

# Im Zeichen von Zinswende und Knappheit

Schweizer Immobilienmarkt 2023 | März 2023



Nachhaltigkeit  
**Viel zu tun bis  
Netto-Null**

Seite 7

Raumentwicklung  
**Eisberg voraus!**

Seite 18

Immobilienanlagen  
**Betongold verliert  
an Glanz**

Seite 43

# 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: Petit-Lancy, Chemin de Surville - CityPop  
Gebäudebesitzer: CS Real Estate Fund LivingPlus, ein Immobilienfonds von Credit Suisse Asset Management

## **Druck**

Abächerli Media AG, Industriestrasse 2, 6060 Sarnen

## **Redaktionsschluss**

1. Februar 2023

## **Publikationsreihe**

Swiss Issues Immobilien

## **Bestellungen**

Elektronische Exemplare über [www.credit-suisse.com/immobilienstudie](http://www.credit-suisse.com/immobilienstudie).

## **Besuchen Sie uns im Internet**

[www.credit-suisse.com/immobilien](http://www.credit-suisse.com/immobilien)

## **Copyright**

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.  
Copyright © 2023 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**

Manuel Bolz, +41 44 332 32 20, [manuel.bolz@credit-suisse.com](mailto:manuel.bolz@credit-suisse.com)  
Fredy Hasenmaile, +41 44 333 89 17, [fredy.hasenmaile@credit-suisse.com](mailto:fredy.hasenmaile@credit-suisse.com)  
Thomas Rieder, +41 44 332 09 72, [thomas.rieder@credit-suisse.com](mailto:thomas.rieder@credit-suisse.com)  
Dr. Fabian Waltert, +41 44 333 25 57, [fabian.waltert@credit-suisse.com](mailto:fabian.waltert@credit-suisse.com)

## **Mitwirkung**

Fabian Diergardt

# Inhalt

---

<b>Management Summary</b>	<b>4</b>
<b>Nachhaltigkeit: Viel zu tun bis Netto-Null</b>	<b>7</b>
<b>Wohneigentum</b>	<b>11</b>
Nachfrage: Nachfrage im Sinkflug	11
Angebot: Bautätigkeit streikt auch 2023	14
Marktergebnis: Knappheit sichert Preisniveau	15
Ausblick 2023: Eigenheimboom ist zu Ende	17
<b>Raumentwicklung: Eisberg voraus!</b>	<b>18</b>
<b>Mietwohnungen</b>	<b>23</b>
Nachfrage: Gesuchte Mietwohnungen	23
Angebot: Ungenügender Wohnungsbau	25
Marktergebnis: Mietermarkt war gestern	26
Ausblick 2023: Vermieter zurück am Ruder	28
<b>Wohnungsmarkt: Jährliche Völkerwanderung</b>	<b>29</b>
<b>Büroflächen</b>	<b>33</b>
Nachfrage: Zwischenspur der Nachfrage	33
Angebot: Homeoffice bremst Absorption	34
Angebot: Verhaltene Neubautätigkeit	35
Marktergebnis: Gestärkt in den Abschwung	36
Umnutzungen: Arbeiten zu Hause, Wohnen im Büro	37
Ausblick 2023: Abkühlung folgt auf das Zwischenhoch von 2022	38
<b>Nachhaltigkeit: Kampf der Rating-Konfusion</b>	<b>39</b>
<b>Immobilienanlagen</b>	<b>43</b>
Direkte Anlagen: Betongold verliert an Glanz	43
Indirekte Anlagen: Neukalibrierung nach Zinswende	46
Ausblick 2023: Markt steuert auf weiche Landung zu	48
<b>Zehn Fragen – zehn Antworten</b>	<b>49</b>
<b>Factsheets: Regionale Immobilienmärkte auf einen Blick</b>	<b>51</b>

# Im Zeichen von Zinswende und Knappheit

Der Wind auf dem Schweizer Immobilienmarkt hat gedreht: Mieter und Eigentümer sind mit steigenden Kosten konfrontiert und auch für Anleger verlieren Immobilien an Glanz. Die Zinswende hat eine ausgesprochen lange Aufschwungsphase am Schweizer Immobilienmarkt beendet, die oft auch als Superzyklus bezeichnet wurde. Immer wieder tauchten in den letzten Jahren neue Elemente auf, die den Zyklus nochmals verlängerten, wie beispielsweise die Negativzinsen (2015), die unerwartet robuste Konjunktur (2018) oder der von der Corona-Pandemie ausgelöste Nachfrageschub (2020). Gegen die Macht der höheren Zinsen ist nun jedoch kein Kraut mehr gewachsen. Damit wird dem Immobilienmarkt in den nächsten Jahren der Rückenwind fehlen, der bis vor Kurzem auch etliche Fehler bei der Konzeption, der Vermarktung oder dem Management von Immobilienobjekten verzieh. Anders als im Ausland durchläuft der Schweizer Immobilienmarkt jedoch nur einen Prozess der Normalisierung und kippt nicht ins Gegenteil. Man könnte auch von einer weichen Landung sprechen, sofern diese auch überschaubare Preiskorrekturen – wie wir sie in den nächsten Jahren erwarten – mit einschliesst. Zwei Faktoren machen die Schweiz abermals zum Sonderfall: Erstens erreicht die hiesige Inflation nur einen Bruchteil der Werte im Ausland, was wiederum weniger heftige Zinsanstiege zur Folge hat. Der zweite Faktor ist hausgemacht. Es handelt sich um eine fast schon irritierende Bauflaute, die auf dem Mietwohnungsmarkt schon bald zu ähnlichen Knappheiten wie auf dem Eigenheimmarkt führen wird. Die nicht mehr aufzuhaltende Verknappung des Wohnungsangebots wird unweigerlich die Mietpreise nach oben treiben – zum Leidwesen der Mieter. Aus Anlegersicht dürften die steigenden Mieten demgegenüber die zinsbedingt drohenden Bewertungskorrekturen bei Wohnrenditeliegenschaften abfedern. Nachteilig ist lediglich, dass im Zuge der Verknappung der Ruf nach noch mehr regulatorischen Eingriffen, kräftigen Auftrieb erhalten dürfte.

## Nachhaltigkeit I

Seite 7

### Viel zu tun bis Netto-Null

Der Schweizer Wohnungsbestand soll bis 2050 klimaneutral werden. Es gilt also, den Treibhausgasausstoss bis zu diesem Zeitpunkt auf netto null zu senken. Weil der Gebäudepark hierzulande mit einem Anteil von 24% der drittgrösste Verursacher solcher Emissionen ist, führt kein Weg an einer massiven Reduktion des Energieverbrauchs und einer Abkehr von fossilen Energieträgern vorbei. Im Neubau ist man bereits sehr weit, wird doch heute kaum noch ein Haus mit fossiler Heizungsanlage gebaut. Anders präsentiert sich derweil die Situation im Bestand. Aufgrund der langen Lebensdauer vieler Bauteile und der folglich hohen Abschreibungskosten bei einem frühzeitigen Ersatz werden energetische Sanierungen nur selten früher als nötig in Angriff genommen. Diese Problematik können auch staatliche Förderprogramme nur beschränkt lösen. Rund 60% des Wohnungsbestands heizen daher noch fossil. Das Bundesamt für Energie hat mit einer Szenarioanalyse abzuklären versucht, ob und wie das Netto-Null-Ziel erreicht werden kann. Wir haben die Absenkpfade der Treibhausgasemissionen, die diesen Szenarien zugrunde liegen, einem Realitätscheck unterzogen und mit eigenen Szenarien ergänzt. Wir gelangen auf dieser Basis zum Schluss, dass das Ziel Netto-Null zwar anspruchsvoll ist, angesichts des veränderten gesellschaftlichen und politischen Umfelds aber erreichbar sein dürfte. Das Tempo des Heizungswechsels müsste sich dazu aber nochmals beschleunigen. Der jährliche Absatz an Wärmepumpen müsste sich beispielsweise bis 2027 um 69% im Vergleich zu 2021 erhöhen.

## Wohneigentum

Seite 11

### Knappheit sichert Preisniveau

Die Zinswende hat zu einem deutlichen Rückgang der Nachfrage nach Wohneigentum geführt. Infolge der jüngst starken Preisanstiege können sich zudem nochmals weniger Haushalte die eigenen vier Wände überhaupt leisten. Eine geringere Nachfrage trifft damit auf ein seit Jahren limitiertes Angebot und eine ausgeprägte Knappheit an verfügbaren Objekten. Da der Neubau von Wohneigentum weiter abnimmt, kippt der Eigenheimmarkt indessen nicht unmittelbar in ein Überangebot. Infolge eines deutlich geringeren Interesses an Buy-to-let-Anlagen dürften Kaufwilligen zwar mehr Objekte als im Vorjahr zur Verfügung stehen, dank der rekordtiefen Bautätigkeit wird sich die sinkende Nachfrage aber erst allmählich in höheren Vermarktungszeiten manifestieren. Folglich sollte sich das Preiswachstum 2023 stark abschwächen, jedoch erst im Folgejahr in den

negativen Bereich abrutschen. Denn die Kombination steigender Zinsen mit hohen Immobilienpreisen hat schlicht zu hohen Kostenbelastungen zur Folge. Dies wiederum wird die Nachfrage in einem Ausmass senken, das früher oder später Preiskorrekturen erfordert. Diese dürften jedoch überschaubar ausfallen, reduziert doch das anhaltend knappe Angebot die mögliche Fallhöhe einer Preiskorrektur erheblich.

## **Raumentwicklung**

Seite 18

### **Eisberg voraus!**

In Rekordzeit hat sich auf dem Schweizer Mietwohnungsmarkt eine Trendwende vollzogen. Anstelle von Überangeboten ist bereits von drohendem Wohnungsmangel die Rede. Hauptgrund für die Trendwende ist die Bautätigkeit, die seit 2016/2017 rückläufig ist. Weshalb viel zu wenige Wohnungen gebaut werden, ist nicht einfach zu beantworten. Wir sehen jedoch die Revision der Raumplanung als Hauptursache. Das revidierte Raumplanungsgesetz erschwert richtigerweise Einzonungen, zumal sich die Stimmbürger wiederholt gegen eine weitere Zersiedelung der Schweiz ausgesprochen haben. Die Verdichtung, die anstelle von Einzonungen für eine ausreichende Versorgung mit Wohnraum sorgen sollte, wird allerdings zu oft ausgebremst. Überzogene Einsprachemöglichkeiten, ungelöste Zielkonflikte zwischen Verdichtung einerseits sowie Heimat- und Lärmschutz andererseits und langwierige Bewilligungsprozesse hemmen die Bautätigkeit allerorten. Flankierende Massnahmen, mit denen die Verdichtung wirkungsvoll unterstützt werden könnte, fehlen oder wirken zu langsam. Um eine ausgewachsene Wohnungsnot noch abzuwenden, wäre ein rasches Handeln notwendig. Doch hierfür müssten Gesetze angepasst werden, und es würde wohl auch im besten Falle Jahre dauern, bis eine Entlastung spürbar wird. Der drohende Wohnungsmangel dürfte zudem Forderungen nach einer noch stärkeren Regulierung des Wohnungsmarktes nach dem Muster von Genf und Basel kräftigen Auftrieb geben, obschon entsprechende Verschärfungen das Problem bekanntlich erst recht akzentuieren.

## **Mietwohnungen**

Seite 23

### **Mietermarkt war gestern**

Die Mietwohnungsnachfrage hat sich im vergangenen Jahr weiter belebt, wofür die höchste Zuwanderung seit acht Jahren ausschlaggebend war. In Anbetracht des ausgeprägten Fachkräftemangels werden auch in den nächsten Jahren hohe Zuwanderungszahlen zu beobachten sein, und Mietwohnungen werden daher 2023 trotz einer sich eintrübenden Konjunktur gefragt bleiben. Im Kontrast zur regen Wohnungsnachfrage ist die Bautätigkeit allerdings weiterhin rückläufig. Eine Trendwende ist hier noch immer nicht absehbar, und in einer Mehrheit der Regionen werden zu wenige Wohnungen gebaut. Rapide sinkende Angebotsziffern und rasch kürzer werdende Insertionszeiten signalisieren klar, dass der Mietwohnungsmarkt Kurs auf einen Vermietermarkt genommen hat. Angesichts der Zinswende und einer hohen Baupreisteuerung scheint eine rasche Entspannung der Situation zudem noch unwahrscheinlicher geworden zu sein. Die Mietwohnungsleerstände dürften folglich 2023 in ähnlichem Tempo weiter sinken, während die Mieten kräftig zulegen.

## **Umzugsverhalten**

Seite 29

### **Jährliche Völkerwanderung**

In der Schweiz ziehen jedes Jahr über 800'000 Personen bzw. mehr als jeder Zehnte der Bevölkerung um. Im Alter von 25 bis 30 Jahren wechselte 2021 sogar jeder Vierte das Domizil. Generell sind – wenig überraschend – junge Erwachsene zwischen 18 und 34 Jahren besonders umzugsfreudig. Diese stellen nur 21% der Bevölkerung, machen aber 43% aller Umzüge aus. Die Analyse des Umzugsverhaltens zeigt zudem, dass wir mit zunehmendem Alter sesshafter werden. Indes entscheidet nicht nur das Alter darüber, wie oft und wohin wir umziehen. Ausländer ziehen zum Beispiel öfters um, und Frauen ziehen im Durchschnitt klar früher als Männer von zu Hause aus. Umgezogen wird in der Regel nicht weit. Die durchschnittliche Umzugsdistanz lag in den Jahren seit 2018 immer zwischen 12 und 13 Kilometern. Nur 28% der Bevölkerung ziehen überhaupt mehr als 10 Kilometer weit weg. Für Immobilienentwickler bedeutet dies, dass 72% der Nachfrage für ein Wohnbauprojekt im Mittel aus einem Umkreis von 10 Kilometern oder weniger stammen.

