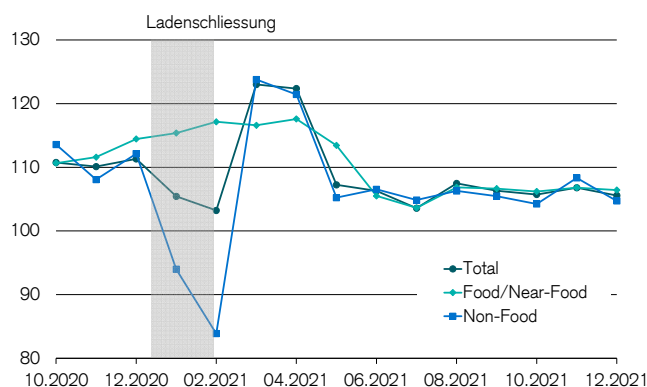
Die Pandemie verhalf demnach dem Detailhandel 2021 – wie schon im Vorjahr – zu einem seit Langem nicht mehr beobachteten Umsatzplus. Gemäss Zahlen von GfK erzielte der Detailhandel 2021 ein Wachstum von 1.3% (Abb. 58). Die BFS-Detailhandelsstatistik, die nicht nur die grossen Akteure, sondern auch den Fachdetailhandel abdeckt, kommt sogar auf einen Wert von 3.3%. Dieser unverhoffte Rückenwind, der sogar dem stationären Handel zu einem Umsatzplus verhalf (+3.0%), verschafft dem Detailhandel eine willkommene Atempause vom epochalen Strukturwandel, in welchem wir von einem standortzentrierten Einkaufsverhalten vermehrt zu einem Einkauf ohne Raumbezug tendieren. Der Handel ist gut beraten, diese Schonfrist zu nutzen und seine Strukturen entsprechend umzubauen. Das aufgestaute Bedürfnis, Ferienreisen zu unternehmen, auf Städtetrips im Ausland auf Einkaufstour zu gehen oder den Wocheneinkauf im nahen Ausland kostengünstiger zu tätigen, wird wohl rascher wieder zurückkehren als dem Detailhandel lieb ist.

Rückblick 2021: Retail als klarer Pandemiegewinner

Die Pandemie prägte die Umsatzentwicklung im Schweizer Detailhandel 2021 damit in ähnlicher Weise wie schon 2020. Vor allem die Schliessung der Läden für Güter des nicht-täglichen Bedarfs vom 18. Januar bis Ende Februar 2021 hinterliess bei den Non-Food-Detailhändlern tiefe Spuren (Abb. 57). Der Food-Handel profitierte dagegen mit Blick auf den Einkaufstourismus und die Gastronomie mehrere Monate lang von einer eingeschränkten Konkurrenzlage. Im 1. Halbjahr 2021 flossen rund 23% weniger Konsumausgaben in den Einkaufstourismus als noch vor der Corona-Pandemie.¹⁹

Abb. 57: Normalisierung der Handelsumsätze im Jahresverlauf

Nominale Detailhandelsumsätze, saisonbereinigt und indiziert (2019 = 100)

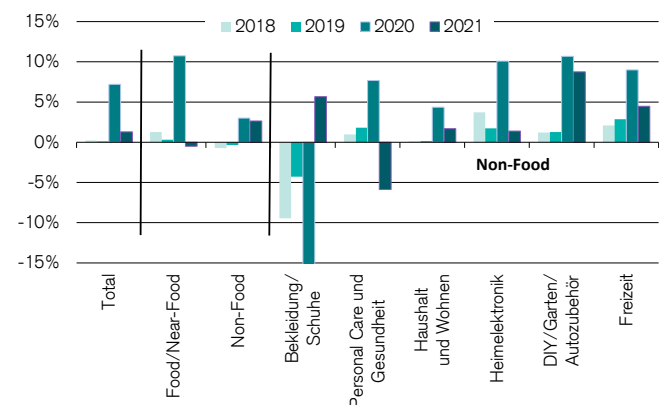


Quelle: GfK, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 12/2021

Abb. 58: Food hält hohes Niveau, Non-Food legt nochmals zu

Nominales Wachstum der Detailhandelsumsätze (saison- und verkaufstagsbereinigt)



Quelle: GfK, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 12/2021

¹⁹ Hunziker, T. (2021). Einkaufstourismus hat Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht, Credit Suisse Economics Alert, 21.07.2021.

Lebensmittelhandel hält das hohe Vorjahresniveau

Mit der Öffnung der Grenzen und der Gastronomie im 2. Quartal nahm der Konkurrenzdruck auf den Schweizer Food-Handel indes wieder zu, was sich in einem Umsatzrückgang äusserte (Abb. 57). Gleichzeitig begann sich der Einkaufstourismus zu erholen, blieb zunächst aber noch unter dem Niveau von 2019. Im weiteren Jahresverlauf führte die kontinuierliche Erholung des Einkaufstourismus zu einer Normalisierung der Umsätze auch im Food-Bereich. Letztere blieben jedoch wegen der anhaltenden Pandemie und dem Homeoffice-Trend bis Jahresende über dem Vor-Corona-Niveau.

Glück im Unglück: Non-Food kann sogar zulegen

Im Non-Food-Bereich, der heftig unter den Ladenschliessungen im Winter 2020/2021 litt, führte die Wiedereröffnung der Läden ab dem 1. März 2021 zu einem kräftigen Nachholkonsum, der weitestgehend auf die Schweiz beschränkt blieb. In der Folge pendelte sich der Umsatz im Non-Food-Bereich ebenfalls leicht über dem Vor-Corona-Niveau ein. Zu leiden hatte einmal mehr das Segment Bekleidung und Schuhe (Abb. 58). Es legte im Vergleich zum Vorjahr zwar zu, angesichts der Tatsache, dass das Vorjahr mit einem Minus von 15% katastrophal ausgefallen war, präsentierte sich die Erholung aber eher ernüchternd. Ein Basiseffekt zeigte sich auch im Segment Personal Care & Gesundheit, das die starken Umsätze von 2020 im Jahr 2021 nicht zu halten vermochte. Profitieren konnten dagegen die Sparten Haushalt und Wohnen (+1.7%), Heimelektronik (+1.4%), Do It Yourself (DIY)/Garten/Autozubehör (+8.8%) sowie Freizeit (+4.5%), die abermals expandierten. Unter dem Strich schnitt das Non-Food-Segment um 2.7% besser ab als im Vorjahr. Das Food-Segment konnte demgegenüber das hohe Niveau des Vorjahres mit einem kleinen Minus von 0.5% nur knapp halten. Insgesamt scheint sich die Situation im Detailhandel langsam auf einem Niveau, das um rund 6% über den Vor-Corona-Umsätzen liegt, zu normalisieren. Dies wird es zu verteidigen gelten.

Das Jahr 2021 hat viele Detailhändler positiv überrascht

Das vergangene Jahr hat sich für viele Detailhändler positiver entwickelt als angenommen. Weil sie – beeinflusst vom schwierigen Vorjahr – ihre Umsatz- und Gewinnziele eher defensiv formulierten, konnten 50% der Detailhändler die budgetierten Umsätze teilweise deutlich übertreffen. Der Gewinn lag sogar bei 51% der Händler über ihren Erwartungen, und nur gerade 10% verfehlten ihre Vorgaben. Im Teilmarkt Non-Food waren die Ergebnisse dabei etwas häufiger überdurchschnittlich als im Food-Bereich. Zudem fällt auch der effektive Vergleich zum Vorjahr erfreulich aus. 54% der von Fuhrer & Hotz für den Retail-Outlook²⁰ befragten Entscheidungsträger im Detailhandel konnten die Umsätze gegenüber 2020 steigern. Lediglich 30% blieben unter dem Umsatz des Vorjahres. Händler im Teilmarkt Food/Near-Food waren dabei überdurchschnittlich stark von Umsatzrückgängen betroffen. Dies lag wohl daran, dass wieder mehr Arbeitskräfte in die Büros zurückkehrten und sich daher seltener in den eigenen vier Wänden verpflegten. Folglich tendierten die im Detailhandel getätigten Lebensmitteleinkäufe für den Heimkonsum fortan rückläufig.

Ausblick 2022: Umsatzrückgang wohl unvermeidlich

Die Fortsetzung der Konjunkturerholung sowie eine verbesserte Arbeitsmarktlage sollten die Detailhandelsumsätze 2022 stützen. Dasselbe gilt für das anhaltende Bevölkerungswachstum, das massgeblich von einer positiven Nettozuwanderung, die auch 2022 über dem Vorkrisenniveau bleiben dürfte, beeinflusst wird. Darüber hinaus wird sich der Basiseffekt infolge der Schliessung der stationären Geschäfte Anfang 2021 positiv auf das Umsatzwachstum 2022 auswirken. Dennoch wird es schwierig werden, die pandemiebedingt sehr hohen Umsatzzahlen aus dem Jahr 2021 zu halten, da andere Basiseffekte negativ wirken. Der Wegfall der Einschränkungen in der Gastronomie und der Homeoffice-Pflicht dürfte die Umsätze im Food-Bereich belasten. Ins Gewicht fallen wird zudem, dass alternative Konsumaktivitäten dem hiesigen Detailhandel im Zuge der Normalisierung die höheren Anteile an den Konsumausgaben vermehrt wieder streitig machen dürften. Zudem wird wohl der Einkaufstourismus einen wieder höheren Tribut fordern. Bereits im 2. Halbjahr 2021 zeichnete sich eine Normalisierung des Einkaufsverhaltens ab. Die Frequenzen im stationären Einzelhandel erreichten Werte, die nur noch wenig unter dem Niveau in den Wochen vor Ausbruch der Corona-Pandemie lagen (Abb. 59).

Sättigungstendenzen dürften das Pendel in die andere Richtung ausschlagen lassen

Sättigungstendenzen dürften beim Verkauf von langlebigen Gütern wie Fahrrädern, Langlaufskis, Möbeln, Computern oder Werkzeugen für den Haushalt und den Garten zu rückläufigen Umsätzen in den entsprechenden Non-Food-Segmenten führen. Im Bekleidungssegment erwarten wir dagegen einen Nachholkonsum, ohne dass jedoch auch nur annähernd eine Erholung auf das Vorkrisenniveau erfolgen dürfte. Wir rechnen insgesamt mit einer Abnahme der nominalen Umsätze im Jahr 2022 um rund 4%. Je nach Segment wird die jährliche Veränderung anders zu Buche schlagen. Die Detailhandelsbranche ist im Gegensatz dazu optimistischer. Zwei Drittel der befragten Detailhändler und Hersteller von Detailhandelsgütern erwarten für 2022 steigende Umsätze.

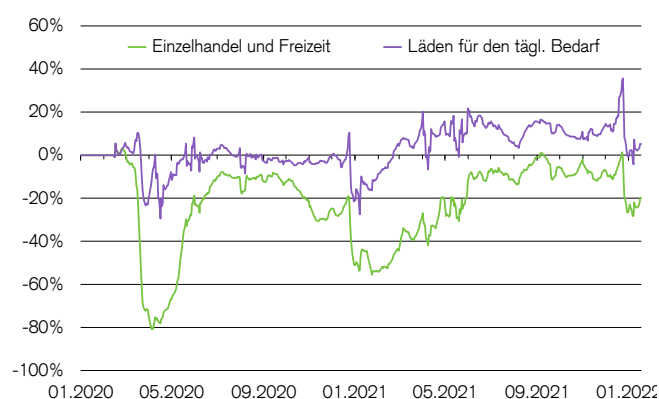
²⁰ Credit Suisse Retail Outlook 2022: «Special Days» polarisieren den Schweizer Detailhandel.

Agiler Onlinehandel gewinnt weitere Marktanteile hinzu

Der Onlinehandel vermochte das sprunghaft erhöhte Umsatzniveau des Jahres 2020 zu halten und 2021 sogar auszubauen (Abb. 60). Die bisweilen überraschenden Wendungen der COVID-19-Krise spielten den agilen Onlinehändlern in die Hände. Letztere konnten Sortimentsumstellungen, Promotionsänderungen oder Preisanpassungen einfacher und rascher bewerkstelligen. Die markanten Veränderungen der Nachfrage – beispielsweise von eleganten Schuhen für den Ausgang zu Hauspantoffeln – stellten den Handel vor Herausforderungen. Wer die plötzlich nachgefragten Produkte liefern konnte, war im Vorteil. Die an kürzere Zyklen gewöhnten Onlinehändler hatten weniger Probleme, sich die richtige Ware zu sichern und diese zu vertreiben als die stationären Händler, die ihre Produkte üblicherweise weit im Voraus beschaffen und dann eine Saison lang statisch bewirtschaften. Von der enormen Nachfrage im Onlinekanal profitieren die Anbieter am meisten, die im Markt bereits etabliert waren, über funktionierende Prozesse verfügten und umfassende Logistikinfrastrukturen aufgebaut hatten oder von extern beziehen konnten. Derartige Akteure konnten die sich infolge der höheren Umsatzvolumen bietenden Skaleneffekte vollumfänglich ausschöpfen.