## **Büroflächen**

Seite 33

### **Büromarkt im Zwischenhoch**

Totgesagte leben bekanntlich länger. Dem Büromarkt wurde im Zuge der COVID-19-Pandemie von gewissen Exponenten schon fast die Daseinsberechtigung abgesprochen. Doch die Büroflächennachfrage befand sich bis vor Kurzem im Hoch, was dem robusten Beschäftigungswachstum zuzuschreiben ist. Das Zwischenhoch kam für den Schweizer Büromarkt gerade richtig: Dank sinkender Leerstände und steigender Mieten kann er sich einigermassen gestärkt dem aktuellen Abschwung stellen. Wenn etwas das Bild trübt, dann die für die Schweiz eher hohe durchschnittliche Angebotsquote. Diese ist zwar gegenüber dem Vorjahr von 5.8% auf 5.6% gesunken, angesichts des robusten Beschäftigungswachstums wurde aber eigentlich ein stärkerer Rückgang erwartet. Der Trend zum Homeoffice reduziert folglich die Absorption, sodass das Flächenangebot insge-

samt weniger stark sinkt als in früheren Erholungsphasen. Dies scheinen auch die Investoren vorwegzunehmen, investieren sie doch weniger Mittel in die Flächenausweitung, die um rund 11% unter dem Langfristmittel verharrt. Auch Umnutzungen bleiben daher ein Thema. Sie sind jedoch weitaus schwieriger umzusetzen, als gemeinhin angenommen wird.

## Nachhaltigkeit II

Seite 39

### Kampf der Rating-Konfusion

Weil sich die Standards für nachhaltiges Investieren erst allmählich herausbilden, ist die Verwirrung derzeit noch gross. Die Vielzahl der Initiativen und Ratings scheint in umgekehrt proportionalem Verhältnis zum tatsächlichen Fortschritt bezüglich Nachhaltigkeit zu stehen. Etliche Ratings umfassen Dutzende von Indikatoren, sodass es den Anwendern und Nutzern ohne genaue Kenntnis der Rating-Methodik nicht möglich ist, die Ergebnisse korrekt zu interpretieren, geschweige denn, aus ihnen einen Nutzen zu ziehen. Wie das Magazin *The Economist* bemängelt, sind ESG-Ratings ohnehin zu breit angelegt. Der Fokus auf wenige, aber zentrale Umweltkennzahlen, etwa auf den absoluten Energieverbrauch und die Treibhausgasemissionen der Liegenschaften, wäre wichtiger. Können Immobilienbesitzer nachweisen, dass sie einen gewichtigen Beitrag zur Begrenzung der Klimaerwärmung leisten, stehen sie automatisch weniger im Schussfeld. Die Real Estate Investment Data Association (REIDA), ein Schweizer Non-Profit-Verein für das Pooling von Immobilien-daten, will diesem Ansatz zum Durchbruch verhelfen und hat einen Standard für die Ermittlung der wichtigsten umweltrelevanten Kennzahlen im Immobilienbereich erarbeitet, für die auch die Branchenverbände AMAS und KGAST mehr Transparenz einfordern. Damit dies gelingt, müssen die berechneten Kennwerte nachvollziehbar und vergleichbar sein, wozu wiederum eine einheitliche Datengrundlage und eine identische Berechnungsweise unabdingbar sind. Der erstmalige Vergleich von Schlüsselkennzahlen zu Immobilienportfolios unterschiedlicher Anbieter nach dem REIDA-Standard liefert interessante Ergebnisse und bietet eine Basis, um Lehren zu ziehen, welche Massnahmen den Weg zu Netto-Null renditeschonend ermöglichen.

## Immobilienanlagen – Direkte Anlagen

Seite 43

### Betongold verliert an Glanz

Seit der Zinswende, die 2022 ihren Anfang nahm, sind Immobilienanlagen nicht mehr alternativlos. Die Renditedifferenz zu 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen ist stark gesunken und liegt aktuell unter dem langjährigen Durchschnitt. Je nach Inflationserwartungen eines Anlegers und den Überwälzungsmöglichkeiten ist der reale Rückgang der Renditedifferenz jedoch weniger gross, da Immobilien je nach Nutzungssegment einen partiellen oder sogar weitgehenden Inflationsschutz bieten. Den Nimbus der Alternativlosigkeit haben Immobilienanlagen dennoch verloren. Zu erwarten ist ferner, dass steigende Diskontierungssätze im Verlauf des Jahres 2023 mehr und mehr zur neuen Realität werden und damit die Bewertungen von Renditeliegenschaften unter Druck setzen. Diesem Druck können die Bewertungen besser widerstehen, wenn gleichzeitig der Nettomietertrag steigt. Vor allem bei den Wohnrenditeliegenschaften sind die Aussichten diesbezüglich gut, denn die Verknappungstendenzen im Mietwohnungsmarkt schlagen sich bereits in deutlich steigenden Angebotsmieten nieder. Diese Marktentwicklung kommt auch in den Portfolios institutioneller Anleger zum Ausdruck, wo sich die grösstenteils leerstandsbedingten Mietertragsausfälle innerhalb von nur drei Jahren halbiert haben. Dank der für dieses Jahr erwarteten Erhöhung des Referenzzinssatzes kann zudem mit einiger Verzögerung auch ein Teil der steigenden Fremdkapitalkosten und der Inflation auf die Mieter überwältigt werden. Insofern schützen die wirtschaftliche Stabilität der Schweiz und die positive Entwicklung der Nutzermärkte Immobilienanlagen vor einer harten Landung.

## Immobilienanlagen – Indirekte Anlagen

Seite 46

### Neukalibrierung nach Zinswende

Börsenkotierte Immobilienfonds und Immobilienaktien haben 2022 heftig auf die Zinswende reagiert und das Jahr mit einer Gesamtperformance von -15.2% bzw. -9.0% abgeschlossen. Für Immobilieninvestoren ist es nur ein kleiner Trost, dass die Performance auf internationaler Ebene noch sehr viel schlechter ausfiel. Einen starken Einbruch erfuhren auch die Kapitalmarkttransaktionen. Der Umfang der Lancierungen und Kapitalerhöhungen von Immobilienfonds lag 2022 um 50% tiefer als im Vorjahr. Die Neuaufnahme von Fremdkapital über die Emission von Anleihen brach sogar noch stärker ein. Nach der Korrektur beginnt sich der Markt nun neu zu kalibrieren, und dank wieder realistischerer Bewertungen eröffnen sich neue Anlageopportunitäten. Diese orten wir in erster Linie bei Geschäftsimmobilen, da diese im Mittel eine hohe Ausschüttungsrendite von 4.1% generieren und darüber hinaus einen gewissen Inflationsschutz bieten.

## 10 auf 10

Seite 49

### 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.

# Viel zu tun bis Netto-Null

**Der Schweizer Wohnungsbestand soll bis 2050 klimaneutral werden. Die vorliegende Analyse kommt zum Schluss, dass die Richtung stimmt und das Ziel erreichbar ist. Es werden aber noch viele Anstrengungen nötig sein, um das Ziel tatsächlich zu erreichen, wie unser Realitätscheck zeigt.**

## Schweiz will bis 2050 klimaneutral werden

Die Schweizer Bevölkerung macht sich grosse Sorgen über die Belastung der Umwelt. Gemäss jüngstem Sorgenbarometer der Credit Suisse ist die Umwelt zum ersten Mal die Sorge Nr. 1 der Schweizer Stimmbevölkerung. Und auch auf dem politischen Parket bleibt das Thema trotz Ablehnung des CO<sub>2</sub>-Gesetzes präsent, hat sich die Schweiz doch dem Ziel verschrieben, die Emission von Treibhausgasen (THG) bis 2050 auf netto null zu senken. Dazu muss der THG-Ausstoss in einem ersten Schritt bis 2030 um 50% gegenüber dem Niveau von 1990 reduziert werden.

## Immobilien verursachen fast ein Viertel aller Emissionen

Dies hat auch weitreichende Auswirkungen auf die Entwicklung des Gebäudebestands in der Schweiz, ist dieser doch mit einem Anteil von 23.9% der drittgrösste Verursacher von THG-Emissionen, nach dem Verkehr mit 31.6% und der Industrie mit 24.8% (Abb. 1). Immobilien stehen demnach im Fokus, und deren Besitzer geraten unter Handlungsdruck. Mehr als zwei Drittel der Gebäudeemissionen werden durch Wohnungen verursacht, d.h. in erster Linie durch das Heizen mit fossilen Brennstoffen sowie die Aufbereitung von Warmwasser. Somit ist eine Senkung der Emissionen bei Gebäuden essenziell auf dem Weg zu einer klimaneutralen Schweiz. Dieses Ziel ist folglich nur mit einer massiven Reduktion des Energieverbrauchs und einer Abkehr von fossilen Energieträgern erreichbar. Zudem gilt es im Sinne einer Kreislaufwirtschaft möglichst wenig (graue) Energie in der Herstellung und der Entsorgung von Gebäuden zu verbrauchen.

## Szenarien für den Wohnungsbestand bis 2050

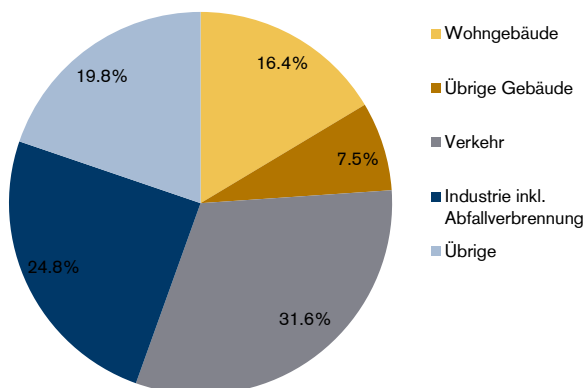
Im Folgenden beleuchten wir, wie sich der Bestand an Wohngebäuden in der Schweiz in Richtung Klimaneutralität entwickeln könnte. Wichtige Grundlagen hierfür sind die Szenarien des Bundesamts für Energie im Rahmen der Energieperspektiven 2050+. Zusätzlich haben wir eigene Szenarien gerechnet und versuchen aufzuzeigen, wo mögliche Stolpersteine auf dem Weg zur Klimaneutralität liegen. Dieser Realitätscheck dient uns als Bank dazu, die Treiber der Entwicklung zu verstehen und sowohl die Klimarisiken, denen unsere Kreditportfolios ausgesetzt sind, als auch die Auswirkungen unserer Portfolios auf das Klima selber besser einschätzen zu können.

## Neubauten kommen fast ohne fossile Energie aus

Im Neubau hat sich bereits vieles getan: Bei neu erstellten Ein- und Mehrfamilienhäusern wird seit mehr als einem Jahrzehnt mehrheitlich auf Heizungen ohne fossile Energieträger gesetzt. In den letzten Jahren hat sich dieser Trend angesichts des wachsenden gesetzlichen Drucks nochmals verstärkt. 2022 wurden 97% der bewilligten Einfamilienhäuser und 96% der Wohnungen in Mehrfamilienhäuser mit Heizungen ohne fossile Energieträger geplant (Abb. 2). Dabei wird heute bei

**Abb. 1: Immobilien sind drittgrösster Treibhausgas-Verursacher**

Treibhausgasemissionen der Schweiz, aufgeteilt nach Sektoren

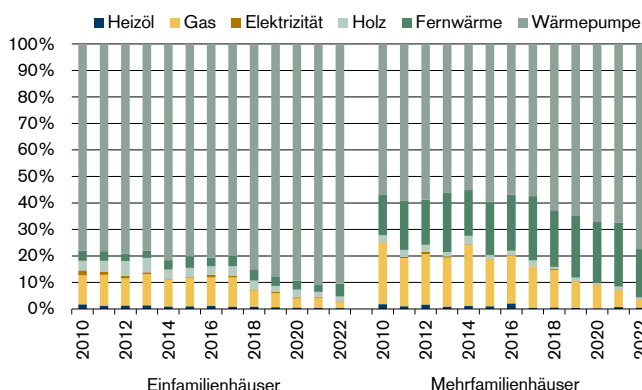


Quelle: Bundesamt für Umwelt

Letzter Datenpunkt: 2020

**Abb. 2: Kaum noch Neubauten mit fossiler Heizung**

Baubewilligungen Wohnen (Anzahl Wohneinheiten) nach Heizungstyp, in %



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 10/2022

Einfamilienhäusern fast ausschliesslich auf Wärmepumpen gesetzt (90.4%). Demgegenüber spielen in neu geplanten Mehrfamilienhäusern neben Wärmepumpen (77%) auch Fernwärmesysteme (18%) eine wichtige Rolle. Im Zuge des wachsenden Umweltbewusstseins und des starken Anstiegs der Preise für fossile Energieträger ist zu erwarten, dass Öl- und Gasheizungen bei Neubauten schon in Kürze komplett wegfallen werden – mit einzelnen technisch oder regulatorisch bedingten Ausnahmen.

### Lange Lebensdauern als grosse Sanierungshürde im Gebäudebestand

Anders präsentiert sich die Situation jedoch im Bestand. Hier ist die lange Abschreibungsdauer vieler Bauteile das grosse Hindernis für einen nachhaltigen Immobilienbestand. Die Lebensdauer von Gebäuden in der Schweiz beträgt häufig 100 Jahre und mehr. Die Lebensdauer einer Heizung beläuft sich zwar «nur» auf 15 bis 25 Jahre<sup>1</sup>, Fassaden, Fenster und Dächer, die für energetische Sanierungen ebenfalls von entscheidender Bedeutung sind, haben aber Lebensdauern von 30 bis 50 Jahren. Aufgrund der hohen Abschreibungskosten bei einem frühzeitigen Ersatz werden Sanierungen daher nur selten deutlich früher als nötig in Angriff genommen. Diese Problematik können auch staatliche Förderprogramme nur beschränkt lösen. Eine ebenfalls gewichtige Sanierungsbremse ist die schwierige Entscheidungsfindung unter Stockwerkeigentümern. Weil an vielen Orten die nötige Einigkeit für eine Gesamtsanierung fehlt, spricht man sogar von einem Sanierungsstau im Stockwerkeigentum.

### Grosse Wissenslücken im Bestand

In Bezug auf den energetischen Zustand der Wohngebäude in der Schweiz gibt es zudem grosse Wissenslücken. Über den Zeitpunkt und den Umfang von bisherigen Sanierungen stehen derzeit gar keine Daten zur Verfügung. Immerhin liegen Informationen zur Heizung vor (Abb. 4). Die im Gebäude- und Wohnungsregister (GWR) verfügbaren Daten müssen jedoch mit grosser Vorsicht behandelt werden. 49% aller Angaben zur Heizung stammen noch aus der Volkszählung 2000 (Abb. 3). Bei einer durchschnittlichen Lebensdauer von 15 bis 25 Jahren müssten viele dieser Heizungen bereits ersetzt worden sein. Ob dabei nochmals eine Heizung mit fossilem Energieträger oder z.B. eine Wärmepumpe zum Zuge kam, ist offen. Zwar sind die Gemeinden aufgefordert, ihre Daten zu aktualisieren, in vielen Kantonen ist hier aber noch viel zu tun. Dies hat zur Folge, dass der Anteil der Heizungen mit fossilem Energieträger wohl überschätzt wird.

### 60% der Gebäude heizen noch fossil

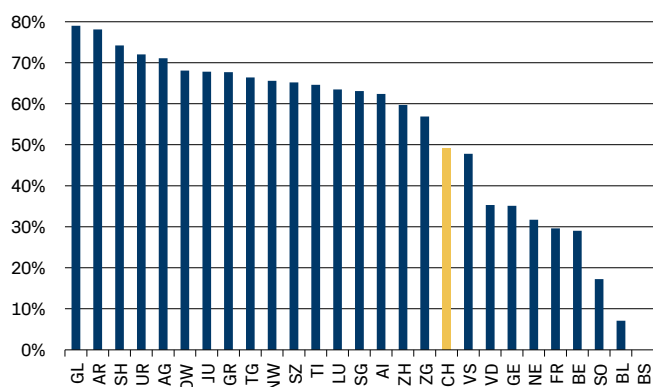
Dies scheint der Vergleich mit einer vom Bundesamt für Statistik im Jahr 2017 durchgeführten Umfrage zu Heizungen in Wohngebäuden zu bestätigen (Abb. 4). Diese Stichprobe weist weniger Ölheizungen aus als das GWR 2022. Gemäss der Umfrage von 2017 waren in 39% aller Wohngebäude Ölheizungen und in 21% Gasheizungen installiert. Hinzu kommen 7% Heizungen mit Elektrizität. Wärmepumpen hatten 2017 erst einen Marktanteil von 18%, während Holz auf 10% und Fernwärme auf 4% kamen.

### Grosse kantonale Unterschiede im energetischen Handeln

Die Politik ist sich der Herausforderungen in Bezug auf den hohen Anteil energetisch nicht optimierter Altbauten bewusst und hat auch reagiert. In den 2014 beschlossenen «Mustervorschriften der Kantone im Energiebereich» (MuKE) wurden die energierechtlichen Vorschriften im Gebäudereich verschärft. Die Umsetzung im Rahmen der kantonalen Energiegesetze ist jedoch ein langsamer Prozess. Ende September 2022 war die Inkraftsetzung der MuKE 2014 erst in

**Abb. 3: Grosse Lücken im Register betreffend Heizungstyp**

Anteil der Heizungsangaben im Gebäude- und Wohnungsregister (GWR), die noch auf die Volkszählung 2000 abstellen

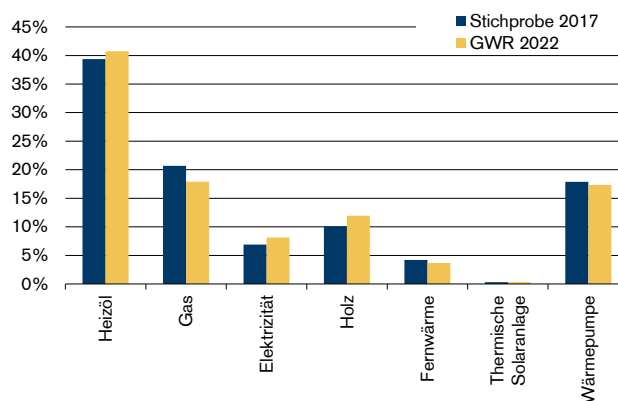


Quelle: Bundesamt für Statistik

Letzter Datenpunkt: 09/2022

**Abb. 4: 60% der Wohngebäude heizen noch fossil**

Gebäudebestand nach Heizungstyp, Stichprobe



Quelle: Bundesamt für Statistik

Letzter Datenpunkt: 06/2022

<sup>1</sup> Lebensdauertabellen können sich je nach Quelle unterscheiden. Wir stützen uns hier auf Angaben von hausinfo.ch.



21 Kantonen beschlossen oder ist tatsächlich erfolgt. Darüber hinaus bestimmt jeder Kanton eigenständig, wie streng die Energiegesetze ausfallen. Im Kanton Zürich ist es beispielsweise seit September 2022 selbst bei Altbauten nicht mehr möglich, die alte Ölheizung durch eine neue zu ersetzen. Dagegen erlaubt der Entwurf des teilrevidierten Energiegesetzes im Kanton Aargau, das Mitte 2022 in Vernehmlassung ging, weiterhin den Ersatz von Ölheizungen, und bei Neubauten bleibt die Eigenstromproduktion mittels Solarenergie freiwillig.

### Ersatzquote bleibt auch durch Kapazitätsrestriktionen im Bau limitiert

Als Folge der sukzessiv gestiegenen gesetzlichen Anforderungen und der hohen Preise für fossile Energieträger hat sich der Ersatz herkömmlicher Heizungen durch nachhaltige Lösungen jüngst stark beschleunigt und dürfte sich in den kommenden Jahren weiter verstärken. Da der Austausch von Heizungen jedoch eng mit dem energetischen Zustand von Bauteilen wie Fassade, Dach und Fenstern verknüpft ist, bremsen die lange Lebensdauer dieser Bauteile das Tempo des Heizungswechsels. Zwar kann auch in einem schlecht isolierten Haus eine Wärmepumpe installiert werden, diese muss aber leistungsfähiger sein. Wird die Isolation später verbessert, ist die Wärmepumpe dann überdimensioniert. Die Häufigkeit von Fassadensanierungen müsste gemäss Energieperspektiven 2050+ im Zeitraum 2015 bis 2035 bei Mehrfamilienhäusern um 40% zunehmen, um die anvisierten Ziele zu erreichen. Hinzu kommen Kapazitätsgrenzen in der Baubranche: 2022 betrug die Wartefrist für Wärmepumpen mehr als ein Jahr. Und ausser dem Gesundheitswesen und dem Detailhandel gibt es zudem keine Branche, die gegenwärtig mehr offene Stellen verzeichnet als die Baubranche. Dies dürfte den Umstieg auf nachhaltige Heizsysteme ebenfalls bremsen.

### Die Zukunft gehört der Wärmepumpe und der Fernwärme

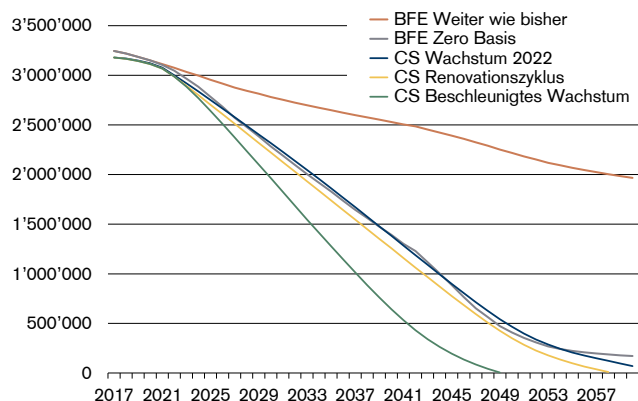
In Zukunft dürfte bei der Heizungswahl immer mehr auf Wärmepumpen gesetzt werden. Gemäss den Szenarien des Bundesamts für Energie (BFE) werden in Zukunft in mehr als 90% der Neubauten von Einfamilienhäusern Wärmepumpen zum Einsatz kommen. Bei Mehrfamilienhäusern wird dagegen neben Wärmepumpen (69%) vor allem auch Fernwärme (30%) eine wichtige Rolle spielen. Dabei dürfte sich der Fokus jedoch von Fernwärme aus der Müllverbrennung in Richtung thermischer Nutzung von Seewasser verschieben, bietet Letztere doch langfristig ein enormes Potenzial und eine bessere CO<sub>2</sub>-Bilanz. Die Ausschöpfung dieses Potenzials benötigt jedoch Zeit. Jüngst sind einige Projekte in Angriff genommen worden. In Zug wurde ein Projekt gestartet, das bis 2040 die ganze Stadt Zug und die angrenzenden Quartiere in Baar mit aus dem Zugersee gewonnener Fernwärme versorgen soll. Der Kanton Thurgau hat sich zum Ziel gesetzt, künftig 10% des heute benötigten fossilen Wärmebedarfs durch Wärme aus dem Bodensee und dem Rhein zu decken. Dies ist aber nur die Spitze des Eisbergs: Gemäss Schätzungen des ETH-Wasserforschungsinstituts Eawag ist insbesondere das thermische Potenzial des Boden- und des Genfersees massiv höher als die regionale maximale Nachfrage.<sup>2</sup> Auch die Geothermie birgt trotz Misserfolgen in Basel und St. Gallen noch Potenzial. Erst jüngst hat der Kanton Genf diesbezüglich ambitionierte Pläne kommuniziert.

### BFE-Szenario «Zero Basis»

Aufgrund des hohen Anteiles an fossilen Energieträgern und der erwähnten Restriktionen wird der Pfad zu einem vollständig nachhaltigen Schweizer Wohnungsbestand anspruchsvoll bleiben. Insbesondere das mittelfristige Ziel für 2030 ist alles andere als einfach zu erreichen. Das BFE erwartet in seinem Hauptszenario «Zero Basis» zwischen 2022 und 2030 einen Rückgang der fossilen Heizungen um 25% (Abb. 5). Bis 2050 sollen dann nur noch 6% aller Wohnungen mit Gas

Abb. 5: Anzahl Wohnungen mit fossiler Heizung

Absenkepfad je Szenario

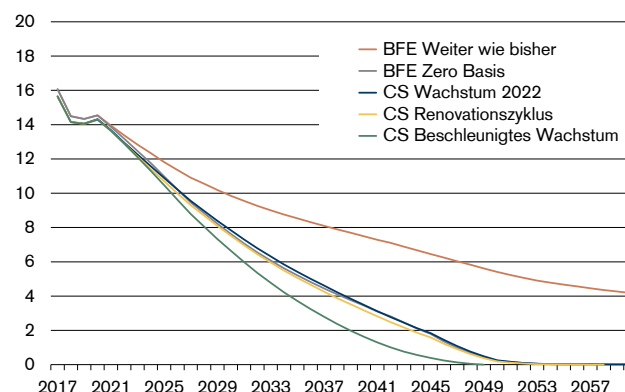


Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Energie

Letzter Datenpunkt: 2017

Abb. 6: Entwicklung der CO<sub>2</sub>e-Emissionsintensität

Absenkepfad je Szenario, CO<sub>2</sub>-Äquivalente (CO<sub>2</sub>e) in kg/m<sup>2</sup> Energiebezugsfläche (nur direkte Emissionen bzw. Scope 1)



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Energie

Letzter Datenpunkt: 2017

<sup>2</sup> Gaudard A., Schmid M., Wüest A. (2018). Thermische Nutzung von Seen und Flüssen – Potenzial der Schweizer Oberflächengewässer. Aqua & Gas 2/2018.

und 1% mit Öl beheizt werden. Hierbei wird es sich in erster Linie um Bauten handeln, in denen Lösungen mit Wärmepumpen oder Fernwärme nicht möglich sind. Dennoch dürfte das Ziel eines Wohnungsparks ohne Treibhausgasemissionen bis 2050 beinahe erreicht werden, sollen die Gasheizungen doch dann mit Biomethan betrieben werden. Damit wird der CO<sub>2</sub>-Äquivalenzverbrauch von Wohnungen im Jahr 2050 bei 0.22 kg pro m<sup>2</sup> Energienutzfläche liegen (Abb. 6). Bis 2060 sollten dann auch die letzten Ölheizungen ersetzt sein, sodass der Verbrauch faktisch auf null sinkt (0.03 kg/m<sup>2</sup>).

### **Restlebensdauern verlangsamen den Absenkpfad**

Eine Analyse möglicher Absenkpfade mittels eigener Szenarien zeigt, dass das Erreichen des Netto-Null-Ziels anspruchsvoll ist, müsste sich doch hierzu das Tempo der Heizungswechsel nochmals beschleunigen. Der jährliche Absatz an Wärmepumpen müsste sich bis 2027 um 69% im Vergleich zu 2021 erhöhen. Bleiben wir auf dem Niveau von 2022 (CS-Szenario «Wachstum 2022») werden gemäss unseren Schätzungen bei Wohngebäuden erst ab 2063 keine Heizungen mit fossilem Heizträger mehr im Einsatz sein (Abb. 5). Kann das Wachstum jedoch weiter beschleunigt werden, ist nicht auszuschliessen, dass tatsächlich bereits 2050 abgesehen von wenigen Ausnahmen keine Heizungen mit fossilen Heizträgern mehr im Einsatz sind (CS-Szenario «Beschleunigtes Wachstum»). Werden Restriktionen beim Heizungsersatz mitberücksichtigt, die sich aus der Restlebensdauer bis zur energetischen Sanierung von Fassade, Fenstern und Dach ergeben, würde sich dieser Absenkpfad jedoch um acht Jahre nach hinten verschieben (CS-Szenario «Renovationszyklus»). Werden analoge Annahmen in Bezug auf die verbesserte Energieeffizienz und die Nutzung von Biomethan getroffen, würde der Wohnungsbestand in unserem Hauptszenario «Renovationszyklus» im Jahr 2050 im Mittel noch 0.19 kg CO<sub>2e</sub>/m<sup>2</sup> ausstossen (Abb. 6).