Abb. 59: Normalisierung der Frequenzen im 2. Halbjahr 2021

7-Tage-Schnitt, 0% = Ausgangswert zwischen dem 10. Januar und 29. Februar 2020

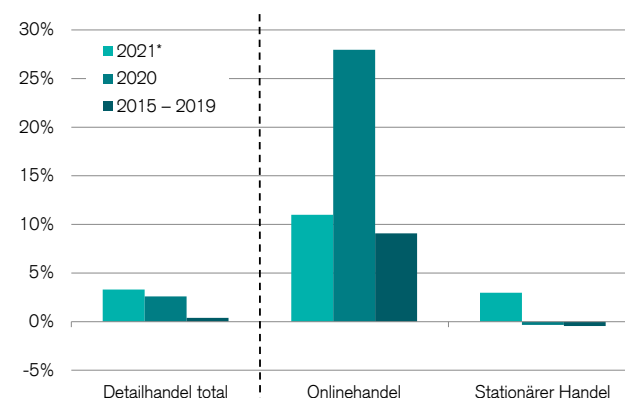


Quelle: Google

Letzter Datenpunkt: 17.01.2022

Abb. 60: Ungleiche Umsatzentwicklung im Offline-/Onlinehandel

Nominales Umsatzwachstum im Detailhandel (*Schätzung)



Quelle: GfK, BFS, Handelsverband, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2021

Grosse Diskrepanzen innerhalb des Online-sektors

Damit ist auch bereits klar, dass die Umsatzzuwächse unter den einzelnen Onlinehändlern sehr unterschiedlich ausfielen. Vom pandemiebedingten Boom konnten zwar fast alle von ihnen profitieren, einige aber nur mit einstelligen Wachstumsraten. Bei anderen dagegen gingen die Umsätze buchstäblich durch die Decke. Auffallend ist, dass die ausländischen Anbieter zurückgefallen sind. Sie mussten im Jahr 2020 zumeist Umsatzrückgänge hinnehmen. Dies dürfte auch 2021 der Fall gewesen sein. Insgesamt dürfte der Onlinehandel letztes Jahr um rund 11% gewachsen sein. Per Mitte 2021 lag er gegenüber dem starken Vorjahr noch mit 15% im Plus. Dieses Niveau dürfte der Onlinehandel aber nicht gehalten haben, da die stationäre Konkurrenz im 2. Halbjahr Boden gutmachen konnte. Ende September hatte sich der Umsatzzuwachs gemäss GfK auf 13% reduziert. Mittlerweile haben bereits die ersten Onlinehändler ihre Umsatzzahlen für das Gesamtjahr 2021 vorgelegt. Die Migros vermeldete etwa ein Online-Detailhandelswachstum von 15.6%, zu welchem Digitec Galaxus ein Wachstum von 17.7% beisteuerte. Die Competec-Gruppe, zu welcher der Onlinehändler Brack.ch gehört, verzeichnete ein Wachstum von 9.0%. Coop kam auf ein Wachstum von 7.6% im reinen Business-to-Consumer-Geschäft. Farny trumpfte mit einem Plus von 23% auf.

Onlinehandel 2021 ungefähr auf altem Wachstumspfad

Das erneut hohe Wachstum des Onlinehandels im letzten Jahr entsprach ungefähr dem Niveau der Jahre vor der Pandemie und unterstreicht, dass in den Onlinekanal abgewanderte Umsätze für den stationären Handel in der Regel verloren sind und nicht wieder zurückkehren. Die Corona-Krise hat die Einkaufsgewohnheiten vieler Haushalte verändert. Die Konsumenten haben sich im Zuge der Pandemie Kompetenzen in Bezug auf den Onlineeinkauf angeeignet und akzeptieren Onlineshopping heute für viel breitere Produktspektren. Viele Konsumenten, die während des Lockdowns erstmals online bestellten, werden in Zukunft nicht mehr auf diesen Kanal verzichten wollen.

Veränderung der Frequenzen

Die Verschiebungen zwischen den Einkaufskanälen bergen die Gefahr, dass die erwarteten Umsatzrückgänge mehrheitlich zulasten des stationären Handels gehen werden. Hinzu kommt, dass die Pandemie die bisherigen Einkaufsgewohnheiten aufgebrochen hat. Weil wir davon ausgehen,

dass in Zukunft Mischformen zwischen Homeoffice und Büropräsenz vorherrschen werden, dürften veränderte Tagesabläufe die Einkaufsroutinen dauerhaft verändern. Hiervon betroffen sind zum Beispiel Hochfrequenzlagen an Verkehrsknotenpunkten. Diese haben bereits beträchtlich unter den pandemiebedingt verringerten Frequenzen gelitten und sehen sich jetzt dem Risiko ausgesetzt, dass sich diese Frequenzen für längere Zeit nicht auf das ursprüngliche Niveau erholen werden. Im Gegensatz dazu profitieren stationäre Läden in Wohnquartieren, Quartierläden und Quartierzentren. Generell ist mit einem Frequenzrückgang zu rechnen, da sich die Mobilität dauerhaft verringern dürfte, was wir schon im Retail Outlook 2021 dargelegt haben.²¹

Gesundschumpfung im stationären Handel

Die veränderte Ausgangslage sowie die eigenen Onlineerfahrungen werden den stationären Detailhandel zu Reaktionen zwingen. Tendenziell unterschätzen die Detailhändler das Potenzial im Onlinebereich nach wie vor. Wie sonst ist zu erklären, dass 69% der von Fuhrer & Hotz befragten Entscheidungsträger, die Produkte ausserhalb des täglichen Bedarfs verkaufen, ihre budgetierten Onlineumsätze 2021 übertroffen haben, viele davon sogar um 10% und mehr? Nationale und internationale Ketten dürften ihre Strategie, die Zahl der Filialen zu reduzieren und in den Onlinekanal zu investieren, daher fortsetzen. Gleichzeitig sinkt der Flächenbedarf, da dem stationären Handel immer weniger die Funktion zukommt, die ganze Breite des Sortiments anzubieten. Diesen Zweck erfüllt immer öfter der Onlineshop. Zudem verabschieden sich viele Fachdetailhändler schleichend aus dem Geschäft – nicht, weil sie Konkurs gehen, sondern weil sie ihr Geschäft mangels Nachfolgelösung oder mangels Aussichten auf eine prosperierende Zukunft aufgeben, bevor sie dazu gezwungen werden. Die Gesamtzahl der Verkaufsstellen in der Schweiz ist daher seit Jahren rückläufig. Es verschwinden Bäckereien, Metzgereien, Bekleidungs- und Schuhgeschäfte, Papeterien, Möbelgeschäfte – die Liste liesse sich beliebig verlängern. Nur in wenigen Detailhandelssparten steigt die Zahl der Verkaufsstellen. Dazu gehören Fahrrad-, Brillen- und Heimtiergeschäfte sowie Detailhändler, die mit medizinischen oder kosmetischen Artikeln handeln.

Abbau konzentriert sich auf das Non-Food-Segment

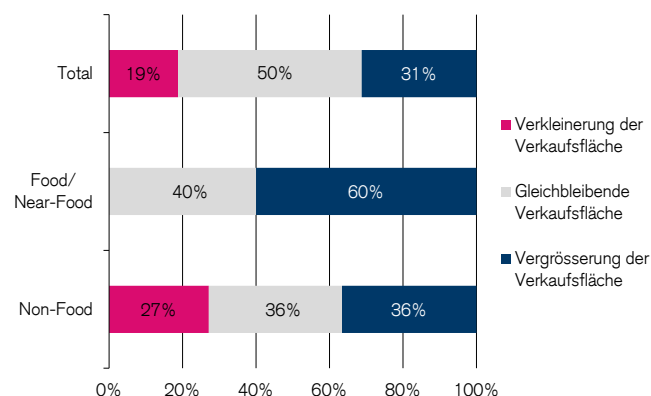
Einen Zuwachs an Verkaufsstellen dürfte auch der Food/Near-Food-Bereich verzeichnen. Die Wiederentdeckung der Quartierläden sowie das kontinuierliche Bevölkerungswachstum sollten diesen Trend untermauern. Dies zeigt sich auch in den Antworten der Detailhändler zu ihren Verkaufsflächenplänen (Abb. 61): Bei den Detailhändlern aus dem Food/Near-Food-Bereich fasste keiner eine Verkleinerung ins Auge, wogegen es im Non-Food-Bereich 27% waren. Während im Food/Near-Food-Bereich folglich die Expansion im Vordergrund steht, wollen diverse Händler im Non-Food-Segment ihre Wirtschaftlichkeit mittels Schliessung bestehender Standorte verbessern.

Vor allem Gross- und Mittelzentren (inkl. Agglomerationen) betroffen

Bleibt die Frage, wo die Gesundschumpfung die tiefsten Spuren hinterlassen wird. Für eine Antwort lohnt sich der Blick auf das auf Onlineportalen ausgeschriebene Flächenangebot (Abb. 62). Einen ersten Höhepunkt erreichte dieses im Jahr 2016, nachdem der Strukturwandel im Verkaufsflächenmarkt angekommen war, und seit Anfang 2020 nimmt das Volumen der zur Vermietung ausgeschriebenen Verkaufsflächen wieder zu. COVID-19 scheint eine neue Bereinigungswelle ausgelöst zu haben. Von dieser erfasst werden in erster Linie die Gross- und Mittelzentren, die vom Strukturwandel bisher am stärksten betroffen waren, sowie deren Agglomerationen. Hingegen waren die Kleinzentren sowie die periurbanen, touristischen und ländlichen Gemeinden zuletzt überhaupt nicht betroffen. An solchen Standorten ist die Ladendichte deutlich geringer und die Nachfrage infolge der vermehrten Nutzung von Homeoffice plötzlich sehr viel höher.

Abb. 61: Geplante Veränderung der Verkaufsfläche

Geplante Veränderung des Verkaufsflächenanteils an der Gesamtfläche; in %; n=16

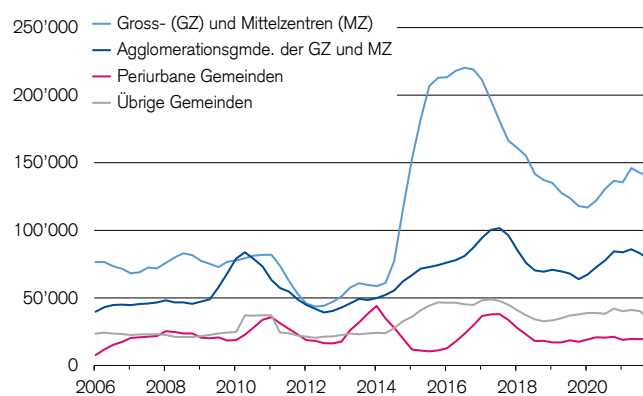


Quelle: Fuhrer & Hotz

Letzter Datenpunkt: 2021

Abb. 62: COVID-19 löst eine neue Bereinigungswelle aus

Auf Onlineportalen ausgeschriebene Verkaufsflächen in m² (rollendes Quartalsmittel)



Quelle: Meta-Sys, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q4/2021

²¹ Credit Suisse Retail Outlook 2021: COVID-19-Pandemie und Schweizer Detailhandel.

Renditedruck bleibt bestehen

Direkte Schweizer Immobilienanlagen haben sich einmal mehr als krisenresistent erwiesen, und die fortschreitende wirtschaftliche Erholung stärkt ihre Ertragsbasis zusätzlich. Auch die jüngsten Zinsanstiege dürften Anleger deshalb mangels Alternativen kaum abschrecken.

Anleger positionieren sich für die Zeit nach der Pandemie

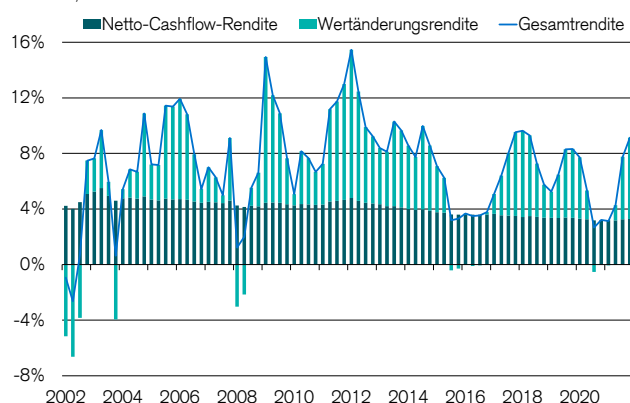
Die kräftige Konjunkturerholung, die im vergangenen Jahr eingesetzt hat, dürfte anhalten. Zudem weckt der Verlauf der Corona-Pandemie Hoffnungen auf eine weitgehende Aufhebung der noch bestehenden Einschränkungen im weiteren Jahresverlauf. Damit rücken wieder die längerfristigen Perspektiven in den Fokus der Anleger. Es stellt sich mitunter die Frage, wie Immobilienportfolios für die Zeit nach COVID-19 anzupassen sind. Zum einen haben sich die Ertragsaussichten zwischen und innerhalb der einzelnen Segmente verschoben. Bei Büroflächen etwa wird der Standort noch entscheidender, Mehrfamilienhäuser ausserhalb der Grosszentren spüren Rückenwind, und Logistikflächen sowie Datenzentren dürften weiterhin starke Wertzuwächse erfahren. Zum anderen erinnern die aufkeimenden inflationären Tendenzen in den USA und der Eurozone die Anleger daran, dass die Ära der ultratiefen Zinsen dereinst enden wird.

«Betongold» erfreut sich ungebremsster Nachfrage

Noch ist es jedoch hierzulande nicht soweit. Die hiesigen Kapitalmarktrenditen tendierten zu Jahresbeginn zwar aufwärts, und der 10-jährige Eidgenosse überschritt erstmals seit rund drei Jahren die Null-Prozent-Marke, angesichts einer mittleren Netto-Cashflow-Rendite von 3.3% (Abb. 63) für Wohn- und gemischte Renditeliegenschaften bleibt die Renditeprämie für Immobilienanleger aber auch im langfristigen Vergleich noch immer hoch. Von einer anhaltend starken Nachfrage nach dem «Betongold» zeugen auch die im vergangenen Jahr äusserst umfassenden Kapitalmarkttransaktionen von Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften (vgl. Seite 51) sowie ein hohes Wachstum der ausstehenden Hypothekarkredite an Unternehmen von zeitweise bis zu 6% gegenüber dem Vorjahr.

Abb. 63: Beschleunigtes Preiswachstum bei Renditeliegenschaften

Transaktionsbasierte Gesamtrenditen von Wohn- und gemischten Renditeliegenschaften, annualisiert



Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse.

Quelle: IAZI, Credit Suisse

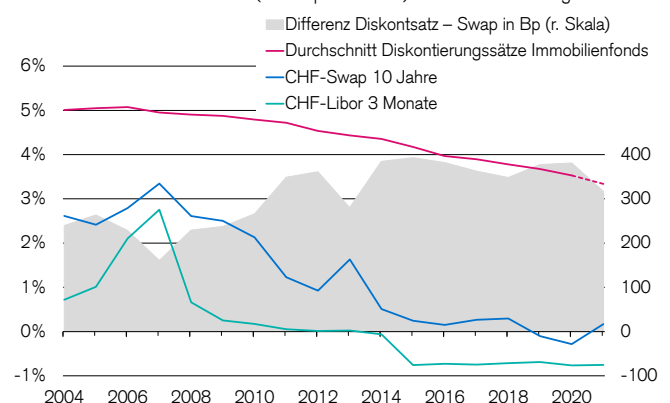
Letzter Datenpunkt: Q4/2021

Renditekompression bei Mehrfamilienhäusern dürfte anhalten

Gestützt wird dieser Eindruck von Transaktionsdaten für Wohn- und gemischte Renditeliegenschaften (Abb. 63). Gemäss dem SWX IAZI Investment Real Estate Performance Index, der rund die Hälfte der Freihandtransaktionen in der Schweiz abdecken soll, hat das Preiswachstum im Verlauf des vergangenen Jahres wieder Fahrt aufgenommen. Im 4. Quartal 2021 lagen die Transaktionspreise um 5.9% über der Vorjahresperiode, die Gesamtrendite notierte gar bei 9.1%. Hauptstütze des Preiswachstums dürften dabei die Mehrfamilienhäuser gewesen sein. Diese werden weiterhin von vielen Anlegern als anleihenähnliches Instrument mit geringem Kapitalverlustisiko und zuverlässiger Ausschüttung gesehen. Bei Büro- und Verkaufsflächen abseits der besten Lagen herrscht demgegenüber eine gewisse Verunsicherung bezüglich der zukünftigen Ertrags-

Abb. 64: «Reserven» in den Bewertungen werden kleiner

Entwicklung der durchschnittlichen Diskontierungssätze anhand der Liegenschaften der Schweizer Immobilienfonds (2021: provisorisch) und Zinsentwicklung



Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse.

Quelle: Geschäftsberichte der Immobilienfonds, Datastream, Credit Suisse
Letzter Datenpunkt: 30.09.2021

kraft. Bedingt ist diese Unsicherheit dadurch, dass die Mieter mit der Anmietung neuer Flächen zuwarten, solange sie ihren künftigen Flächenbedarf wegen des Strukturwandels nicht genau einschätzen können.

Spielraum bei Diskontsätzen noch nicht ausgereizt

Obwohl die Kapitalmarktrenditen ihre Tiefststände überschritten haben, dürfte die zinsseitige Unterstützung für die Bewertungen von Renditeliegenschaften noch einige Zeit anhalten. Seit 2004 sind die mittleren Diskontierungssätze, die für die Bewertung der Liegenschaften von Schweizer Immobilienfonds angewendet werden, von 5.0% auf 3.3% gefallen (Abb. 64). Die Differenz zwischen den Diskontsätzen und dem risikolosen Zinssatz, hier gemessen am 10-jährigen CHF-Swap, stieg zwischenzeitlich auf bis gegen 400 Basispunkte. Aufgrund des Anstiegs der Langfristzinsen reduzierte sich diese Differenz bis 2021 wieder auf knapp 320 Basispunkte, sodass nach wie vor Spielraum für Anpassungen der Diskontsätze nach unten besteht.

Verbesserte Ertragsaussichten bei Mehrfamilienhäusern, ...

Bei den Wohnrenditeliegenschaften haben sich die ertragsseitigen Aussichten zuletzt aufgehellt. Die Lehrwohnungsziffer erfuhr im vergangenen Jahr eine Trendwende, und bei den Mieten ist eine Stabilisierung zu beobachten (vgl. Kapitel Mietwohnungen, Seite 26 ff.). Gemessen am Portfolio des Datenpools der Real Estate Investment Data Association (REIDA) sanken die leerstandsbedingten Mietertragsausfälle von 3.6% des Sollmietertrags im Jahr 2019 auf 2.4% im Jahr 2021 (Abb. 65).

... doch Mieter bleiben vielerorts am längeren Hebel

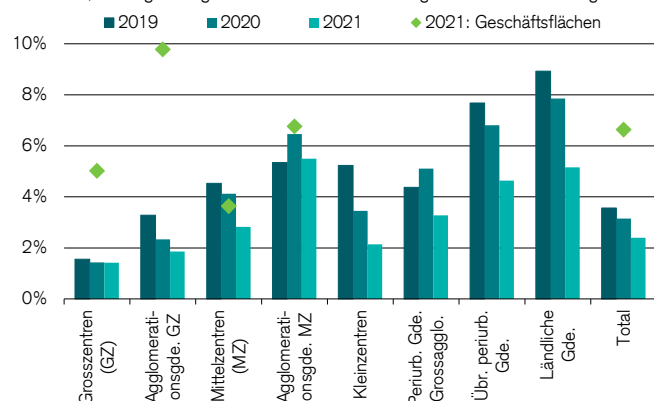
Regional bestehen jedoch weiterhin substantielle Überangebote. So liegt etwa der Mietertragsausfall in den Agglomerationsgemeinden der Mittelzentren noch immer bei hohen 5.5%. In einem solchen Umfeld bleibt der Wettbewerb um Mieter intensiv. Es gilt, eine Liegenschaft möglichst gut am Markt zu positionieren, um der Kombination aus sinkenden Renditen und substantiellen Ertragsausfallrisiken entgegenzuwirken. Gerade abseits der besten Lagen sollten dabei der Wohnungsmix und die Grundrisse optimal auf die potenziellen Nachfrager abgestimmt werden. Ein wirksamer Hebel ist dabei auch die Ausstattung der Liegenschaften, die auch bei Bestandsobjekten noch ohne umfassende Umbaumaassnahmen angepasst werden kann. Beispielsweise dürfte heutzutage das Fehlen eines Waschturms in der Wohnung bei vielen Wohnungssuchenden ein Killerkriterium darstellen. Entsprechend ist der Anteil der Wohnungsinserate, die einen solchen Waschturm anpreisen, in den letzten zehn Jahren von 15% auf rund 25% gestiegen.

Den Boom der E-Mobilität nutzen

Ein Thema, das stark an Bedeutung gewinnt, ist die E-Mobilität. In den letzten Jahren ist die Zahl der Neuzulassungen von Elektroautos förmlich explodiert. Ihr Anteil machte im 4. Quartal 2021 (Plug-in-Hybride miteingerechnet) bereits 29.8% aus (Abb. 66) und dürfte weiter steigen. Folglich wird das Vorhandensein einer E-Tankstelle oder eines Einstellplatzes mit Wallbox (Ladestation) voraussichtlich für immer mehr Mieter zu einem bei der Wohnungssuche mitentscheidenden Kriterium werden. Das diesbezügliche Angebot ist bei Mietwohnungen zwar steigend, aber noch sehr klein: Im 4. Quartal 2021 bewarben erst knapp 0.5% aller Mietwohnungsinserate den Zugang zu einer Ladestation oder die Möglichkeit, eine Wallbox zu installieren. Somit bietet sich hier «Early Movers» eine Chance, auf dieses wachsende Bedürfnis zu reagieren – in einigen Kantonen gar unter Kostenbeteiligung aus Energieförderprogrammen. Neubauten sollten daher zumindest auf den Einbau von Wallboxen bei einzelnen Einstellplätzen vorbereitet sein. Alternativ bietet sich auch die Möglichkeit an, die Zusammenarbeit mit einem E-Tankstellenbetreiber bzw. einem Elektrizitätsunternehmen zu suchen, um einzelne geteilte E-Tankstellen einzurichten (und sogar etwaige Zusatzerträge zu erwirtschaften).

Abb. 65: Rückläufige Mietertragsausfälle bei Wohnen

Mietertragsausfall Wohnen durch Leerstand, in % der Soll-Mieten, jeweils per 3. Quartal; Datengrundlage: über 120'000 Mietverträge institutioneller Anleger

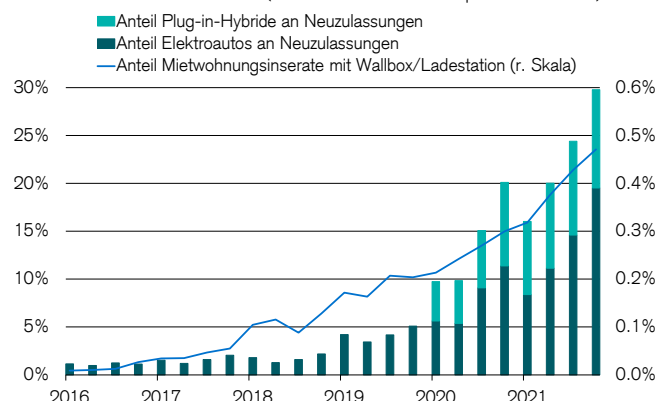


Quelle: REIDA, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q3/2021

Abb. 66: Ladestationen bei Mietwohnungen noch die Ausnahme

Anteil Elektroautos an den PKW-Neuzulassungen und Anteil der Mietwohnungsinserate mit Hinweis auf Ladestation (bereits vorhanden oder Option zum Einbau)



Quelle: auto-schweiz, Meta-Sys, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q4/2021

Wenig Luft nach oben bei Wohnimmobilienfonds

Anleger sind bereit, einen hohen Preis für die stabilen Erträge aus Wohnimmobilienfonds zu bezahlen. Bei Immobilienaktien und Geschäftsimmobilienfonds dominiert demgegenüber trotz fortschreitender Erholung noch Zurückhaltung.

Immobilienfonds lassen Immobilienaktien hinter sich

Schweizer Immobilienfonds konnten auch im zweiten Pandemiejahr ihre defensiven Qualitäten und ihren anleihenähnlichen Charakter ausspielen. Mit einer Gesamtrendite von 7.3% (Abb. 67) lag ihr Ertrag im vergangenen Jahr zwar – anders als noch 2020 – deutlich hinter dem breiten Aktienmarkt (SPI: +23.4%) und den globalen Immobilien-Aktienindizes (MSCI World Real Estate: +32.1%) zurück, die Schweizer Immobilienaktien (SXI Real Estate Shares: +4.4%) sowie ihre europäischen Pendanten (+3.8%) liessen sie aber erneut hinter sich.