### **Unsicherer Ist-Zustand führt zu grossen Differenzen**

Unser Hauptszenario zeigt trotz Restriktionen bei den Sanierungen einen schnelleren Rückgang der Wohnungen mit fossilen Heizträgern als das «Zero Basis»-Szenario des BFE. Dies ist indessen in erster Linie auf die Differenz am Start zurückzuführen. Hier zeigt sich wohl eine der grössten Problematiken bei der Beurteilung eines möglichst realistischen Absenkpfeils. Ohne genaue Daten dazu, wie viele Wohngebäude heute eine fossile Heizung aufweisen, werden wir noch einige Jahre im Dunklen tappen und nicht wissen, ob wir tatsächlich auf dem richtigen Weg sind, um die anvisierten Ziele rechtzeitig zu erreichen. Umso wichtiger ist es daher, möglichst schnell Transparenz zu schaffen.

### **Ziele für 2030 wegen Fachkräftemangel und langen Lieferfristen in Gefahr**

Gemäss unserem Realitätscheck ist das für 2050 anvisierte Ziel zwar anspruchsvoll, angesichts des veränderten gesellschaftlichen und politischen Umfelds jedoch realistischerweise erreichbar. Um einiges schwieriger dürfte sich demgegenüber das Erreichen des Zwischenziels 2030 gestalten. Haupthindernis sind dabei in erster Linie die Kapazitätsgrenzen der Baubranche aufgrund des Fachkräftemangels sowie die langen Lieferfristen bei Bauteilen. Die jüngsten Zahlen zeigen zwar ein eindrückliches Wachstum, das aber nicht ausreichen dürfte, um die Ziele für 2030 zu erreichen.

### **«Weiter wie bisher» ist kaum mehr eine Option**

Die jüngsten Anstrengungen in Bezug auf die Nachhaltigkeit, das beschleunigte Wachstum bei der Umstellung auf nachhaltige Heizsysteme sowie der anhaltende politische Druck sollten dazu beitragen, dass wir im Bereich Wohnen den richtigen Weg für einen Wohnungsbestand ohne Treibhausgasemissionen eingeschlagen haben. Ein Szenario «Weiter wie bisher», das lediglich die bestehenden energie- und klimapolitischen Massnahmen der letzten paar Jahre weiterführt, wird kaum mehr eintreten (Abb. 5).

### **Fazit: Machbar, aber anspruchsvoll**

Zusammenfassend stellen wir fest, dass das Ziel eines klimaneutralen Schweizer Wohnungsbestands bis 2050 anspruchsvoll ist. Weil die Nachhaltigkeit bei immer mehr Haushalten an Stellenwert gewinnt und die Verwendung von Wärmepumpen und Solarpanels in den letzten Jahren stark zugenommen hat, scheint das Ziel jedoch grundsätzlich erreichbar zu sein. Um es tatsächlich zu erreichen, sind indessen weitere Anstrengungen unabdingbar. Hierbei steht insbesondere auch die Frage im Vordergrund, wie die energetische Sanierung von Fassaden, Dächern oder Fenstern beschleunigt werden kann. In Anbetracht des bescheidenen Erfolgs von freiwilligen Einsparbemühungen oder Kompensationen (wie beispielsweise der CO<sub>2</sub>-Kompensation bei Flugreisen) wird es ohne erhöhten gesetzlichen Druck wohl nicht gehen. Um unerwünschte Effekte möglichst zu vermeiden, müssten jedoch die fossilen Energieträger sehr direkt über eine CO<sub>2</sub>-Abgabe verteuert werden.

# Nachfrage im Sinkflug

**Die Zinswende hat zu einem deutlichen Rückgang der Nachfrage nach Wohneigentum geführt. Infolge der jüngst starken Preisanstiege können sich zudem nochmals weniger Haushalte die eigenen vier Wände überhaupt leisten.**

**Zinserhöhungen haben Trendwende eingeläutet**

Der Markt für selbstgenutztes Wohneigentum durchläuft derzeit eine Trendwende, die durch die 2022 stark gestiegenen Hypothekarzinsen angestossen wurde. Nachdem Eigentümer während einer Dekade von beispiellos tiefen Hypothekarzinsätzen profitierten, haben sich Letztere im Verlauf des vergangenen Jahres mehr als verdoppelt. Der Zinssatz einer 5-jährigen Fix-Hypothek erhöhte sich beispielsweise von 1.0% per Ende 2021 auf 2.7% per Ende 2022. Allerdings ist dieses neue, höhere Zinsniveau zu relativieren, kann es doch angesichts eines langfristigen Durchschnitts der 5-jährigen Fix-Hypothek von 4.0% im historischen Vergleich noch nicht als hoch eingestuft werden.

**Starker Anstieg der Hypothekarzinskosten**

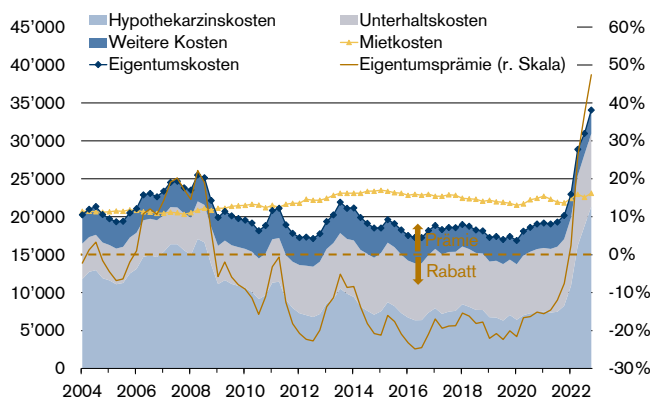
Der Zinsanstieg schlägt sich bei Neuabschlüssen und bei Verlängerungen von Hypotheken in deutlich höheren Zinsaufwänden nieder. Beim Abschluss einer 5-jährigen Fix-Hypothek sind diese beim Kauf einer durchschnittlichen Eigentumswohnung mit 4.5 Zimmern zwischen Ende 2021 und 2022 von CHF 8'250 auf CHF 21'380 nach oben geschneilt (Abb. 7). Das gleiche Bild zeigt sich mittlerweile auch bei den Geldmarkthypotheken: Seit dem Ende der Negativzinsen im Sommer 2022 haben die Zinskosten für das obige Objekt von CHF 7'390 auf CHF 17'110 zugenommen. Für den Anstieg der Finanzierungskosten sind die höheren Zinskosten jedoch nicht alleine verantwortlich, haben doch auch die steigenden Wohneigentumspreise dazu beigetragen.

**Kaufen ist sehr viel teurer geworden als Mieten**

Bei einer Vollkostenrechnung liegt der finanzielle Aufwand für die obige Eigentumswohnung im Falle einer 5-jährigen Fix-Hypothek mittlerweile bei CHF 34'060 pro Jahr. Neben dem Unterhalt (1% des Liegenschaftswerts) müssen hierbei steuerliche Aspekte (Eigenmietwert und Schuldzinsabzug), Opportunitätskosten in Form von Anlagealternativen des Eigenkapitals, Risiken wie das finanzielle Klumpenrisiko oder die kurzfristige Illiquidität des Objekts, aber auch Gewinnchancen dank einer langfristigen Aufwertung des Grundstücks berücksichtigt werden. Unter dem Strich ist der jährliche finanzielle Aufwand für Wohneigentum heute um 47% höher als für eine vergleichbare Mietwohnung (Abb. 7). Nachdem Kaufen 13 Jahre lang günstiger war als Mieten, ist nun also nicht nur wieder eine Eigentumsprämie zu bezahlen, sondern auch noch eine sehr hohe. Vor der Tiefzinsphase belief sich die Prämie zwischen 1993 und 2008 im Mittel auf lediglich 29%.

**Abb. 7: Eigentumsprämie klettert auf historisch hohen Wert**

Finanzieller Aufwand: Wohneigentum und Mietwohnung im Vergleich, unter Berücksichtigung aller relevanten Kostenfaktoren

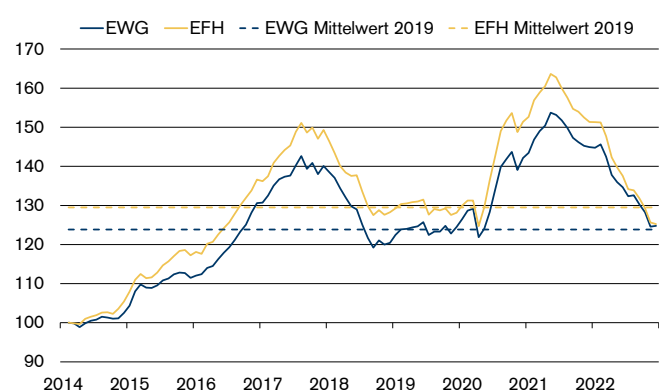


Quelle: Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q4/2022

**Abb. 8: Nachfrage nach Wohneigentum ist stark gesunken**

Nachfrageindizes Wohneigentum (EWG = Eigentumswohnung, EFH = Einfamilienhaus); Index: Februar 2014 = 100



Quelle: Reamatch360

Letzter Datenpunkt: 12/2022

## Nachfrage hat sich wieder auf langfristiges Mittel abgeschwächt

Als Folge der stark gestiegenen Zinskosten ist die Nachfrage nach Wohneigentum im Laufe des Jahres 2022 deutlich gesunken. Innert Jahresfrist gaben die Nachfrageindizes von Realmatch-360, welche die Such-Abos nach Wohneigentum auswerten, bei Eigentumswohnungen (EWG) um 14% und bei Einfamilienhäusern (EFH) um 17% nach (Abb. 8). Trotz des starken Rückgangs liegen die Nachfrageindizes in beiden Segmenten jedoch nicht weit von ihren langfristigen Mittelwerten entfernt bzw. auf ihrem vorpandemischen Niveau. Es ist also nicht so, dass die Nachfrage weggebrochen wäre. Der ausserordentliche Boom der Jahre 2020 und 2021 ist jedoch zu Ende.

## Teure Regionen mit stärkerem Nachfragerückgang

In Bezug auf die Wohnungsgrössen zeigt sich ein zweigeteiltes Bild: Während bei Eigentumswohnungen das Interesse bei grossen Wohnungen am stärksten nachliess, behaupteten sich grosse Einfamilienhäuser am besten. Der seit Ausbruch der Pandemie vermehrt geäusserte Wunsch nach mehr Wohnfläche ist also nicht bereits wieder hinfällig. Die jüngsten starken Preisanstiege beschränken jedoch für immer mehr Haushalte die erschwingliche Wohnungsgrösse. Darauf deutet auch hin, dass die Nachfrageindizes in den teuren Regionen rund um den Zürichsee, den übrigen Zürcher Regionen und den Regionen am Genfersee am stärksten eingebrochen sind.

## Nachfrage nach Ferienwohnungen hält sich besser

Im Gegensatz dazu ist das Interesse an Wohneigentum in den Bergregionen weniger stark zurückgegangen und liegt vielerorts nach wie vor über dem langjährigen Mittel. Zuzuschreiben ist dies dem anhaltend starken Interesse an Ferienwohnungen, zumal viele vermögende Haushalte insbesondere in den Top-Destinationen weiterhin eine Ferienwohnung suchen. Finanziell besser gestellte Haushalte sind weniger zinssensitiv als Schwellenhaushalte, die sich Wohneigentum nur knapp leisten können. Hinzu kommt das Wissen, dass in Zukunft keine neuen Zweitwohnungen ohne Nutzungseinschränkungen mehr gebaut werden können, was die Kaufbereitschaft hoch hält.

## Bestehende Eigentümer erst 2023 mit höheren Aufwänden konfrontiert

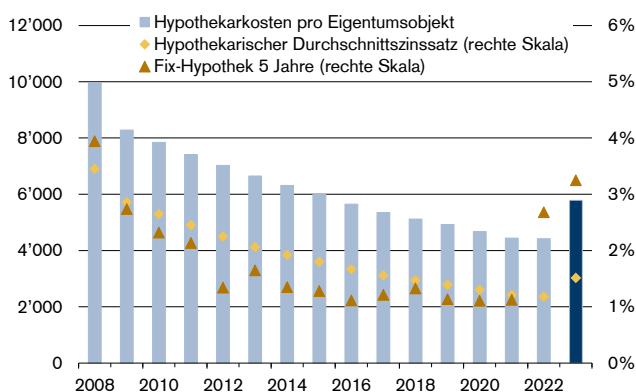
Derweil waren bestehende Eigentümer 2022 im Durchschnitt noch nicht von höheren Wohnkosten betroffen (Abb. 9). Da auslaufende Hypotheken teils immer noch zu günstigeren Sätzen erneuert werden konnten, sanken die Wohnkosten sogar leicht. Im laufenden Jahr werden jedoch vermehrt Verlängerungen zu einem höheren Zinssatz fällig. Wir erwarten, dass sich die jährlichen Hypothekarzinskosten bestehender Eigentümer im Mittel von CHF 4'421 auf CHF 5'785 erhöhen werden. Damit würden die Kosten auf ein ähnlich hohes Niveau wie 2016 steigen, aber nach wie vor deutlich unter dem Niveau von 2008 bleiben.

## Kalkulatorische Tragbarkeit wird zur unüberwindbaren Hürde

Die Nachfrage wird zusätzlich durch die wachsende Tragbarkeitsproblematik beeinträchtigt. Insbesondere die seit Ausbruch der COVID-19-Pandemie stark gestiegenen Preise vermindern die Anzahl Haushalte, die sich Wohneigentum überhaupt noch leisten können. Ein Haushalt mit einem Durchschnittseinkommen von CHF 119'000 müsste heute bei einer Fremdfinanzierungsquote von 80% und einem kalkulatorischen Zinssatz von 5% bereits 40% seines Einkommens für eine mittlere Neubau-Eigentumswohnung und sogar 59% seines Einkommens für ein neues Einfamilienhaus mittlerer Grösse aufwenden. Beides liegt deutlich über dem üblichen Grenzwert, der bei einem Drittel des Bruttoeinkommens liegt. Damit wird die kalkulatorische Tragbarkeit, die Banken bei der Finanzierung anwenden müssen, für immer mehr Haushalte zu einer unüberwindbaren Hürde.