Wohnimmobilien bevorzugt

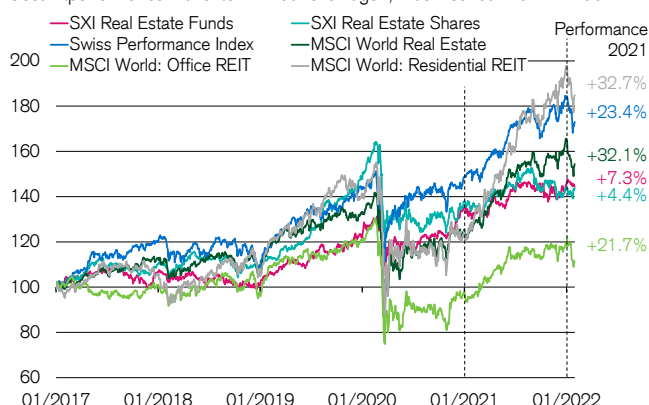
Pandemiebedingte strukturelle Effekte, z.B. ein verminderter Büroflächenbedarf infolge vermehrten Arbeitens von zu Hause oder der beschleunigte Siegeszug des Onlinehandels, belasten die Performance von Geschäftsflächen weiterhin. Globale Real Estate Investment Trusts (REITs) mit Büro- oder Retail-Fokus legten zwar letztes Jahr stark zu, genau wie die Schweizer Immobilienaktien, die zu über drei Viertel in Geschäftsflächen investiert sind, haben sie sich aber noch immer nicht vollständig vom Einbruch zu Beginn der Pandemie erholt. Die kotierten Schweizer Immobilienfonds sind im Gegensatz dazu unter dem Strich zu über 50% in Mehrfamilienhäuser investiert.

Rückläufige Mietausfallraten

Wachsende Unterstützung erhalten die Immobilienfonds von ihren Fundamentaldaten. Die Mietausfallrate ist 2021 erstmals seit vier Jahren gesunken – von 6.0% auf 5.7% (Abb. 68). Der Rückgang ist gänzlich auf die Geschäftsimmobilienfonds zurückzuführen. Zuzuschreiben ist er weniger Leerstandsveränderungen, sondern vielmehr dem Rückgang der pandemiebedingten Ausfälle infolge von Mietzinserlassen und Debitorenverlusten, die teilweise ebenfalls den Mietausfallraten hinzugerechnet werden. Da das berücksichtigte Geschäftsjahr bei einigen Fonds noch die gesamte 2. Jahreshälfte 2020 mitabdeckt, dürften solche temporären Effekte noch nicht vollständig aus den Zahlen verschwunden sein, sodass 2022 eine weitere Reduktion der Mietausfallraten resultieren dürfte. Bei den Immobilienfonds mit Anlagefokus Wohnen war jedoch 2021 nochmals ein minimaler Anstieg der Mietausfallrate auf 5.1% zu beobachten. Der Rückgang der Leerwohnungsziffer im Mietwohnungsmarkt hat sich hier folglich noch nicht in der Mietausfallrate niedergeschlagen. Dies dürfte einerseits ebenfalls an der Abgrenzung der Geschäftsjahre liegen, andererseits aber auch am starken Fokus der Fonds auf die Grossagglomerationen, deren Kerne keinen Leerstandsrückgang verzeichneten.

Abb. 67: Underperformance von Schweizer Immobilienaktien

Gesamtperformance indirekter Immobilienanlagen, Index: Januar 2017 = 100



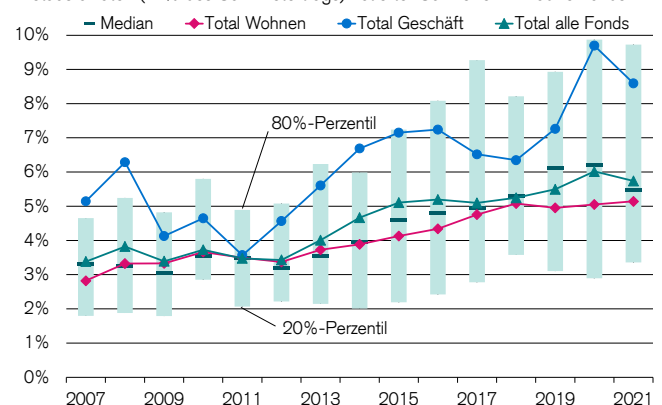
Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse.

Quelle: Datastream, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 31.01.2022

Abb. 68: Trendwende bei den Mietertragsausfällen

Mietausfallraten (in % des Soll-Mietertrags) kotierter Schweizer Immobilienfonds



Quelle: Jahres- und Halbjahresberichte Immobilienfonds, Datastream, Credit Suisse
Letzter Datenpunkt: 30.09.2021

Anlagegefässe füllen Kassen für weitere Transaktionen

Das rege Anlegerinteresse an indirekten Immobilienanlagen widerspiegelt sich in hohen Kapitalzuflüssen (Abb. 69). Mit einem Gesamtvolumen von CHF 3.65 Mrd., das 2021 in Kapitalerhöhungen und Lancierungen floss, wurde das bereits hohe Volumen des Vorjahres nochmals übertrafen. Immobilienfonds treten dadurch zunehmend als einer der Hauptakteure am Transaktionsmarkt für Renditeliegenschaften auf und dürften mitunter dafür sorgen, dass die Nachfrage hoch bleibt. Gleich drei Fonds wurden ausserdem neu an der Zürcher Börse SIX kotiert und in den SIX Real Estate Funds Index aufgenommen, der damit mittlerweile eine Gesamtkapitalisierung von über CHF 64 Mrd. aufweist. Darüber hinaus partizipierten auch Immobilienaktiengesellschaften aktiv am Kapitalmarkt, platzierten sie doch Obligationen im Umfang von CHF 1.71 Mrd.

Hohe Aufpreise für Wohnimmobilien- fonds ...

Der ausgeprägte Fokus der Anleger auf Wohnimmobilien schlägt sich in den Agios der Immobilienfonds nieder. Die Aufpreise zum Nettoinventarwert, zu welchen Wohnimmobilienfonds an der Börse gehandelt werden, lagen per Ende Januar 2022 bei hohen 46.4%, nachdem sie im Jahresverlauf zwischenzeitlich gar die 50% Marke überschritten hatten (Abb. 70). Die höchsten Aufpreise von bis über 60% werden für zumeist grosse, liquide und über Jahrzehnte etablierte Fonds bezahlt. Neben bestehenden Aufwertungsreserven dürften bei diesen Fonds die hohen latenten Steuern, die bei der Berechnung des Nettoinventarwerts (NAV) berücksichtigt werden, der Hauptgrund für die hohen Agios sein. Speziell bei älteren Fonds, die zu günstigen Preisen eingekauft haben, drücken die geschätzten Liquidationssteuern den NAV übermässig nach unten und überzeichnen folglich die Agios. Ohne Abzug der Liquidationssteuern, die bei längerer Besitzdauer geringer ausfallen, wären die NAV höher, und die Aufpreise erschienen weniger überzeichnet.

... im Vergleich zu Fonds und Aktien mit Fokus auf Geschäfts- flächen

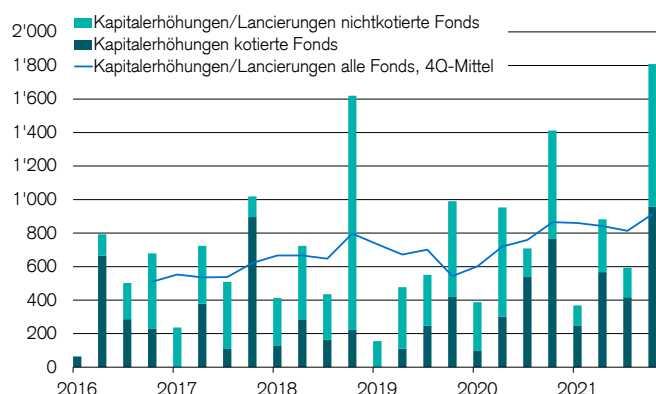
Die durchschnittliche Prämie, also das am Markt bezahlte Agio für Wohnimmobilienfonds im Vergleich zu Fonds mit Fokus auf kommerzielle Immobilien, ist seit Pandemiebeginn stark gestiegen und lag Ende Januar 2022 bei über 20 Prozentpunkten. Höher sind die Bewertungen von Geschäftsimmobiliensfonds mit starkem Fokus auf Spezialsegmente wie Logistik oder Self Storage, wogegen einige wenige Fonds ohne Aufpreise oder gar mit leichten Abschlägen zum Inventarwert notieren. Dabei handelt es sich oft um Gefässe mit höherem Anteil an Büro- und Gewerbeflächen jenseits der Toplagen, die einen stärkeren Fokus auf Wachstum legen und teilweise ein hohes Leerstandsrisiko aufweisen. Die Prämien der Immobilienaktien schliesslich fallen mit einem Wert von zuletzt 18.9% moderater aus als bei den Fonds, liegen jedoch ebenfalls nach wie vor über ihrem langfristigen Mittelwert.

Gelegenheit für Gewinnmitnahmen

Die hohe Ertragssicherheit der Wohnimmobilienfonds hat somit ihren Preis. Für diese Produkte werden gegenwärtig nicht nur hohe Aufpreise fällig, auch ihre Ausschüttungsrendite fällt mit einem Mittel von 2.1% tief aus. Mit Geschäftsimmobiliensfonds lassen sich dagegen im Mittel noch Ausschüttungsrenditen von 3.4% erzielen. Während ausserdem die Sicherheit der Cashflows bei Wohnimmobilienfonds als hoch einzustufen ist, drohen bei Zinsanstiegen markante Preiskorrekturen – zeigt sich doch langfristig eine hohe Korrelation zwischen Zinsniveau und Agio. Die gegenwärtigen Bewertungen sind also vor dem Hintergrund der bereits gestiegenen Kapitalmarkttrenditen als hoch einzustufen, weshalb wenig Spielraum für weitere Wertzuwächse besteht. Für stärker wachstumsorientierte Anleger mit längerem Anlagehorizont scheint es uns daher prüfenswert, Gewinne auf einem Teil der Positionen in Wohnimmobilienfonds zu realisieren und die Erlöse in inländische oder ausländische Geschäftsimmobilen zu investieren.

Abb. 69: Hohe Kapitalzuflüsse bei Schweizer Immobilienfonds

Kapitalerhöhungen und Lancierungen, in CHF Mio.

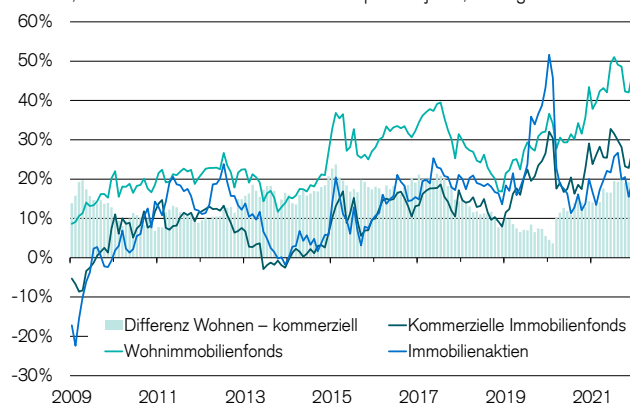


Quelle: Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 31.12.2021

Abb. 70: Wohnimmobilienfonds mit rekordhohen Agios

Agios von Immobilienfonds und Prämien von Immobilienaktien, in % des Nettoinventarwerts; kommerzielle Immobilienfonds inkl. Spezialobjekte, ohne gemischte Fonds



Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse.

Quelle: Datastream, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 31.01.2022

Anlagestrategie auf Zeit nach COVID-19 ausrichten

Verbesserte Ertragsaussichten, steigende Zinsrisiken

Von der kräftigen Konjunkturerholung, die sich 2022 fortsetzen dürfte (Wachstum des Bruttoinlandsprodukts um voraussichtlich +2.5%), profitiert vor allem der Wohnungsmarkt. Die COVID-19-Pandemie hinterlässt im Immobilienmarkt jedoch Spuren, die nicht wieder verschwinden werden, hat sie doch zu Nachfrageverschiebungen innerhalb und zwischen den verschiedenen Segmenten des Immobilienmarktes geführt. Gleichzeitig hat sie via eine expansive Geld- und Fiskalpolitik sowie Verwerfungen in den globalen Lieferketten inflationäre Tendenzen heraufbeschworen. Diese bleiben in der Schweiz indessen noch überschaubar, sodass ein geldpolitischer Kurswechsel der Schweizerischen Nationalbank nicht unmittelbar bevorsteht. Trotzdem sollten sich Anleger auf weitere moderate Anstiege der Langfristzinsen einstellen. Denn selbst bei den liquiden indirekten Immobilienanlagen scheinen solche noch nicht eingepreist zu sein, wie die hohen Agios bei Immobilienfonds implizieren.

Bewährte Strategien überdenken

Längerfristig dürfte die klassische Kaufen-Halten-Strategie – anders als in den letzten 20 Jahren – kein Renditegarant mehr sein. Die Renditekompression hat vor allem an den Toplagen ein Ausmass erreicht, das bei künftigen Zinsanstiegen ein hohes Wertkorrekturpotenzial signalisiert. Dies stellt das Risiko-Rendite-Verhältnis von als konservativ geltenden Strategien infrage, wie z.B. einer Konzentration auf Core-Wohnobjekte in den Zentren. Umso wichtiger wird eine Anlagestrategie, die auf eine gute regionale und sektorielle Diversifikation setzt, die auch Objekte mit Ertragssteigerungspotenzial oder Immobilienentwicklungen einschliesst und die Investitionen im Ausland berücksichtigt.

Unsere favorisierten Immobilienanlagen 2022

Zusammenfassende Einschätzung der einzelnen Immobiliensegmente und präferierte Objekte

Segment	Generelle Einschätzung	Höchste Überzeugung
Wohnen	Dank reger Nachfrage seitens der Mieter und rückläufiger Bautätigkeit haben sich die Ertragsaussichten insgesamt verbessert, vor allem in suburbanen bis ländlichen Regionen. Punktuell bestehen weiterhin Überangebotsrisiken, und aufgrund der starken Renditekompression drohen bei Zinserhöhungen grössere Wertkorrekturen.	- Objekte in gut erschlossenen Gemeinden im suburbanen bis ländlichen Raum - Hoher Anteil an Wohnungen mit drei oder mehr Zimmern - Flexible, für ein Homeoffice geeignete Grundrisse, grosszügige Aussenflächen/Balkone - Mikroapartments, Student Housing, Coliving in Grosszentren - Alterswohnungen (demografischer Wandel, sinkende Neueintritte in Alters- und Pflegeheime)
Büroflächen	Die Vermarktungssituation wird aufgrund der Homeoffice-bedingten Unsicherheiten schwierig bleiben. Wir rechnen daher – trotz konjunktureller Erholung – mit einem Verharren der Flächenangebote und der Leerstände auf hohen Niveaus sowie mit einem weiterhin leichten Minus bei den Mietpreisen.	- Liegenschaften an zentralen Lagen mit hoher Dichte an Points of Interest - Flexible Grundrisse zur Anpassung an hybride Arbeitsmodelle mit Büros als Kommunikationszonen - Coworking-Flächen an urbanen Standorten mit zugkräftigem Betreiber
Verkaufsflächen	Die Verlagerung der Umsätze auf den Onlinekanal hat sich während der Pandemie beschleunigt. Der Strukturwandel ist in der Schweiz noch nicht weit fortgeschritten, und Verkaufsflächen drohen Korrekturen sowohl auf der Ertrags- als auch auf der Preisseite.	- Top Einkaufsstrassen in den Grosszentren - Urbane Shopping-Center mit hohem Gastro- und Dienstleistungsanteil - Kleinere Retailcenter mit starkem Food-Anker - Fachmärkte (insbesondere Garten- und Baumärkte)
Logistik	Logistikflächen profitieren vom wachsenden Onlinehandel und der Urbanisierung. Das Angebot ist in der Schweiz aufgrund der Bodenknappheit begrenzt, sodass längerfristig mit weiteren Aufwertungen zu rechnen ist.	- Paket- und Distributionszentren an den Hauptverkehrsachsen mit hoher Drittverwendbarkeit - Kleinteilige City-Logistik-Flächen
Hotel- und Gastgewerbe	Die Gastronomie sowie die auf Feriengäste ausgerichtete Hotellerie dürften sich nach Pandemieende relativ rasch und vollständig erholen. Dabei sollte zuerst die europäische und danach mit etwas Verzögerung auch die aussereuropäische Nachfrage anziehen. Auf Geschäftstouristen fokussierten Hotels, z.B. in Flughafennähe, drohen jedoch auch langfristig geringere Erträge.	- Innovative Stadthotels mit drei bis vier Sternen, die eine junge und urbane Klientel von Freizeitreisenden ansprechen - Aparthotels/Serviced Apartments im Alpenraum mit Coworking-Angeboten - Dark Kitchens, die vom Boom der Food-Kurierdienste profitieren

Quelle: Credit Suisse

Zehn Fragen – zehn Antworten

Steigen die Preise von Wohneigentum weiter?

Wir rechnen mit weiteren Preisanstiegen, alles andere würde uns sehr überraschen. Dass Knappheiten die Preise nach oben treiben, ist ein Grundgesetz der Ökonomie. Die Produktion von Wohneigentum sinkt seit Jahren, was neben den generell knapper werdenden Baulandreserven insbesondere mit dem Fokus der Bautätigkeit auf Mietwohnungen zusammenhängt. Verknappungserscheinungen gab es schon vor der Pandemie, doch nun kommt zusätzlich eine pandemiebedingt höhere Nachfrage ins Spiel, während nur wenig auf eine künftig höhere Produktion hindeutet.

Gibt es eine Grenze für das Preiswachstum?

Nein, eigentlich nicht. Preise können sich von fundamental gerechtfertigten Niveaus durchaus für längere Zeit abkoppeln. Dies gilt umso mehr, wenn Knappheit im Spiel ist und der Nachfrageüberhang Käufer dazu verleitet, schnelle Entscheide zu fällen, ohne die Werthaltigkeit im Detail zu prüfen. Im aktuellen Marktumfeld sind die Käufer bereit, mehr zu bezahlen, als die aktuellsten Bewertungen rechtfertigen würden. Bei hedonischen Bewertungen werden überdies die individuellen Objekte auf Basis der verfügbaren Transaktionspreise der letzten Periode möglichst adäquat bewertet. Folglich schrauben sich die Preise wie von alleine in die Höhe. Eine Prüfung der künftigen Werthaltigkeit ist damit nicht verbunden. Die hedonischen Bewertungen suggerieren ein belastbares Preisniveau, was jedoch nur zutrifft, solange sich die Aufwärtsspirale stark genug dreht bzw. genug Käufer davon ausgehen, dass die Preise weiter anziehen. Sollte dieser Glaube aufgrund irgendwelcher Neuigkeiten künftig ins Wanken geraten, können die Preise abzurutschen beginnen und sich wieder den Fundamentalwerten angleichen. Gefährlich wird es insbesondere dann, wenn der Markt zwischenzeitlich auf die Preisspirale reagiert und ein Überangebot aufgebaut hat. Zumindest Letzteres können wir für die nächste Zeit allerdings klar ausschliessen.

Besteht auf dem Eigenheimmarkt eine Blase?

Blasen entstehen, wenn viel Spekulation im Spiel ist und Käufe lediglich zum Zweck des raschen Wiederverkaufs getätigt werden. Dies haben wir indessen in den letzten Jahren nicht beobachtet. Die sehr hohen Preise in der Schweiz lassen sich grossmehrheitlich durch die ultratiefen Zinsen erklären. Die Entwicklung bereitet uns erst seit ein paar Quartalen Sorgen, weil die Knappheit und der Nachfragedruck zu hektischem Kaufverhalten verleiten. Die Eigenheimpreise haben sich erst in wenigen Regionen weit von den Einkommen abgekoppelt, wie z.B. in Genf. Blasen entstehen, wenn solche Phasen mehrere Jahre dauern. In jedem Fall müssen sich Käufer bewusst sein, dass wir uns mittlerweile weit oben auf der Fahnenstange befinden und eine beträchtliche Fallhöhe entstanden ist. Da die Preise zuletzt auch an peripheren Lagen stark gestiegen sind, gibt es kaum noch Regionen, die bei einem Preiseinbruch nicht betroffen wären.

Kann ein rascher Zinsanstieg den Immobilienmarkt in Schieflage bringen?

Diesbezüglich sind wir aus zwei Gründen relativ entspannt: Erstens müssen Hauskäufer aufgrund der strikten Regulierung bereits heute kalkulatorisch Zinsen von 4.5% oder 5.0% tragen können. Zweitens haben mehr als vier von fünf Hypothekarnehmern eine Fix-Hypothek abgeschlossen. Folglich würden die meisten erst mit einiger Verzögerung von einem Zinsschock getroffen. Dennoch gilt es zu berücksichtigen, dass ein rascher Zinsanstieg die Bewertungen von Immobilien empfindlich reduzieren würde. Es gäbe zwar happige Abschreiber und auch Problemfälle bei Eigentümern, die erst vor Kurzem gekauft haben, der Immobilienmarkt würde aber dadurch nicht aus den Angeln gehoben. Denn wir haben in der Schweiz nicht umsonst eine der strengsten Regulierungen weltweit.

Soll man sich mit Fix-Hypotheken absichern?

Die Vergangenheit lehrt uns, dass Fix-Hypotheken über ihre gesamte Laufzeit fast immer teurer sind als Geldmarkt-Hypotheken. Ein Wechsel von einer variablen zu einer festen Hypothek will also gut überlegt sein, zumal die Zeitpunkte, an denen sich solche Absicherungen ausgezahlt haben, selten sind. Am Ende einer Tiefzinsphase kann sich der Wechsel in eine Fix-Hypothek jedoch lohnen. So sind Haushalte, die zwischen 1986 und 1989 eine 5- oder 10-jährige Fix-Hypothek abgeschlossen haben, günstiger gefahren als mit einer Geldmarkt-Hypothek, weil die Zinsen anschliessend lange erhöht blieben. Generell sollte man Absicherungen eher früher als später tätigen. Haben die Langfristsätze zu steigen begonnen, ist es rasch schon zu spät. Ob das Zeitfenster für einen Wechsel noch günstig ist, hängt davon ab, wie sich die Zinsen in den kommenden Jahren entwickeln. Wir rechnen derzeit zwar nicht damit, dass die Schweizerische Nationalbank

die Leitzinsen vor Ende 2022 erhöhen wird. Den Entscheid hinauszuzögern, bis die Geldmarktsätze zu steigen beginnen, dürfte indessen mit relativ hoher Wahrscheinlichkeit nicht die richtige Strategie sein. Denn dann sind die Langfristsätze wohl bereits auf zu hohe Niveaus geklettert. In den Entscheid einfließen muss auch die individuelle Situation: Für Haushalte mit beschränkten finanziellen Mitteln oder mit dünnem Nervenkostüm sind Fix-Hypotheken vielfach die richtige Wahl. Die Budgetsicherheit ist diesen Haushalten die Prämie wert, die üblicherweise bei Fix-Hypotheken zu bezahlen ist.

Sind Immobilieninvestitionen noch attraktiv?

Obwohl sich die Zinsen von ihren absoluten Tiefstständen zu lösen beginnen, ist die Renditedifferenz zwischen 10-jährigen Bundesobligationen und Schweizer Immobilienfonds, die Mitte Januar 2021 noch rund 230 Basispunkte betrug, immer noch sehr hoch. Die gestellte Frage ist deshalb klar zu bejahen. Die Differenz ist zwar im Zuge der Zinsanstiege über den Jahreswechsel gesunken, sie übertrifft aber weiterhin das langfristige Mittel seit 1995, das sich auf 167 Basispunkten beläuft. Die Renditedifferenz zwischen direkten Immobilienanlagen und 10-jährigen Bundesobligationen fällt sogar noch höher aus. Aus Renditeperspektive bleiben Immobilien damit für Anleger auch 2022 attraktiv.

Bieten Immobilien einen guten Schutz gegen Inflation?

Jein. Sachwerte wie Immobilien bieten zwar grundsätzlich einen besseren Schutz gegen die Geldentwertung als manche andere Anlageklasse, ihr Schutz ist aber kein vollständiger. Die Strategie, Immobilien nur zur Inflationsabsicherung zu halten, dürfte daher zu kurz greifen. Einen gewissen Schutz gegen Inflation bieten Immobilien insofern, als Mietverträge oftmals automatische Anpassungsmechanismen an die Inflation kennen – von indexierten, an die Inflation gekoppelten Mietverträgen über partielle Überwälzungsregeln, wie sie das Schweizer Mietrecht erlaubt, bis hin zu reinen Umsatzmieten. In Marktsituationen, in denen eine Überangebotstendenz besteht, lassen sich Mietpreiserhöhungen jedoch nicht immer durchsetzen. Daher ist der Inflationsschutz von Mietobjekten besonders in Stagflationsphasen mangelhaft. Das Hedging gegen Inflation ist demnach bei Immobilien auf kurze Sicht unvollständig. Langfristige Analysen zeigen jedoch, dass Immobilien die Aufgabe des Inflationsschutzes über lange Zeiträume recht gut erfüllen.

Markiert 2021 die Wende auf dem Mietwohnungsmarkt?

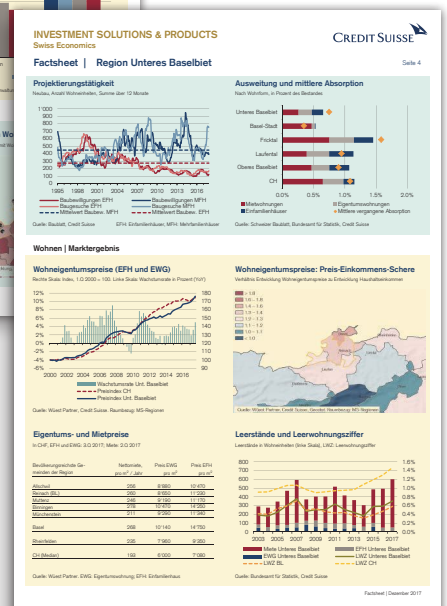
Der Rückgang der Mietwohnungsleerstände im Jahr 2021 war keine Eintagsfliege. Die Mietwohnungsnachfrage erweist sich trotz der COVID-19-Pandemie – oder vielleicht gerade wegen dieser – als sehr robust. Dank einer anhaltend starken Nachfrage und einer nachlassenden Bautätigkeit dürften die Leerstände 2022 weiter abgebaut werden. Hinter der rückläufigen Bautätigkeit vermuten wir zusehends einen Mangel an Bauland. Spezialeffekte wie das Hinauszögern von Eintritten in Alters- und Pflegeheime vermindern das Wohnungsangebot zusätzlich, genauso wie gewisse Verzögerungen im Bau infolge von pandemiebedingten Hygiene- und Distanzmassnahmen oder von Lieferengpässen bei verschiedensten Baumaterialien. Zudem hat sich der Stellenwert der Wohnung im Zuge der Corona-Krise erhöht, was sich in einer zunehmenden Zahlungsbereitschaft der Mieter widerspiegeln dürfte. Wir erwarten folglich mittelfristig ein Ende der sinkenden Angebotsmieten und damit eine zusätzliche Stärkung der Mieterträge.