Abb. 9: 2023 steigen auch die Kosten für bestehende Eigentümer

Hypothekarzinskosten pro Eigentumsobjekt in CHF; hypothekarischer Durchschnittszinssatz jeweils per 30. September des jeweiligen Jahres; 2023: Prognose

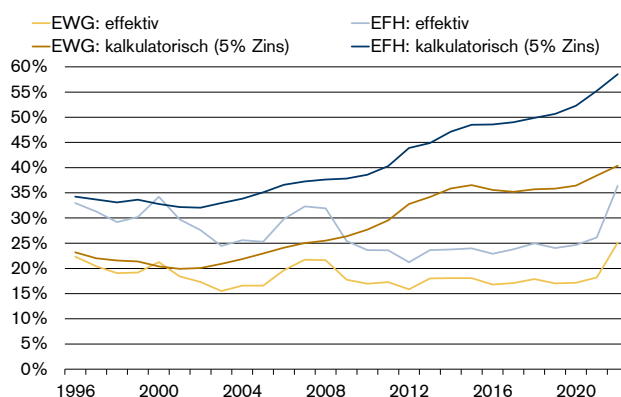


Quelle: Credit Suisse, BWO, SNB

Letzter Datenpunkt: 2022

Abb. 10: Kalkulatorische Tragbarkeit wird zu immer höherer Hürde

Tragbarkeit für Durchschnittshaushalt in % des Einkommens (Annahmen: Neubau, 1% Unterhalt, 80% Belehnung, Amortisation auf 2/3 innert 15 Jahren)



Quelle: Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2022

## Tragbarkeit in immer mehr Regionen ein Problem

Für einen Haushalt mit Durchschnittseinkommen waren Ende 2022 nur 22% aller schweizweit inserierten Objekte kalkulatorisch tragbar. Am grössten ist die Tragbarkeitsproblematik dabei im Kanton Zürich, rund um den Genfersee, in der Region Basel sowie in der Zentralschweiz (Abb. 11). Sie erfasst jedoch auch zunehmend die Kantone Thurgau und Aargau, aus denen die Zentren Zürich und Basel gut und schnell erreichbar sind.

## Ausblick für 2023 bleibt getrübt

Wir rechnen für 2023 mit einem weiteren Rückgang der Nachfrage. Da die Hypothekarzinsen nur noch wenig steigen dürften, wird sich das Minus jedoch in Grenzen halten. Demgegenüber wirkt sich die anhaltend gute Situation auf dem Arbeitsmarkt stabilisierend auf die Nachfrage aus. Im Falle einer längeren Rezession würde sich die Arbeitsmarktlage allerdings merklich verschlechtern, sodass mit einem stärkeren Rückgang der Nachfrage zu rechnen wäre. Das Eintreten eines solchen Szenarios erachten wir jedoch als wenig wahrscheinlich.

## Zinsanstieg macht Kauf von Buy-to-let-Objekten unattraktiv

In den letzten Jahren wurde beinahe ein Fünftel aller neu erstellten Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser von den Käufern nicht selbst bewohnt, sondern vermietet. Wichtiger Treiber für solche Buy-to-let-Objekte waren die tiefen Zinsen im Zeitraum 2009 bis 2021. Die starken Zinsanstiege im Jahr 2022 haben die Situation nun aber grundlegend verändert: Den höheren Finanzierungskosten stehen gesunkene Renditen gegenüber, sind doch die Preise von Wohneigentum deutlich stärker gestiegen als die Mieten.

## Rechenbeispiel Dietikon (ZH)

Somit lohnen sich Buy-to-let-Anlagen bei einer Vollkostenrechnung heute grösstenteils nicht mehr. Abbildung 12 zeigt dies anhand eines Rechenbeispiels für Dietikon (ZH). Hierzu betrachten wir eine mittlere 4.5-Zimmer-Neubauwohnung mit 110 Quadratmeter Wohnfläche. Nach Abzug aller Kosten blieb bei einem solchen Investment 2019 ein Gewinn von CHF 9'100 pro Jahr übrig, was einer Eigenkapitalrendite von 2.7% nach Steuern entsprach.<sup>3</sup> Wurde ein solches Investment 2022 getätigt, musste der Besitzer dagegen CHF 2'820 draufzahlen.

## Starker Rückgang von Buy-to-let-Kreditabschlüssen erwartet

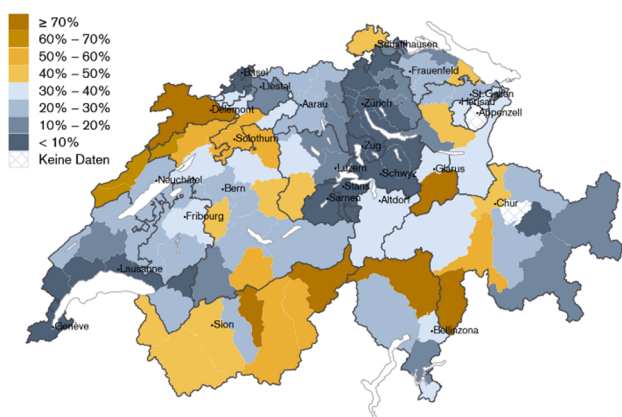
Der Buy-to-let-Anteil lag in den letzten Jahren relativ stabil bei knapp 20% der Neuabschlüsse von Hypotheken. Wir erwarten, dass dieser Anteil infolge der Zinswende sowie der Aufhebung der Negativzinsen markant zurückgehen wird. In der Tat konnten wir in den letzten beiden Quartalen des Jahres 2022 eine deutlich geringere Nachfrage nach derartigen Hypothekarkrediten beobachten.

## Viele bestehende Besitzer sind besser gerüstet

Für viele bestehende Besitzer von Buy-to-let-Objekten dürfte sich das Investment dagegen nach wie vor lohnen. Viele Eigentümer konnten Fix-Hypotheken noch mit sehr tiefen Zinssätzen abschliessen und haben ihr Objekt vielfach auch zu einem deutlich tieferen Preis gekauft. Die steigenden Zinsen werden die Rendite indes auch hier schmälern, da die Mieten bei bestehenden Mietverhältnissen wegen des trägen Referenzzinssatzes erst mit Verzögerung erhöht werden können.

**Abb. 11: Tragbarkeit in immer mehr Regionen problematisch**

Anteil tragbarer inserierter Objekte (EFH und EWG) mit vier und mehr Zimmern für Haushalte mit CHF 119'000 Einkommen (mittleres Einkommen)

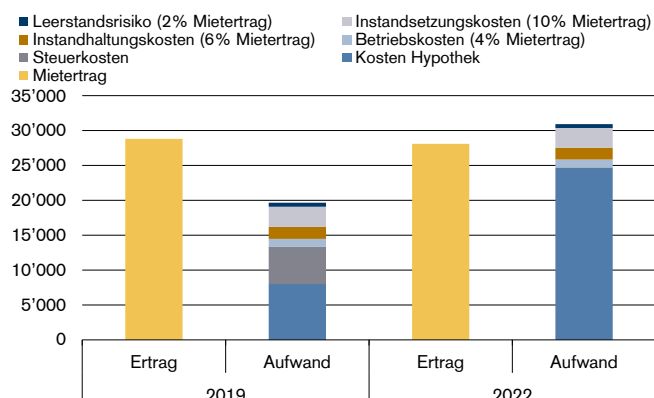


Quelle: Credit Suisse, BFS, Meta-Sys, Geostat

Letzter Datenpunkt: Q4/2022

**Abb. 12: Finanziell lohnt sich Buy-to-let vielerorts nicht mehr**

Vereinfachtes Fallbeispiel für die Gemeinde Dietikon (ZH), in CHF pro Jahr



Quelle: Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q3/2022

<sup>3</sup> Weitere Annahmen: Fremdfinanzierung: 66.7%; Haushaltseinkommen: CHF 250'000; Betriebskosten: 4% des Mietertrags; Instandhaltungskosten: 6% des Mietertrags; Instandsetzungskosten: 10% des Mietertrags; Leerstandsrisiko: 2% des Mietertrags.

# Bautätigkeit streikt auch 2023

**Der Neubau von Wohneigentum nimmt weiter ab. Daran wird sich im laufenden Jahr nichts ändern. Infolge des sinkenden Interesses an Buy-to-let-Anlagen dürften jedoch mehr Objekte als im Vorjahr für Kaufwillige zur Verfügung stehen.**

## Neubautätigkeit war auch 2022 rückläufig

Der Neubau von Wohneigentum setzt seinen Sinkflug fort. Im letzten Jahr wurden nur 11'600 Eigentumswohnungen sowie 6'600 Einfamilienhäuser neu erstellt. Dies entspricht einem Rückgang von 3% im Vergleich zum Vorjahr. Seit dem Höchststand im Jahr 2011 beläuft sich das Minus damit auf 41%. Gemessen am Bestand betrug die Ausweitung bei Eigentumswohnungen 1.0% und bei Einfamilienhäusern 0.6%.

## Rückgang der Bautätigkeit hält 2023 an

Trotz der grossen Knappheit an Wohneigentum ist nach wie vor keine Trendwende in Sicht, ist doch die Zahl der Baubewilligungen auch 2022 gesunken: Es wurden Bewilligungen für 10'560 Eigentumswohnungen erteilt, was einem Minus von 5.6% im Vergleich zum Vorjahr entspricht (Abb. 13). Demgegenüber stieg die Anzahl bewilligter Einfamilienhäuser mit 6'340 Einheiten wie schon im Vorjahr leicht um 0.7%. Die jüngst eingegangenen Baugesuche lassen darüber hinaus erwarten, dass sich am Rückgang der Bautätigkeit auch 2024 nichts ändern wird.

## Dennoch mehr Kaufgelegenheiten für Wohneigentümer

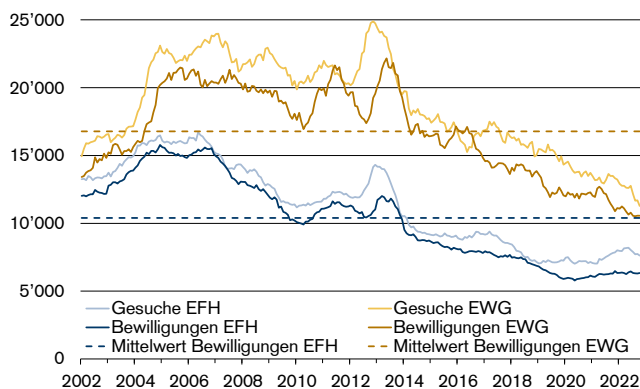
Infolge der verminderten Attraktivität von Buy-to-let-Objekten dürften 2023 dennoch mehr Wohnungen zum Kauf angeboten werden. Unter der Annahme, dass sich die Zahl der Buy-to-let-Finanzierungen, deren Anteil in den letzten Jahren bei knapp 20% lag, im Verlauf von 2023 halbiert, würde die Anzahl verfügbarer Neubauobjekte für selbstgenutztes Wohneigentum um bis zu 1'500 Einheiten höher ausfallen als im Vorjahr. Angesichts des Rückgangs der Bautätigkeit in den letzten Jahren wäre dies jedoch nur ein Tropfen auf den heissen Stein.

## Kein einheitliches regionales Bild

Nur in 29 der 110 Regionen wird sich die Ausweitung des Wohneigentumsbestands 2023 auf über 1% belaufen. Diese Regionen verteilen sich quer über das ganze Land, sodass sich kein Schwerpunkt der Bautätigkeit ergibt (Abb. 14). In den meisten Bergregionen ist die geplante Ausweitung wegen der fehlenden Möglichkeit, neue Zweitwohnungen ohne Nutzungseinschränkungen bauen zu können, sehr tief. Insgesamt bleibt das Verhältnis zwischen Zentrum und Peripherie mehr oder weniger gleich: 55% der geplanten Eigentumswohnungen und 77% der geplanten Einfamilienhäuser entstehen in Gemeinden ausserhalb der Gross- und Mittelzentren und deren Agglomerationen.

**Abb. 13: Baubewilligungen auf Rekordtief**

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

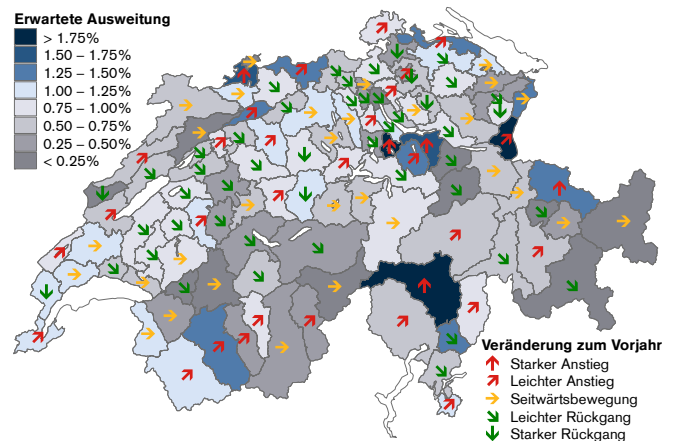


Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 10/2022

**Abb. 14: Tiefste Neubautätigkeit in den Bergregionen**

Geplante Ausweitung im Wohneigentumssegment 2023, in % des Bestands



Quelle: Baublatt, Credit Suisse, Geostat

Letzter Datenpunkt: 10/2022

# Knappheit sichert Preisniveau

**Dank der rekordtiefen Bautätigkeit schlägt sich die sinkende Nachfrage erst ansatzweise in einem gestiegenen Vermarktungsaufwand nieder. Das Preiswachstum dürfte sich 2023 stark abschwächen, aber noch nicht in den negativen Bereich kippen.**

## Sinkende Neubautätigkeit schützt vor Überangebot

Im gegenwärtigen Marktumfeld kommt die seit Jahren sinkende Neubautätigkeit nicht ungelegen, hätte doch die verminderte Nachfrage andernfalls zu einem Überangebot führen können. Da die Baugesuche und Baubewilligungen weiter rückläufig sind, rechnen wir auch im laufenden Jahr mit einer anhaltenden Knappheit von Wohneigentum.

## Höherer Vermarktungsaufwand

Der Nachfragerückgang spiegelt sich noch nicht im Angebot wider (Abb. 15). Die Angebotsquote bleibt nahe dem Allzeittief und lag im 4. Quartal 2022 bei 1.6% des Bestands (Eigentumswohnungen) bzw. bei 1.5% (Einfamilienhäuser). Wie knapp das Angebot ist, zeigt der Vergleich mit Mietwohnungen: Auf eine inserierte Eigentumswohnung entfallen derzeit 5.9 inserierte Mietwohnungen. Regional herrscht fast flächendeckend Knappheit. Nur im Tessin, Unterwallis, Jura und entlang des Genfersees sind Angebotsziffern von mehr als 2% zu verzeichnen. Dagegen hat sich der Vermarktungsaufwand jüngst leicht erhöht. Die mittlere Insertionsdauer stieg in der 2. Jahreshälfte 2022 bei Eigentumswohnungen von 70 auf 81 Tage und bei Einfamilienhäusern von 60 auf 78 Tage.

## 2023 voraussichtlich leicht steigende Leerstände

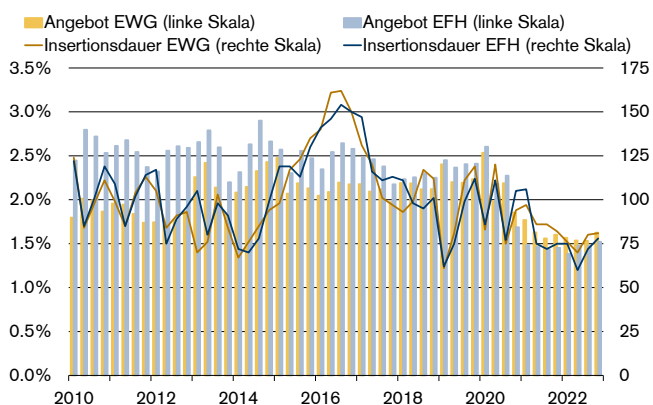
Für die kommenden Quartale erwarten wir aufgrund des anhaltenden Nachfragerückgangs einen leichten Anstieg der Angebotsziffer und der Insertionsdauer. Auf den Markt gelangende Objekte dürften weiterhin einen Käufer finden, sofern die Preisvorstellungen nicht überrissen sind. Es sind indessen mehr Aufwand und Geduld als in den letzten Jahren erforderlich, um ein Objekt zu veräußern. Auch die Leerstände dürften sich leicht erhöhen. Die Leerstandsquoten sollten ausgehend von ihren aktuellen Tiefständen von 0.37% bei Eigentumswohnungen und von 0.44% bei Einfamilienhäusern jedoch nur geringfügig steigen und kaum bei über 0.45% bzw. 0.50% zu liegen kommen.

## Preiswachstum wird sich 2023 markant abschwächen

Aufgrund des knappen Angebots sind die Preise selbstgenutzten Wohneigentums zwar bis vor Kurzem stark gestiegen, der Zenit des Preiswachstums wurde aber im Sommer 2022 überschritten. Mit einem Plus von 5.2% bei Eigentumswohnungen und von 5.5% bei Einfamilienhäusern verharrete das Preiswachstum im 4. Quartal 2022 dennoch auf hohem Niveau. Für die kommenden Quartale erwarten wir wegen des anhaltenden Nachfragerückgangs eine deutliche Abschwächung des Preiswachstums. Das sehr knappe Angebot wird die Preise jedoch stützen, weshalb wir vorderhand nicht mit einem Preisrückgang rechnen. Für das laufende Jahr erwarten wir einen Preisanstieg von 0.5% bei Eigentumswohnungen und 1.5% bei Einfamilienhäusern.

**Abb. 15: Angebot verharrt auf Tiefstand**

Bestandsobjekte, Angebotsziffer in % des Bestands, Insertionsdauer in Tagen

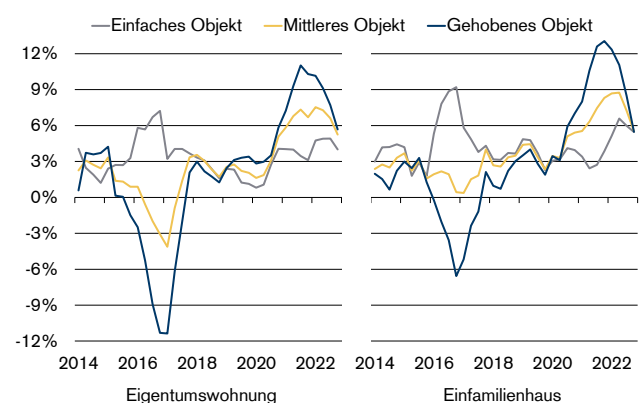


Quelle: Meta-Sys, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q4/2022

**Abb. 16: Bisher geringe Abschwächung des Preiswachstums**

Jahreswachstumsraten nach Preissegment



Quelle: Wüest Partner

Letzter Datenpunkt: Q4/2022

## Marktgleichgewicht hat sich stark akzentuiert

Nachdem die Preise seit Anfang 2020 um 17.7% zugenommen haben, steht wieder vermehrt die Frage nach der Nachhaltigkeit der Preisentwicklung im Wohneigentumssegment im Vordergrund. Die Schere zwischen Einkommens- und Preisentwicklung hat sich 2021 und 2022 stark ausgeweitet (Abb. 17). Seit 1996 sind die Preise 3.4-mal stärker gestiegen als die Einkommen. Langfristig ist diese Entwicklung nicht nachhaltig und wird früher oder später eine Korrektur erfordern.

## Dennoch keine Immobilienblase

Grund für diese Entwicklung ist das bis vor Kurzem vorherrschende Tiefzinsumfeld, das die Nachfrage nach Wohneigentum beflügelt hat. Es kann jedoch nicht von einer spekulativen Immobilienpreisblase gesprochen werden, denn dazu fehlen gemäss unserer Einschätzung typische Charakteristiken (Abb. 18). Die Bautätigkeit ist auf einem Rekordtief, und wir sehen kein übermässiges Wachstum des Hypothekarvolumens. Ganz im Gegenteil: Das Hypothekenwachstum liegt mit 2.9% deutlich unter dem langjährigen Mittel von 5.0%. Darüber hinaus weist die Schweiz eines der weltweit striktesten Kreditprüfungsregime für die Vergabe von Hypotheken auf. Zu spekulativen Zwecken wird Wohneigentum kaum gekauft, und infolge der gestiegenen Zinsen und der schlechten Konsumentenstimmung sind auch übermässige Liquidität und übermässiger Risikoappetit eher kein Thema.

## Mittelfristig sind Preisrückgänge aber wahrscheinlich

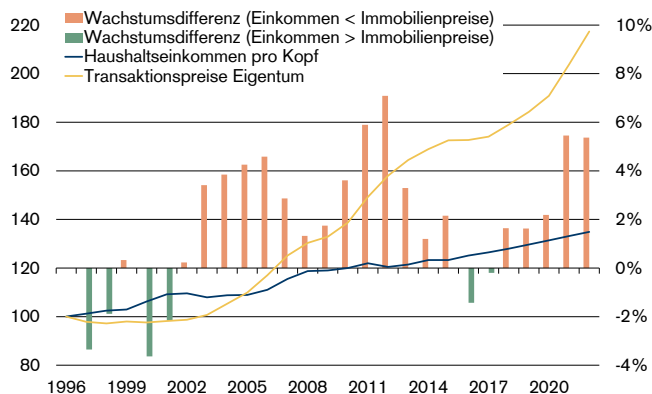
Wegen des eingetrübten Marktumfelds und des nicht mehr nachhaltigen Preisniveaus muss mittelfristig trotzdem mit Preisrückgängen gerechnet werden. Ob eine solche Korrektur tatsächlich eintritt und wie stark sie ausfällt, wird massgeblich von der Entwicklung der Zinsen und der Wirtschaft abhängen. Das knappe Angebot sowie die strikten Finanzierungsregeln bei der Kreditvergabe werden auf alle Fälle die Fallhöhe reduzieren. Entsprechend wäre nur ein Rückgang im tiefen einstelligen Bereich pro Jahr zu erwarten. In Abhängigkeit von der konjunkturellen Entwicklung könnte eine Korrektur jedoch über mehrere Jahre andauern. Eigentum würde aber auch dann nicht zum Schnäppchen: Selbst nach dem Platzen der Immobilienpreisblase Anfang der 1990er-Jahre fielen die Transaktionspreise von Eigentumswohnungen nämlich nie um mehr als 3.9% in einem Jahr, und über neun Jahre belief sich der gesamte Rückgang auf 13.7%. Die Preise von Einfamilienhäusern gaben damals sogar noch weniger nach.

## Eigentum bleibt gefragt

Trotz möglicher Preisrückgänge am Horizont dürfte der Erwerb eines Eigenheims weiterhin zu den innigsten Wünschen vieler Haushalte zählen. Zumeist wird Wohneigentum gekauft, um in den eigenen vier Wänden leben zu können. Ist das gewünschte Objekt endlich gefunden, werden sich daher viele Haushalte für einen Kauf entscheiden, sofern es die finanziellen Möglichkeiten irgendwie zulassen. Darüber hinaus steht zu erwarten, dass die Bodenpreise auf lange Sicht tendenziell steigen. Wir konnten vor einigen Jahren mithilfe von Daten von IAZI aufzeigen, dass die Bodenpreise zwischen 1978 und 2014 im Mittel um 4.0% pro Jahr zunahmen. Dem stand im gleichen Zeitraum eine Inflation von 2.6% pro Jahr gegenüber. Wer heute kauft, muss sich jedoch bewusst sein, dass er dies zu hohen Preisen tut und es mittelfristig zu Wertkorrekturen kommen kann, die es auszusitzen gilt. Umso wichtiger ist es, dass die finanziellen Möglichkeiten beim Kauf von Wohneigentum nicht vollumfänglich ausgereizt werden.

**Abb. 17: Preisentwicklung ist nicht mehr nachhaltig**

Entwicklung Preise Wohneigentum und Einkommen; Index: 1996 = 100; Wachstumsdifferenz: rechte Skala



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2022

**Abb. 18: Kriterien einer Immobilienpreisblase**

Stand: 4. Quartal 2022

✓ Trifft zu    ~ Zu wenig ausgeprägt    ✗ Trifft nicht zu

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

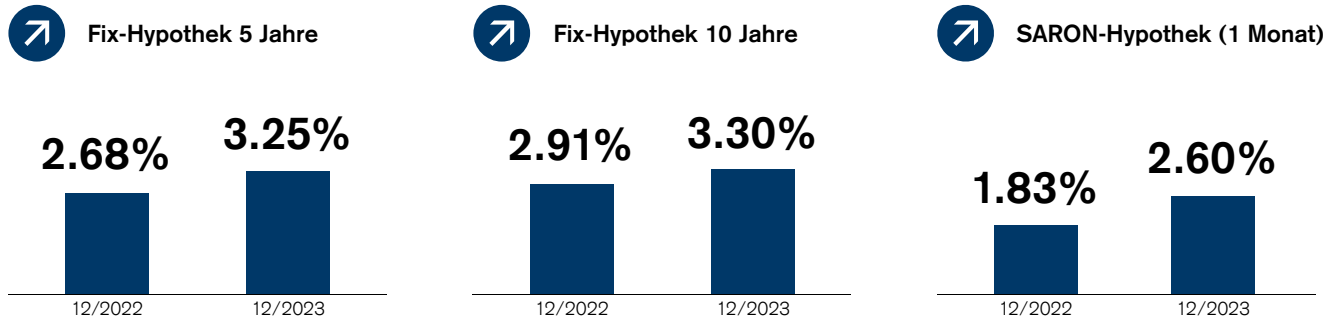
Quelle: Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 12/2022



# Eigenheimboom ist zu Ende

## Hypothekarzinsen (Marktdurchschnitt)



## Nachfrage

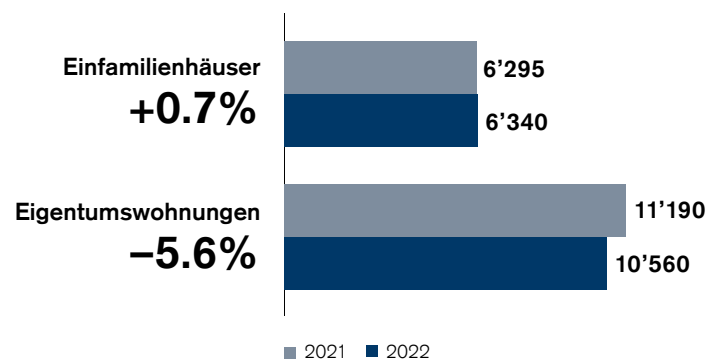


- Kauf von Wohneigentum ist wieder teurer als Mieten
- Anhaltende Zinsanstiege verteuern Wohneigentum
- Strikte Finanzierungsanforderungen wirken bremsend

2023: Nachfrage sinkt weiter

## Angebot

Baubewilligungen, in Anzahl Wohnungen

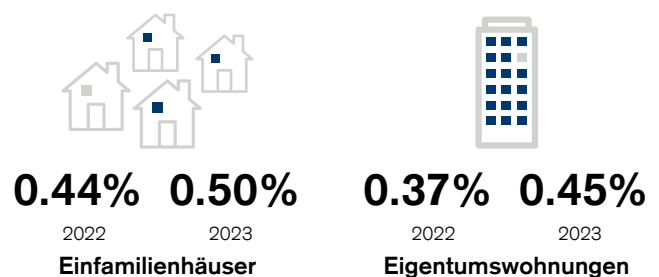


2023: Rückgang der Bautätigkeit setzt sich fort

## Leerstände

- Erhöhtes Angebot aus Sorge um Preiswende
- Weniger «Buy-to-let»-Käufer
- Nachfrage sinkt stärker als Angebot