Wird es künftig noch Büros brauchen?

Zentrale Büroräumlichkeiten behalten ganz wesentliche Funktionen bei, bleiben sie doch für den Austausch unter den Mitarbeitern, die Pflege der Unternehmenskultur und die Weitergabe von Wissen geradezu prädestiniert. Spätestens wenn die Innovation und die nur schwer messbare Produktivität hinter den Erwartungen zurückbleiben, wird das Büro voraussichtlich wieder an Stellenwert gewinnen. Zudem tragen die Megatrends Digitalisierung und Tertiarisierung zur Erhöhung des Anteils von Bürotätigkeiten in der Schweizer Wirtschaft bei, was bereits in der Vergangenheit zu beobachten war. Langfristig erwarten wir daher einen wachsenden Bedarf an Büroflächen – Homeoffice hin oder her.

Ist das Größte auf dem Verkaufsflächenmarkt vorüber?

Der Onlinehandel verändert den Detailhandel im Kern. Die Pandemie hat dem Detailhandel als Ganzes letztlich zwar zu mehr Umsätzen verholfen, die Gewinner waren aber eindeutig die Händler mit einem Online-Angebot. Letztere konnten ihre sprunghaft gestiegenen Marktanteile halten und 2021 weiter ausbauen. Onlinekäufe haben in unseren Augen noch in keinem Segment die maximal möglichen Marktanteile erreicht, weshalb der Strukturwandel und damit die Gesundschumpfung des stationären Handels weitergehen dürften. Viele Läden werden folglich schleichend verschwinden – eine Entwicklung, von der auch Innenstädte betroffen sind. Die Gesundschumpfung des stationären Detailhandels lässt sich letztlich nicht aufhalten. Im besten Fall kann sie einigermaßen so gesteuert werden, dass sich Negativspiralen vermeiden lassen. Dazu wären jedoch intensive Kooperationen aller Akteure eines Standortes einschliesslich der Stadtbehörden notwendig.

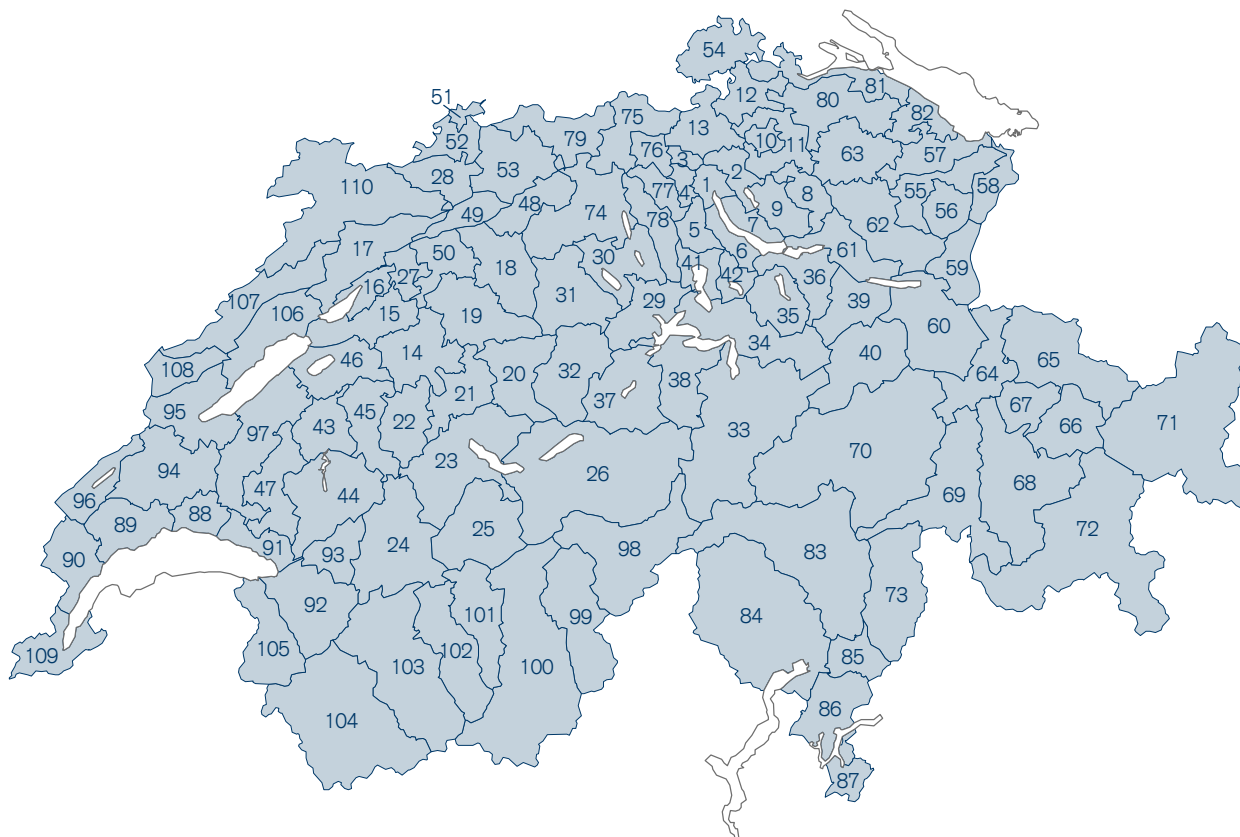


55

Anhang: Wirtschaftsregionen der Schweiz

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

Wirtschaftsregionen in der Schweiz



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

Quelle: Credit Suisse

Wichtige Information

Dieser Bericht bildet die Ansicht des CS Investment Strategy Departments ab und wurde nicht gemäss den rechtlichen Vorgaben erstellt, die die Unabhängigkeit der Investment-Analyse fördern sollen. Es handelt sich nicht um ein Produkt der Research Abteilung von Credit Suisse, auch wenn Bezüge auf veröffentlichte Research-Empfehlungen darin enthalten sind. CS hat Weisungen zur Lösung von Interessenkonflikten eingeführt. Dazu gehören auch Weisungen zum Handel vor der Veröffentlichung von Research-Ergebnissen. Diese Weisungen finden auf die in diesem Bericht enthaltenen Ansichten der Anlagestrategen keine Anwendung. Weitere wichtige Informationen finden Sie am Ende des Dokuments. Singapur: Nur für akkreditierte Investoren. Hongkong: Nur für professionelle Investoren. Australien: Nur für Grosskunden.

Risikowarnung

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

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

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

Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine zuverlässigen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse. Angegebene Kurse und Werte von Anlagen sowie etwaige auflaufende Renditen könnten sinken, steigen oder schwanken. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen. Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

Schwellenmärkte

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

Alternative Anlagen

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

dieser Anlagen hängt von unvorhersehbaren Faktoren ab, etwa Naturkatastrophen, Klimaeinflüssen, Transportkapazitäten, politischen Unruhen, saisonalen Schwankungen und starken Einflüssen aufgrund von Fortschreibungen, insbesondere bei Futures und Indizes.

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

Private Equity

Private Equity (hiernach «PE») bezeichnet private Investitionen in das Eigenkapital nicht börsennotierter Unternehmen. Diese Anlagen sind komplex, meistens illiquide und langfristig. Investitionen in einen PE-Fonds sind in der Regel mit einem hohen finanziellen und/oder geschäftlichen Risiko verbunden. Anlagen in PE-Fonds sind nicht kapitalgeschützt oder garantiert. Die Investoren müssen ihre Kapitalnachschusspflicht über lange Zeiträume erfüllen. Wenn sie dies nicht tun, verfällt möglicherweise ihr gesamtes Kapital oder ein Teil davon, sie verzichten auf künftige Erträge oder Gewinne aus Anlagen, die vor dem Ausfall getätigt wurden, und verlieren unter anderem das Recht, sich an künftigen Investitionen zu beteiligen, oder sind gezwungen, ihre Anlagen zu einem sehr niedrigen Preis zu verkaufen, der deutlich unter den Bewertungen am Sekundärmarkt liegt. Unternehmen oder Fonds können hochverschuldet sein und deshalb anfälliger auf ungünstige geschäftliche und/oder finanzielle Entwicklungen oder Wirtschaftsfaktoren reagieren. Diese Investitionen können einem intensiven Wettbewerb, sich ändernden Geschäfts- bzw. Wirtschaftsbedingungen oder sonstigen Entwicklungen ausgesetzt sein, die ihre Wertentwicklung ungünstig beeinflussen.

Zins- und Ausfallrisiken

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

Investment Strategy Department

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

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

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Die Informationen in diesen Unterlagen dienen Werbezwecken. Es handelt sich nicht um Investment Research.

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

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG, ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter dem folgenden Link: <https://www.credit-suisse.com>

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

Verbreitende Unternehmen

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Bahrain:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse AG, Bahrain Branch, einer Niederlassung der Credit Suisse AG, Zürich/Schweiz, die von der Central Bank of Bahrain (CBB) ordnungsgemäss als Investment Business Firm der Kategorie 2 zugelassen ist und beaufsichtigt wird. Zugehörige Finanzdienstleistungen oder -produkte werden ausschliesslich qualifizierten Anlegern gemäss Definition der CBB angeboten und sind nicht für andere Personen vorgesehen. Die CBB hat dieses Dokument oder die Vermarktung eines Anlageinstruments, auf das hier Bezug genommen wird, im Königreich Bahrain weder geprüft noch genehmigt und haftet nicht für die Wertentwicklung eines solchen Anlageinstruments. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, befindet sich an folgender Adresse: Level 21, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Brasilien:** Dieser Bericht wird in Brasilien von Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários oder ihren verbundenen Gesellschaften bereitgestellt. **Chile:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada verteilt, einer Zweigniederlassung der Credit Suisse AG (im Kanton Zürich als AG eingetragen), die von der chilenischen Finanzmarktkommission überwacht wird. Weder der Emittent noch die Wertpapiere wurden bei der chilenischen Finanzmarktkommission (Comisión para el Mercado Financiero) gemäss dem chilenischen Finanzmarktgesetz (Gesetz Nr. 18.045, Ley de Mercado de Valores) und den diesbezüglichen Bestimmungen registriert. Daher dürfen sie in Chile nicht öffentlich angeboten oder verkauft werden. Dieses Dokument stellt kein Angebot bzw. keine Aufforderung für die Zeichnung oder den Kauf der Wertpapiere in der Republik Chile dar, ausser für individuell identifizierte Käufer im Rahmen einer Privatplatzierung im Sinne von Artikel 4 des Ley de Mercado de Valores (Angebot, das sich weder an die allgemeine Öffentlichkeit noch an einen bestimmten Teil oder eine bestimmte Gruppe der Öffentlichkeit richtet). **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. **DIFC:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France («französische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die französische Zweigniederlassung unterliegt der prudentialen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und den beiden französischen Aufsichtsbehörden Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und Autorité des Marchés Financiers (AMF). **Guernsey:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse AG Guernsey Branch, einer Zweigstelle der Credit Suisse AG (Kanton Zürich), mit Sitz in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, vertrieben. Credit Suisse AG Guernsey Branch wird zu 100% von der Credit Suisse AG gehalten und von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Exemplare der letzten geprüften Abschlüsse der Credit Suisse AG werden auf Wunsch bereitgestellt. **Indien:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. NZ000248233) unter der folgenden Geschäftsadresse beauftragt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai - 400 018, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Israel:** Wenn dieses Dokument durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. in Israel verteilt wird: Dieses Dokument wird durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. verteilt. Die Credit Suisse AG und ihre in Israel angebotenen Dienstleistungen werden nicht von der Bankenaufsicht bei der Bank of Israel überwacht, sondern von der zuständigen Bankenaufsicht in der Schweiz. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. ist für den Vertrieb von Investmentprodukten in Israel zugelassen. Daher werden ihre Investmentmarketing-Aktivitäten von der Israel Securities Authority überwacht. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, verteilt. **Katar:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (Qatar) L.L.C., die von der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) unter der QFC-Lizenz-Nummer 00005 zuge-