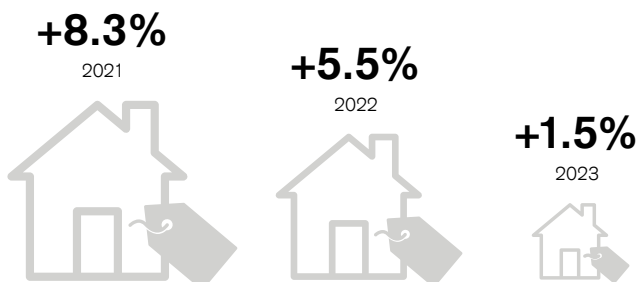
2023: Leerstände steigen leicht



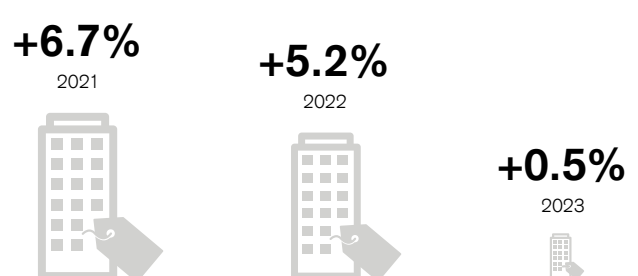
## Preiswachstum

Wachstum Transaktionspreise, in %

### Einfamilienhäuser



### Eigentumswohnungen



2023: Preiswachstum schwächt sich stark ab, bleibt aber positiv

# Eisberg voraus!

**Wegen der rückläufigen Bautätigkeit droht der Schweiz in den nächsten Jahren ein ausgeprägter Wohnungsmangel. Der gewollte raumplanerische Paradigmenwechsel setzt voll auf Verdichtung, hat es bisher jedoch versäumt, die dafür erforderlichen Voraussetzungen zu schaffen. Folglich wächst der Handlungsdruck und rückt dringliche Massnahmen in den Fokus.**

## In Rekordzeit vom Überangebot zur Knappheit

Der Schweizer Wohnungsmarkt hat in den vergangenen zwei Jahren eine totale Trendwende vollzogen. Vorbei sind die Zeiten, in denen die Überangebotsthematik auf dem Mietwohnungsmarkt allgegenwärtig war und sogar drastische Bilder von Geisterstädten heraufbeschworen wurden. Mehr noch: Immer öfter sind von Marktakteuren und in Medienberichten wieder Wörter wie «Wohnungsmangel» oder gar «Wohnungsnot» zu vernehmen.

## Rückläufiger Wohnungsbau: Ausmass und Treiber

## Es wird schlicht zu wenig gebaut

Hauptgrund für die Trendwende auf dem Wohnungsmarkt ist die Bautätigkeit, die bereits seit 2016/2017 (mit zwischenzeitlichem Unterbruch) tendenziell rückläufig ist (Abb. 19). In den Jahren 2015 bis 2018 wurden im Mittel per Saldo noch gut 54'000 Wohnungen erstellt. 2022 dürften es noch rund 45'000 gewesen sein. Zudem ist die Zahl der neu projektierten Wohnungen nochmals um 5% gesunken, weshalb wir für die Jahre 2023 und 2024 mit einem weiteren Rückgang der Wohnungsproduktion auf noch rund 42'000 rechnen (Abb. 20).

## Wohnungsmangel wird sich massiv verschärfen

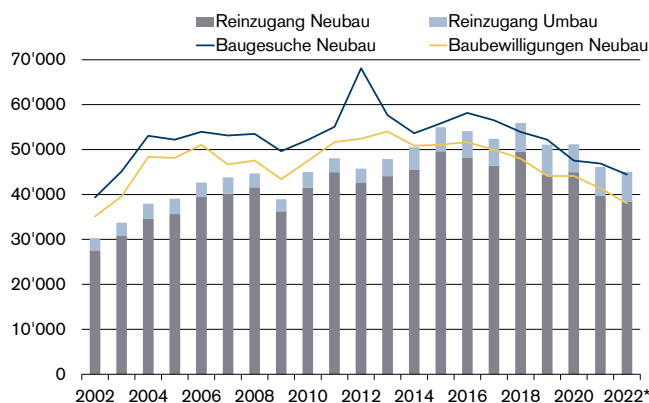
Zum raschen Abbau des Leerstands auf dem Mietwohnungsmarkt hat auch die Nachfrage beigetragen, die seit 2020 von Pandemieeffekten und einer steigenden Zuwanderung angekurbelt wird. In seinem Haushaltsszenario «hoch» von 2021 rechnet das Bundesamt für Statistik (BFS) mit einem jährlichen Zuwachs der Haushaltszahl von rund 45'000. Demnach werden bis 2024 15'000 Wohnungen fehlen (Abb. 20). Auf Basis des tatsächlichen Haushaltswachstums dürften es aber rund doppelt so viele sein. Auch das dürfte noch übertroffen werden, sind doch in dieser Schätzung die bisher per Saldo rund 62'000 Geflüchteten aus der Ukraine noch nicht berücksichtigt. Wir erwarten, dass die Leerstandsziffer bereits 2024 unter 1% fallen wird, und zwar ohne Aussicht auf eine baldige Trendwende. Die Schweiz steuert demnach auf eine Wohnraumknappheit zu, wie sie letztmals Ende der 1980er-Jahre herrschte.

## Weshalb wird so wenig gebaut?

Angesichts der Entwicklungen der vergangenen drei Jahre stellt sich immer mehr die Frage, weshalb so wenige Wohnungen gebaut werden und warum der Wohnungsbau nicht auf den drohenden Wohnungsmangel reagiert. Eine einfache Antwort darauf gibt es nicht. Wir identifizieren jedoch einen Hauptverdächtigen. Sollten wir richtig liegen, ist die Behebung des Wohnungsmangels alles andere als einfach und dürfte sogar im besten Falle mehrere Jahre erfordern.

**Abb. 19: Wohnungsbau wird Sinkflug fortsetzen**

Jährlicher Reinzugang (ab 2021: Schätzung Credit Suisse); Baubewilligungen und Baugesuche in Anzahl Wohnungen (\* 2022: 12-Monats-Summe Stand 11/2022)

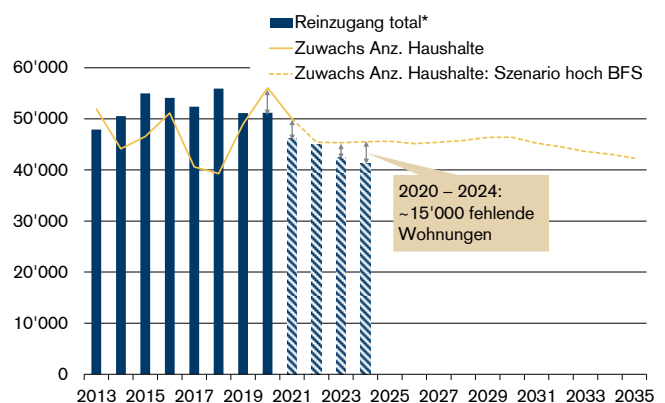


Quelle: BFS, Baublatt, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 11/2022

**Abb. 20: Bautätigkeit kann Zunahme der Haushalte nicht mehr folgen**

Jährlicher Reinzugang an Wohnungen und Veränderung der Anzahl Haushalte (\* ab 2021: Prognose Credit Suisse)



Quelle: BFS, Baublatt, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2021

## **Was hat den Rückgang der Bautätigkeit ausgelöst?**

Der Blick auf die Planungstätigkeit offenbart, dass sowohl die Baugesuche als auch die Baubewilligungen ab dem Jahr 2017 ihren Sinkflug antraten. Auf die Zahl der fertiggestellten Wohnungen begann sich dies ab 2019 niederzuschlagen. Welche Ursachen waren dafür verantwortlich? Haben die wachsenden Mietwohnungsleerstände, die in den Jahren 2014 bis 2018 um jeweils 5'000 bis 8'000 Wohnungen zunahmen, die Investitionsneigung vermindert, zumal die Nettozuwanderung in ebendiesen Jahren einen Rückgang von rund 80'000 Personen auf nur noch rund 50'000 erfuhr? Möglich, doch es gibt auch einige Gründe, die dagegen sprechen.

## **Bedingungen für Bauherren waren nahezu optimal**

Kapital war z.B. in der fraglichen Periode relativ üppig vorhanden. Der Umfang des Geldes, das Immobilienfonds und Immobilien-AGs über Emissionen und Kapitalerhöhungen aufnahmen, stieg von 2016 bis 2021 um fast 70%. Die Finanzierungsbedingungen waren zudem überaus günstig, da die Hypothekarzinsen auf absolute Tiefststände gesunken waren und die Renditeprämien von Immobilienanlagen zwischen Herbst 2015 und Herbst 2020 auf Rekordniveaus lagen, sodass Investoren an Immobilienanlagen schlicht nicht vorbeikamen. Trotz höherer Leerstände gab es keine besseren Anlagealternativen, zumal auch die Konjunktur zwischen 2016 und 2018 überdurchschnittlich zulegte und günstige Nachfrageperspektiven schuf. Bis im Mai 2022 wurden daher auf dem Transaktionsmarkt Rekordpreise für Wohnrenditeliegenschaften bezahlt. Es ist schwer zu glauben, dass sich die Immobilieninvestoren in dieser Phase aktiv gegen Investitionen in Wohnbauten entschieden hätten.

## **War COVID-19 ein Faktor?**

Nicht ausschliessen können wir, dass die Corona-Krise eine gewisse Bremswirkung entfaltet hat. Weil sich jedoch bald nach Ausbruch von COVID-19 abzeichnete, dass die Pandemie den Stellenwert der Wohnung aufwertete und die Nachfrage nach attraktivem Wohnraum schlagartig erhöhte, scheint diese Begründung ebenfalls wenig plausibel. Erstaunlich ist vor allem, dass auch nach wiederholten kräftigen Rückgängen der Leerstände und einer aufkommenden Diskussion über die drohende Wohnungsknappheit weder die Baugesuche noch die Baubewilligungen eine Reaktion zeigen.

## **Paradigmenwechsel in der Raumplanung**

Es muss daher einen anderen Grund dafür geben, dass das Wohnungsangebot nicht auf die wachsenden Knappheitssignale reagiert. Im fraglichen Zeitraum fand ein fundamentaler Wandel in der Raumordnungspolitik statt. Dieser strukturelle Faktor trägt vermutlich die Hauptverantwortung für die aktuelle Flaute des Wohnungsbaus. Weil die Raumplanung ein höchst komplexer Faktor ist, möchten wir ihre Rolle im Folgenden etwas detaillierter darlegen.

### **Die Rolle der Raumplanung**

## **Revision der Raumplanung stoppt die Zersiedelung ...**

Die Bekämpfung der Zersiedelung und ein haushälterischer Umgang mit der Ressource Boden genossen spätestens seit dem Inkrafttreten des revidierten Raumplanungsgesetzes (RPG) im Mai 2014 höchste Priorität in der Raumordnungspolitik. Statt weiter durch Vergrösserung der Bauzonen in die Breite zu wachsen, wird eine verstärkte Entwicklung nach innen angestrebt, wobei die Kantone stärker in die Pflicht genommen werden. Die Umsetzung des Bundesgesetzes durch die Kantone und Gemeinden läuft dabei über mehrere Etappen ab und nimmt viel Zeit in Anspruch. Die erste Etappe, die Anpassung der kantonalen Richtpläne und Baugesetze an die Anforderungen des Bundes, wurde erst im Oktober 2022 mit der Genehmigung des Tessiner Richtplans abgeschlossen. In einem zweiten Schritt sind nun die Gemeinden gefordert, die ihre kommunale Planung und ihre Baugesetze den Vorgaben dieser Richtpläne anpassen müssen. Es dürfte noch einige Zeit dauern, bis die Umsetzung des RPG auch seitens aller Gemeinden abgeschlossen ist.

## **... mittels Einschränkung von Einzonungen**

Das revidierte RPG bzw. dessen Umsetzung durch die Kantone und Gemeinden hat direkte Auswirkungen auf die Verfügbarkeit von Bauland. Einerseits wurde ab Inkrafttreten des teilrevidierten Raumplanungsgesetzes am 1. Mai 2014 ein Einzonungsmoratorium bis zur Genehmigung der kantonalen Richtpläne durch den Bundesrat erlassen. Während des Moratoriums durften die Bauzonenflächen insgesamt nicht vergrössert werden. Andererseits wurden Kantone, welche die 5-jährige Frist für die Umsetzung des revidierten RPG (1. Mai 2019) verpassten oder aus Sicht des Bundesrates ungenügende Richtpläne vorlegten, mit einem kompletten Einzonungsstopp bestraft. Dies betraf acht Kantone (GL, OW, TI, GE, LU, SZ, ZH, ZG). Inzwischen ist diese Massnahme zwar wieder aufgehoben worden, die Voraussetzungen für die Neueinzonung von Bauland sind aber generell gestiegen. Insbesondere dürfen Einzonungen nur dann erfolgen, wenn sie den Vorgaben des kantonalen Richtplans entsprechen und das fragliche Land «auch im Fall einer konsequenten Mobilisierung der inneren Nutzungsreserven in den bestehenden Bauzonen voraussichtlich innerhalb von 15 Jahren benötigt, erschlossen und überbaut wird» (Art. 15, Abs. 4b RPG). Insbesondere in Kantonen, die über zu grosse Bauzonen verfügen, dürfte dies nicht zutreffen, sodass dort Neueinzonungen erfolgreich angefochten werden konnten.