lassen ist und reguliert wird. Alle betreffenden Finanzprodukte oder Dienstleistungen werden ausschliesslich zugelassenen Gegenparteien (gemäss Definition der QFCRA) oder Firmenkunden (gemäss Definition der QFCRA) angeboten, einschliesslich natürlicher Personen, die sich als Firmenkunden einstufen liessen, mit einem Nettovermögen von mehr als QR 4 Millionen und ausreichenden Finanzkenntnissen, -erfahrungen und dem entsprechenden Verständnis bezüglich solcher Produkte und/oder Dienstleistungen. Daher dürfen andere Personen diese Informationen weder erhalten noch sich darauf verlassen. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon («CBL») reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die Anordnungen und Rundschreiben der CBL sowie die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der Capital Markets Authority of Lebanon («CMA»). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Hiermit wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Anlagen an Finanzmärkten mit einem hohen Ausmass an Komplexität und dem Risiko von Wertverlusten verbunden sein können und möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet sind. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zum Zeitpunkt der Prüfung zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger ausdrücklich und unwiderruflich, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat und den Inhalt des Dokuments vollumfänglich versteht. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird veröffentlicht von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexiko:** Dieses Dokument gibt die Ansichten der Person wieder, die Dienstleistungen für C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») und/oder Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS») erbringt. Daher behalten sich sowohl C. Suisse Asesoría als auch Banco CS das Recht vor, ihre Ansichten jederzeit zu ändern und übernehmen in dieser Hinsicht keinerlei Haftung. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Es stellt keine persönliche Empfehlung oder Anregung und auch keine Aufforderung zur irgendeiner Handlung dar. Es ersetzt nicht die vorherige Rücksprache mit Ihren Beratern im Hinblick auf C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS übernehmen keinerlei Haftung für Anlageentscheidungen, die auf der Basis von Informationen in diesem Dokument getroffen werden, da diese die Zusammenhänge der Anlagestrategie und die Ziele bestimmter Kunden nicht berücksichtigen. Prospekte, Broschüren und Anlagerichtlinien von Investmentfonds sowie Geschäftsberichte oder periodische Finanzinformationen dieser Fonds enthalten zusätzliche nützliche Informationen für Anleger. Diese Dokumente können kostenlos direkt bei Emittenten und Betreibern von Investmentfonds, über die Internetseite der Aktienbörse, an der sie notiert sind oder über Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS bezogen werden. Die frühere Wertentwicklung und die verschiedenen Szenarien bestehender Märkte sind keine Garantie für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Falls die Informationen in diesem Dokument unvollständig, unrichtig oder unklar sind, wenden Sie sich bitte umgehend an Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS. Es ist möglich, dass Änderungen an diesem Dokument vorgenommen werden, für die weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS verantwortlich ist. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und ist kein Ersatz für die Aktivitätsberichte und/oder Kontoauszüge, die Sie von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS gemäss den von der mexikanischen Wertpapier- und Börsenaufsicht (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, CNBV) erlassenen allgemeinen Bestimmungen für Finanzinstitutionen und andere juristische Personen, die Anlagendienstleistungen erbringen, erhalten. Angesichts der Natur dieses Dokuments übernehmen weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS irgendeine Haftung aufgrund der in ihm enthaltenen Informationen. Obwohl die Informationen aus Quellen stammen, die von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS als zuverlässig angesehen wurden, gibt es keine Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit. Banco CS und/oder A. Suisse Asesoría übernimmt keine Haftung

für Verluste, die sich aus der Nutzung von Informationen in dem Ihnen überlassenen Dokument ergeben. Anleger sollten sich vergewissern, dass Informationen, die sie erhalten, auf ihre persönlichen Umstände, ihr Anlageprofil sowie ihre konkrete rechtliche, regulatorische oder steuerliche Situation abgestimmt ist oder eine unabhängige professionelle Beratung einholen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist ein Anlageberater gemäss dem mexikanischen Wertpapiermarktgesetz (Ley del Mercado de Valores, «LMV») und bei der CNBV unter der Registernummer 30070 eingetragen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein Teil der Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. oder einer anderen Finanzgruppe in Mexiko. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein unabhängiger Anlageberater gemäss dem LMV und anderen geltenden Bestimmungen, da sie in direkter Beziehung zur Credit Suisse AG, einer ausländischen Finanzinstitution, und in indirekter Beziehung zur Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. steht. **Portugal:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Sucursal em Portugal («portugiesische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die portugiesische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörden Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der portugiesischen Aufsichtsbehörden, der Banco de Portugal (BdP) und der Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument wird von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudi-arabischen Aufsichtsbehörde (Saudi Arabian Capital Market Authority) gemäss der Lizenz Nr. 08104-37 vom 23.03.1429 d. H. bzw. 21.03.2008 n. Chr. ordnungsgemäss zugelassen und beaufsichtigt ist. Der Sitz der Credit Suisse Saudi Arabia liegt in der King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi-Arabien. Website: <https://www.credit-suisse.com/sa>. Gemäss den von der Kapitalmarktbehörde herausgegebenen Regeln für das Angebot von Wertschriften und fortlaufenden Verpflichtungen darf dieses Dokument im Königreich Saudi-Arabien ausschliesslich an Personen verteilt werden, die gemäss diesen Regeln dazu berechtigt sind. Die saudi-arabische Kapitalmarktbehörde macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich der Korrektheit und Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die aus diesem Dokument oder im Vertrauen auf dessen Inhalt oder Teilen davon entstehen. Potenzielle Käufer der im Rahmen dieses Dokuments angebotenen Wertschriften sollten eine eigene Sorgfaltsprüfung hinsichtlich der Korrektheit der im Zusammenhang mit diesen Wertschriften zur Verfügung gestellten Informationen durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater konsultieren. Gemäss den von der Kapitalmarktbehörde herausgegebenen Bestimmungen für Anlagefonds darf dieses Dokument im Königreich ausschliesslich an Personen verteilt werden, die gemäss diesen Bestimmungen dazu berechtigt sind. Die saudi-arabische Kapitalmarktbehörde macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich der Korrektheit und Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die aus diesem Dokument oder im Vertrauen auf dessen Inhalt oder Teilen davon entstehen. Potenzielle Zeichner der im Rahmen dieses Dokuments angebotenen Wertschriften sollten eine eigene Sorgfaltsprüfung hinsichtlich der Korrektheit der im Zusammenhang mit diesen Wertschriften zur Verfügung gestellten Informationen durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater konsultieren. **Südafrika:** Die Verteilung dieser Informationen erfolgt über Credit Suisse AG, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 9788 registriert ist, und/oder über Credit Suisse (UK) Limited, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 48779 registriert ist. **Spanien:** Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial. Es wird von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragenen Unternehmen zu Informationszwecken bereitgestellt. Es richtet sich ausschliesslich an den Empfänger für dessen persönlichen Gebrauch und darf gemäss den derzeit geltenden Gesetzen keineswegs als Wertpapierangebot, persönliche Anlageberatung oder allgemeine oder spezifische Empfehlung von Produkten oder Anlagestrategien mit dem Ziel angesehen werden, Sie zu irgendeiner Handlung aufzufordern. Der Kunde/die Kundin ist auf jeden Fall selbst für seine/ihre Entscheidungen über Anlagen oder Veräusserungen verantwortlich. Deshalb trägt der Kunde allein die gesamte Verantwortung für Gewinne oder Verluste aus Entscheidungen über Aktivitäten auf der Basis der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen. Die Angaben in diesem Dokument sind nicht die Ergebnisse von Finanzanalysen oder Finanzresearch und fallen deshalb nicht unter die aktuellen Bestimmungen für die Erstellung und Verteilung von Finanzresearch und entsprechen nicht den gesetzlichen Vorschriften für die Unabhängigkeit der Finanzanalyse. **Türkei:** Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleis-

tungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Levazim Mahallesi, Kuru Sokak No. 2 Zoru Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas/ Istanbul, Türkei.

Wichtige Informationen zur regionalen Offenlegung Gemäss dem Beschluss Nr. 20/2021 der CVM vom 25. Februar 2021 bestätigt/ bestätigen der/die Verfasser dieses Berichts hiermit, dass die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten ausschliesslich die persönlichen Meinungen des/der Verfasser/s darstellen und unabhängig erstellt wurden; dies gilt auch in Bezug auf die Credit Suisse. Ein Teil der Vergütung des Verfassers/ der Verfasser basiert auf verschiedenen Faktoren, einschliesslich dem Gesamtumsatz der Credit Suisse, aber kein Teil der Vergütung ist oder war mit bestimmten in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Ansichten verbunden oder wird in Zukunft damit verbunden sein. Des Weiteren erklärt die Credit Suisse, dass: die Credit Suisse dem/den betreffenden Unternehmen oder dessen/deren verbundenen Unternehmen Dienstleistungen in den Bereichen Investment Banking, Maklertätigkeit, Vermögensverwaltung, Commercial Banking und andere Finanzdienstleistungen zur Verfügung gestellt hat und/oder möglicherweise künftig zur Verfügung stellen wird, für die die Credit Suisse die üblichen Gebühren und Provisionen erhalten hat oder erhalten kann und die in Bezug auf das/die betreffende/n Unternehmen oder die betreffenden Wertpapiere relevante finanzielle oder wirtschaftliche Interessen darstellt haben oder darstellen können.

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

Vereinigtes Königreich: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) ist von der Prudential Regulation Authority zugelassen und wird von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Wird dieser Bericht im Vereinigten Königreich von einem ausländischen Unternehmen vertrieben, das im Rahmen des Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 keiner Ausnahme unterliegt, gilt Folgendes: Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz von Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise ausgerichtet werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich in Zukunft ändern.

APAC - WICHTIGER HINWEIS

Die Informationen in diesen Unterlagen dienen Werbezwecken. Es handelt sich nicht um Anlageresearch. Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Dieses Material wurde von der Credit Suisse AG («Credit Suisse») nur zur allgemeinen Information erstellt. Dieses Material ist kein Ergebnis einer substanziellen Recherche oder Analyse und erhebt auch keinen Anspruch darauf, dies zu sein. Somit handelt es sich nicht um Anlageresearch oder eine Researchempfehlung im aufsichtsrechtlichen Sinn. Die finanziellen Ziele, Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Personen werden nicht berücksichtigt. Sie sind jedoch wichtige Überlegungen, die vor einer Anlageentscheidung in Betracht gezogen werden müssen. Die hierin enthaltenen Informationen sind nicht ausreichend, um eine Anlageentscheidung zu treffen, und stellen keine persönliche Empfehlung oder Anlageberatung dar. Die Credit Suisse macht keine Angaben zur Eignung der in diesem Material erwähnten Produkte oder Dienstleistungen für einen bestimmten Anleger. Dieses Material ist keine Einladung oder Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendwelcher in diesem Material erwähnter Produkte oder

Dienstleistungen oder zur Beteiligung an anderen Transaktionen. Rechtsverbindlich sind nur die Konditionen in der betreffenden Produktdokumentation oder spezifischen von der Credit Suisse erstellten Verträgen und Bestätigungen. Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Dieses Material wurde von der Credit Suisse AG («Credit Suisse») nur zur allgemeinen Information erstellt. Dieses Material ist kein Ergebnis einer substanziellen Recherche oder Analyse und erhebt auch keinen Anspruch darauf, dies zu sein. Daher handelt es sich nicht um Anlageresearch im aufsichtsrechtlichen Sinn. Die finanziellen Ziele, Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Personen werden nicht berücksichtigt. Sie sind jedoch wichtige Überlegungen, die vor einer Anlageentscheidung in Betracht gezogen werden müssen. Die Credit Suisse macht keine Angaben zur Angemessenheit der in diesem Material erwähnten Produkte oder Dienstleistungen für einen bestimmten Anleger. Dieses Material ist keine Einladung oder Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendwelcher in diesem Material erwähnter Produkte oder Dienstleistungen oder zur Beteiligung an anderen Transaktionen. Rechtsverbindlich sind nur die Konditionen in der betreffenden Produktdokumentation oder spezifischen von der Credit Suisse erstellten Verträgen und Bestätigungen. Für alle: Im Zusammenhang mit den in diesem Material erwähnten Produkten stehen die Credit Suisse und/oder ihre verbundenen Unternehmen möglicherweise auf folgende Weise in einer Beziehung zu den gegenständlichen Organisationen

- (i) als Beteiligte bei der Arrangierung oder Bereitstellung einer Finanzierung für die gegenständlichen Organisationen zu einem früheren Zeitpunkt,
- (ii) als Gegenpartei in einer späteren Transaktion in Verbindung mit den gegenständlichen Organisationen oder
- (iii) als Zahler oder Empfänger einer einmaligen oder wiederkehrenden Vergütung an die oder von den in diesem Material erwähnten Organisationen. Solche Zahlungen können auch an Dritte geleistet oder von Dritten entgegengenommen worden sein.

Die Credit Suisse und/oder ihre verbundenen Unternehmen (einschliesslich ihrer jeweiligen Handlungsbevollmächtigten, Geschäftsleitungsmitglieder und Mitarbeitenden) sind oder waren möglicherweise an anderen Transaktionen mit den in diesem Material erwähnten gegenständlichen Organisationen oder anderen in diesem Material erwähnten Parteien beteiligt, die in diesem Material nicht offengelegt wurden. Die Credit Suisse behält sich für sich selbst und für ihre verbundenen Unternehmen das Recht vor, für die gegenständlichen Organisationen der in diesem Material erwähnten Produkte oder andere Parteien im Zusammenhang mit in diesem Material erwähnten Produkten Dienstleistungen zu erbringen und mit ihnen Handelsgeschäfte abzuschliessen. Die Credit Suisse oder ihre verbundenen Unternehmen halten unter Umständen auch Handelspositionen im Aktienkapital der in diesem Material erwähnten gegenständlichen Organisationen.

Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse hat möglicherweise auf der Basis von Informationen und Analysen in diesem Material gehandelt, bevor diese dem Empfänger zur Verfügung gestellt wurden. Soweit gesetzlich zulässig, kann ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse an anderen Finanzierungsgeschäften mit den Emittenten der hierin erwähnten Wertpapiere teilnehmen bzw. in diese investieren, Dienstleistungen für diese Emittenten erbringen oder bei diesen Emittenten für Geschäfte werben und/oder eine Position in diesen Wertpapieren halten oder Transaktionen mit diesen Wertpapieren oder deren Optionen durchführen. Soweit gesetzlich zulässig, übernehmen die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen sowie ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Mitarbeitenden und Berater keinerlei Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Material oder für direkte, indirekte, beiläufige, spezifische Verluste oder Schäden bzw. Folgeverluste oder -schäden, die dem Empfänger dieses Materials oder einer anderen Person durch die Verwendung der in diesem Material enthaltenen Informationen oder durch das Vertrauen auf diese Informationen entstehen. Die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen (bzw. ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeitenden oder Berater) geben keinerlei Garantie oder Zusicherung im Hinblick auf die Richtigkeit, Verlässlichkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen in diesem Material ab. Bei den Informationen in diesem Material handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Dienstleistungen. Einschätzungen und Meinungen in diesem Material können sich von Einschätzungen und Meinungen von Researchanalysten, anderen Divisionen oder Eigenpositionen der Credit Suisse unterscheiden oder diesen widersprechen. Die Credit Suisse unterliegt keiner Verpflichtung, Informationen zu aktualisieren, zusätzliche Informationen bereitzustellen oder andere Personen zu informieren, wenn sie Kenntnis von einer Unrichtigkeit, Unvollständigkeit oder Änderung der in die-

sem Material enthaltenen Informationen erhält. Sofern dieses Material Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher eine Reihe von Risiken und Ungewissheiten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden:

Ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse hat möglicherweise auf der Basis von Informationen und Analysen in diesem Material gehandelt, bevor diese dem Empfänger zur Verfügung gestellt wurden. Soweit gesetzlich zulässig, kann ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse an anderen Finanzierungsgeschäften mit den Emittenten der hierin erwähnten Wertpapiere teilnehmen bzw. in diese investieren, Dienstleistungen für diese Emittenten erbringen oder bei diesen Emittenten für Geschäfte werben und/oder eine Position in diesen Wertpapieren halten oder Transaktionen mit diesen Wertpapieren oder deren Optionen durchführen. Soweit gesetzlich zulässig, übernehmen die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen sowie ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Mitarbeitenden und Berater keinerlei Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Material oder für direkte, indirekte, beiläufige, spezifische Verluste oder Schäden bzw. Folgeverluste oder -schäden, die dem Empfänger dieses Materials oder einer anderen Person durch die Verwendung der in diesem Material enthaltenen Informationen oder durch das Vertrauen auf diese Informationen entstehen. Die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen (bzw. ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeitenden oder Berater) geben keinerlei Garantie oder Zusicherung im Hinblick auf die Richtigkeit, Verlässlichkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen in diesem Material ab. Bei den Informationen in diesem Material handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Dienstleistungen. Einschätzungen und Meinungen in diesem Material können sich von Einschätzungen und Meinungen von Researchanalysten, anderen Divisionen oder Eigenpositionen der Credit Suisse unterscheiden oder diesen widersprechen. Die Credit Suisse unterliegt keiner Verpflichtung, Informationen zu aktualisieren, zusätzliche Informationen bereitzustellen oder andere Personen zu informieren, wenn sie Kenntnis von einer Unrichtigkeit, Unvollständigkeit oder Änderung der in diesem Material enthaltenen Informationen erhält. Sofern dieses Material Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher eine Reihe von Risiken und Ungewissheiten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Für alle: Dieses Dokument ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder die in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die Credit Suisse und/oder ihre Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten. Die Unterlagen wurden dem Empfänger zur Verfügung gestellt und dürfen nicht ohne die ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weitergegeben werden. Für weitere Informationen steht Ihnen Ihr Relationship Manager gerne zur Verfügung.

ZUSÄTZLICHER WICHTIGER HINWEIS FÜR DEN ANHANG

Die Berichte im Anhang («Berichte») wurden von Mitgliedern der Abteilung Research der Credit Suisse verfasst. Die darin enthaltenen Informationen und Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. In den Berichten geäußerte Meinungen zu einem bestimmten Wertpapier können sich aufgrund von unterschiedlichen Beurteilungskriterien von Einschätzungen und Meinungen der Abteilung Research der Division Investment Banking der Credit Suisse unterscheiden. Diese Berichte wurden zuvor von Credit Suisse Research im Internet publiziert.

Die Credit Suisse steht in Geschäftsbeziehungen zu den in ihren Researchberichten behandelten Unternehmen bzw. strebt solche Geschäftsbeziehungen an. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass bei der Credit Suisse möglicherweise ein Interessenkonflikt besteht, der die Objektivität dieser Berichte beeinträchtigen könnte.

Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Die Credit Suisse hat unter Umständen keine Massnahmen ergriffen, um sicherzustellen, dass die in diesen Berichten erwähnten Wertpapiere für einen bestimmten Anleger geeignet sind. Die Credit Suisse behandelt Empfänger der Berichte nicht als Kunden, weil sie die Berichte erhalten haben. Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit

Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Die Credit Suisse hat unter Umständen keine Massnahmen ergriffen, um sicherzustellen, dass die in diesen Berichten erwähnten Wertpapiere für einen bestimmten Anleger angemessen sind. Die Credit Suisse behandelt Empfänger der Berichte nicht als Kunden, weil sie die Berichte erhalten haben. Für alle: Eine Erörterung der Risiken einer Anlage in den Wertpapieren, die in den Berichten erwähnt werden, finden Sie unter dem folgenden Internetlink:
<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Informationen und Hinweise zu den in diesem Bericht erwähnten Unternehmen, für die Credit Suisse Investment Banking eine Bonitätsbeurteilung (Rating) durchgeführt hat, finden Sie auf der Disclosure-Website der Division Investment Banking:

<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Weitere Informationen und Hinweise zu anderen Emittenten finden Sie auf der Disclosure-Website von Credit Suisse Global Research:
<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

AUSTRALIEN: Dieses Material wird in Australien von der Credit Suisse AG, Sydney Branch, ausschliesslich zu Informationszwecken und nur an Personen verteilt, die gemäss der Definition in Abschnitt 761G(7) des australischen Corporations Act als «Wholesale-Kunden» gelten. Die Credit Suisse AG, Sydney Branch, gibt keine Garantie und keine Zusicherungen im Hinblick auf die Wertentwicklung der hierin erwähnten Finanzprodukte ab. In Australien sind andere Unternehmenseinheiten der Credit Suisse Group ausser der Credit Suisse AG, Sydney Branch, nicht als Einlageninstitute im Sinne des Banking Act 1959 (Cth.) zugelassen. Ihre Verpflichtungen stellen keine Einlagen oder andere Verbindlichkeiten der Credit Suisse AG, Sydney Branch, dar. Die Credit Suisse AG, Sydney Branch, übernimmt keine Garantie und gibt auch keine anderweitigen Zusicherungen im Hinblick auf die Verpflichtungen solcher Einheiten der Credit Suisse oder der Fonds ab. HONG KONG: Dieses Material wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, verteilt. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als «Authorized Institution» der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut unter der Aufsicht der Securities and Futures Commission. Das Material wurde nach Massgabe von Abschnitt 16 des «Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission» erstellt. Die Inhalte dieses Materials wurden nicht von einer Aufsichtsbehörde in Hongkong überprüft. Wir raten Ihnen, im Hinblick auf jegliches Angebot Vorsicht walten zu lassen. Wenn Sie Zweifel an Inhalten dieses Materials haben, sollten Sie unabhängige professionelle Beratung einholen. Niemand in Hongkong oder anderswo darf Werbematerialien, Einladungen oder Materialien in Bezug auf dieses Produkt ausgegeben oder zum Zwecke der Verteilung in seinem Besitz gehabt haben oder ausgeben oder zum Zwecke der Verteilung in seinem Besitz haben, sofern sich diese Materialien an die Öffentlichkeit in Hongkong richten oder deren Inhalte wahrscheinlich in Hongkong öffentlich zugänglich werden oder von der öffentlichen Bevölkerung in Hongkong gelesen werden (es sei denn, dies ist gemäss den Wertpapiergesetzen von Hongkong zulässig), ausser wenn sich dieses Produkt ausschliesslich an Personen ausserhalb von Hongkong richtet oder nur an «professionelle Investoren» gemäss der Definition in der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571) für Hongkong und den auf ihrer Basis erlassenen gesetzlichen Vorschriften. SINGAPUR: Dieses Material wird in Singapur von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, verteilt, die von der Monetary Authority of Singapore gemäss dem Banking Act (Cap. 19) zur Durchführung von Bankgeschäften zugelassen wurde. Dieser Bericht wurde in Singapur ausschliesslich zur Verteilung an institutionelle Anleger, akkreditierte Investoren und sachkundige Investoren (gemäss der Definition in den Financial Advisers Regulations («FAR»)) erstellt und ausgegeben. Die Credit Suisse AG, Singapore Branch, kann Berichte ausgeben, die von ihren ausländischen Einheiten oder verbundenen Unternehmen im Rahmen einer Vereinbarung gemäss Regulation 32C der FAR erstellt wurden. Empfänger in Singapur sollten sich bei Angelegenheiten, die sich aus oder im Zusammenhang mit diesem Bericht ergeben, unter der Telefonnummer +65-6212-2000 an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, wenden. Aufgrund Ihres Status als institutioneller Anleger, akkreditierter Investor oder sachkundiger Investor ist die Credit Suisse AG, Singapore Branch, im Hinblick auf Finanzberatungsleistungen, die sie gegebenenfalls für Sie erbringt, von bestimmten Anforderungen des singapurischen Financial Advisers Act, Kap. 110 (der «FAA»), der FAR und der hierzu erlassenen Bekanntmachungen und Richtlinien befreit. Dazu zählen Ausnahmen von folgenden Vorschriften:

- (i) Abschnitt 25 der FAA (gemäss Regulation 33(1) der FAR),
- (ii) Abschnitt 27 der FAA (gemäss Regulation 34(1) der FAR) und

(iii) Abschnitt 36 der FAA (gemäss Regulation 35(1) der FAR).

Empfänger in Singapur sollten sich bei Angelegenheiten, die sich aus oder im Zusammenhang mit diesem Material ergeben, an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, wenden.

Im Fall von Fragen oder Einwänden zu Marketingmaterial, das sie von uns erhalten haben, wenden Sie sich bitte an unseren Datenschutzbeauftragten unter dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, HK Branch) oder PDPO.SGD@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, SG Branch) oder csau.privacyofficer@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, Sydney Branch).

(für Credit Suisse AG, HK Branch) oder PDPO.SGD@credit-suisse.com

(für Credit Suisse AG, SG Branch) oder csau.privacyofficer@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, Sydney Branch).

Der gesamte Inhalt dieses Dokuments unterliegt dem gesetzlichen Urheberrechtsschutz (alle Rechte vorbehalten). Dieses Dokument darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Credit Suisse weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt, weitergeleitet (auf elektronische oder andere Weise), abgeändert oder für öffentliche oder kommerzielle Zwecke verwendet werden.

© 2022, Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten. Die Credit Suisse AG (Unique Entity Number in Singapur: S73FC2261L) ist eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft.

22C014A_IS

Weitere Publikationen der Credit Suisse

Retail Outlook 2022

Die jährliche Studie zum Schweizer Detailhandel zeigt die konjunkturellen Perspektiven für die Branche und aktuelle Herausforderungen auf.

5. Januar 2022

Bauindex Schweiz 1. Quartal 2022

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

23. Februar 2022

Monitor Schweiz 1. Quartal 2022

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

15. März 2022

Immobilienmonitor 2. Quartal 2022

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

2. Juni 2022

**Die nächste Immobilienmarktstudie erscheint im März 2023.
Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.**



Jetzt
abonnieren:



Abonnieren Sie neue Perspektiven.

Entdecken Sie mit Novum spannende Immobilien Themen und erweitern Sie mit Scope Ihr Wissen über aktuelle Anlagethemen aus dem Asset Management.
credit-suisse.com/publications