**Baulandreserven sind zwar noch vorhanden, ...**

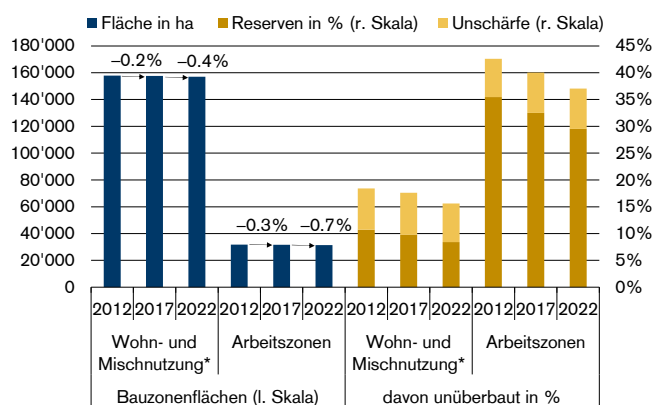
Tatsächlich sind die Bauzonenflächen für Wohnnutzungen (Wohn, Misch- und Zentrumszonen) in den vergangenen zehn Jahren nicht weitergewachsen (Abb. 21). Gemäss Bauzonenstatistik des Bundesamts für Raumentwicklung (ARE) wurde gar ein leichter Rückgang der Gesamtflächen um 0.5% verzeichnet. Entsprechend sind die noch unüberbauten Bauzonen (Bauzonenreserven) zuletzt beschleunigt zurückgegangen. Ihr Anteil betrug bei den Wohn- Misch- und Zentrumszonen 2022 noch 8.4% bzw. 15.6%, wenn auch Baulücken innerhalb der bestehenden Siedlungsflächen berücksichtigt werden. 2017 lag dieser Wert noch bei 17.6%. Die noch vorhandenen Bauzonen würden gemäss ARE selbst bei unveränderter Dichte Platz für bis zu 1.6 Millionen zusätzliche Einwohnerinnen und Einwohner bieten.

**... die Reserven nehmen aber breitflächig ab, ...**

Die regionalen Unterschiede bei den Bauzonenreserven bleiben sehr ausgeprägt, sie sind jedoch fast flächendeckend gesunken (Abb. 22). Über weiterhin üppige Reserven für den Wohnungsbau verfügen insbesondere die Westschweizer Kantone, in denen der Anteil der unüberbauten Bauzonen teilweise noch bei über 20% liegt und den Bedarf für die nächsten 15 Jahre in einigen Fällen deutlich übertreffen dürfte. Der Bedarf hängt vom erwarteten Bevölkerungswachstum ab, weshalb beispielsweise die noch reichlichen Reserven am Genfersee nicht als überdimensioniert gelten. Indessen sehen die Richtpläne einiger Kantone explizit Rückzonungen vor. Besonders gross ist der Rückzonungsbedarf in den Kantonen Jura und Wallis. Doch auch in den Kantonen Neuenburg, Graubünden, Schaffhausen, Basel-Landschaft und Luzern kommt es in einzelnen Gemeinden zu Rückzonungen – teilweise ohne finanzielle Kompensation. Dementsprechend zieht sich der Prozess vielerorts in die Länge, und nicht selten schlagen Grundeigentümer den Rechtsweg ein.

**Abb. 21: Stagnierende Bauzonenflächen, sinkende Reserven**

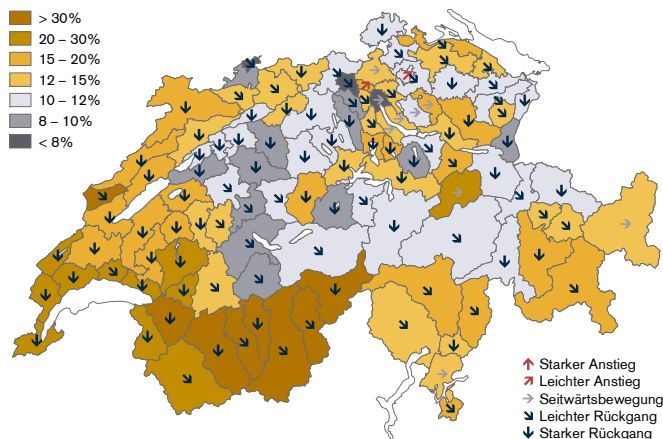
Entwicklung der Bauzonenflächen nach Zonentyp und Überbauungsgrad  
\* Wohn-, Misch- und Zentrumszonen



Quelle: Bundesamt für Raumentwicklung, Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: 2022

**Abb. 22: Flächendeckender Rückgang der Bauzonenreserven**

Unüberbaute Bauzonenfläche\* in % der gesamten Bauzonen: Wohn-, Misch- und Zentrumszonen; \* inklusive kleinere Baulücken innerhalb Siedlungsfläche, 2022



Quelle: Bundesamt für Raumentwicklung, Credit Suisse, Geostat  
Letzter Datenpunkt: 2022

**... und nicht alle Reserven sind für eine zeitnahe Überbauung geeignet**

Die Hürden für die Einzonung von Bauland haben sich also seit Inkrafttreten des revidierten RPG erheblich erhöht, und temporär waren Einzonungen in verschiedenen Kantonen während Jahren gar nicht mehr möglich. Dies dürfte sich bremsend auf den Wohnungsbau ausgewirkt haben und sollte dies auch in den nächsten Jahren tun. Andererseits ist insgesamt in der Schweiz noch immer viel unüberbautes Bauland vorhanden. Drohende Rückzonungen dürften daher auch den einen oder anderen Landbesitzer dazu bewogen haben, die Überbauung bisher gehorteten Baulands in Angriff zu nehmen. Doch die Menge des noch verfügbaren Baulands ist das eine, dessen Qualität das andere. Die grössten Reserven liegen oft ausserhalb der Agglomerationen, in denen sie am dringendsten benötigt würden (Abb. 22). Ausserdem sind viele noch unüberbaute Bauzonen bisher schlecht erschlossen. Entweder ist deren Lagequalität generell eher gering, oder es muss noch viel Zeit und Geld in die Verbesserung der Erschliessung investiert werden. So verfügen beispielsweise rund 40% der Bauzonen in ländlichen und periurbanen Gemeinden ausserhalb der grossen Agglomerationen über gar keine oder eine nur marginale Erschliessung durch den öffentlichen Verkehr (Abb. 23). Bei den unüberbauten Bauzonen gilt dies dort gar für mehr als die Hälfte.

**Attraktives Bauland wird gehortet statt überbaut**

Das Angebot an verfügbarem Bauland wird zudem oftmals durch ein weiteres Problem eingeschränkt: Bauland wird gehortet. In gewissen Fällen wird Bauland an attraktiver Lage also vom Grundeigentümer nicht überbaut, weil beispielsweise die Mittel für die Entwicklung fehlen und das Land im Familienbesitz verbleiben soll. Darüber hinaus dürfte die Ausgestaltung der Grundstück-

gewinnsteuer die Baulandhortung zusätzlich fördern. Die Grundstücksgewinnsteuer wird schweizweit von den Kantonen oder Gemeinden erhoben, und ihre Höhe sinkt mit steigender Haltedauer. Letzteres ist eine Anforderung des Bundes (Steuerharmonisierungsgesetz) und soll der Bekämpfung der Spekulationstätigkeit dienen. Früher konnten Gemeinden einfach zusätzliches Land am Ortsrand einzonen, wenn die zur Bebauung am besten geeigneten Parzellen nicht freigegeben wurden. Mit dem nun geltenden Gebot zur Entwicklung nach innen steht diese Option meist nicht mehr offen. Der Gesetzgeber hat dieses Dilemma jedoch erkannt und sieht daher im revidierten RPG vor, dass die Kantone in ihren Baugesetzen Massnahmen zur Baulandmobilisierung vorsehen können. Diese können von einem Kaufrecht der Gemeinde (z.B. BS, BL, GE, LU, SG) über Rückzonungen (z.B. LU, VD) bis zur Erhebung einer Lenkungsabgabe auf unüberbautes Bauland (z.B. AG, BE) reichen.<sup>4</sup> In vielen Kantonen stehen diese Instrumente den Gemeinden jedoch noch nicht lange zur Verfügung. Sie dürften also ihre volle Wirkung erst noch entfalten, wenn sie konsequent angewendet werden.

### Verdichtung als einziger Ausweg aus dem politischen Trilemma

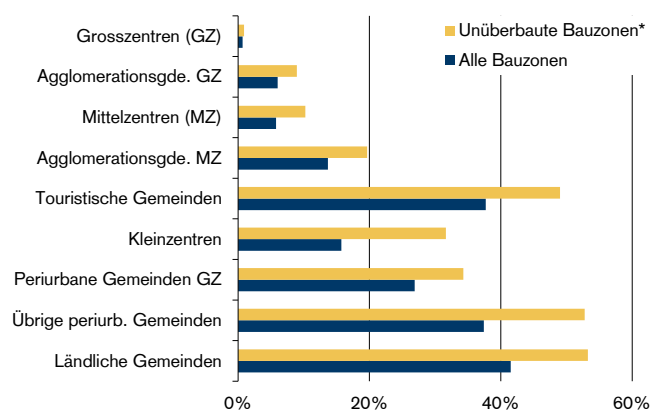
Die Schweiz ist ein Einwanderungsland und bekennt sich zur Personenfreizügigkeit. Diese Offenheit sichert der Schweiz ihren Wohlstand, hat über die Jahre jedoch den Druck auf die Ressource Boden entscheidend verstärkt. Neuerdings sollen mit dem raumplanerischen Paradigmenwechsel die Zersiedelung und damit das Wachstum in die Breite gebremst werden, ohne die ausreichende Versorgung mit Wohnraum zu gefährden. Aus diesem «politischen Trilemma» gibt es nur einen Ausweg: die Verdichtung.

### Verdichtung macht zwar Fortschritte, ...

Verschiedenste Indikatoren deuten darauf hin, dass hierbei in den letzten Jahren Fortschritte zu verzeichnen waren. Nach jahrzehntelangem Wachstum des Pro-Kopf-Verbrauchs an Siedlungsfläche setzte im vergangenen Jahrzehnt eine Wende ein (Abb. 24). Am stärksten war der Rückgang in eher urban geprägten Grossregionen wie Zürich (-9.3%) oder der Genferseeregion (-5.2%). Auf Fortschritte bei der baulichen Verdichtung deuten ausserdem eine steigende Anzahl Wohnungen pro Gebäude (Abb. 25), sowie eine kontinuierlich steigende mittlere Anzahl Stockwerke hin.

**Abb. 23: Unüberbaute Bauzonen oft schlecht erschlossen**

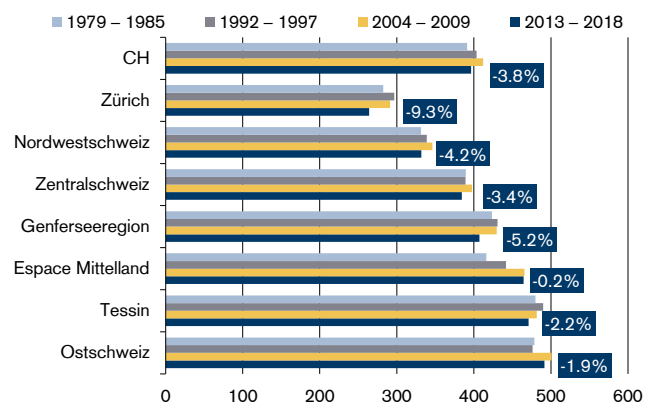
Anteil Bauzonenfläche (alle Zonentypen) mit nur marginaler oder ohne ÖV-Erschliessung 2022; \* ohne kleinere Baulücken im Siedlungsgebiet



Quelle: Bundesamt für Raumentwicklung, Credit Suisse | Letzter Datenpunkt: 2022

**Abb. 24: Wende beim Siedlungsflächenwachstum erreicht**

Siedlungsfläche pro Kopf in m<sup>2</sup>, nach Erhebungsjahr Arealstatistik und Grossregion



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2018

### ... wird aber vielerorts ausgebremst

Dennoch sieht sich die innere Verdichtung auch mit erheblichen Widerständen konfrontiert. Während sie politisch breiten Rückhalt genießt, sieht dies bei einzelnen Projekten oft ganz anders aus. Viele mehr oder minder direkt betroffene Akteure erheben Einsprachen und verhindern oder verzögern auf diese Weise Projekte. Es bestehen ausserdem gewichtige politische Zielkonflikte, etwa zwischen der Verdichtung und Zielen des Heimat- und Lärmschutzes. Auch langwierigere Baubewilligungsprozesse (Abb. 26) deuten darauf hin, dass grössere Wohnbauprojekte immer höhere Hürden überwinden müssen. Besonders deutlich wird dies in den Grosszentren, wo von der Einreichung des Baugesuchs bis zur Erteilung der rechtskräftigen Bewilligung durchschnittlich mittlerweile über ein Jahr vergeht. Verschiedene Kantone und Städte vermelden zunehmende Einsprachen und Rekurse. So erreichte etwa die Zahl der Rekurse, die das Zürcher Baurekursgericht zu behandeln hatte, in den Jahren 2020 und 2021 jeweils über 950 und lag damit rund ein Viertel höher als noch in den Jahren 2012 bis 2019.<sup>5</sup> Allein aufgrund einer neuen richterlichen Auslegung der Lärmgesetzgebung ist im Kanton Zürich derzeit der Bau von rund 1000 Wohnungen durch Einsprachen blockiert.

<sup>4</sup> EspaceSuisse (2022): Baulandmobilisierung – Vergleich der kantonalen Regelungen (Stand 12.01.2022).

<sup>5</sup> Verwaltungsgericht des Kantons Zürich: Rechenschaftsbericht 2021

## Beschleunigung der inneren Verdichtung: Handlungsfelder

### Fazit: Raumplanungswende falsch aufgeleitet

Der Paradigmenwechsel in der Raumplanung war überfällig, hatte sich doch eine Mehrheit der Stimmbürger wiederholt gegen eine Fortsetzung der Zersiedelung ausgesprochen. Die Umsetzung der raumplanerischen Kehrtwende wurde allerdings im besten Falle planlos und im schlechtesten Falle fahrlässig angegangen. Indem Einzonungen erheblich erschwert wurden, lastete plötzlich der ganze Siedlungsdruck auf der Verdichtung. Dass diese die gewünschten Ergebnisse nicht im nötigen Tempo und Ausmass erbringen kann, war absehbar. Der Gesetzgeber hat es schlicht unterlassen, die Verdichtung mit flankierenden Massnahmen zu fördern. Es hätte von Beginn an klar sein müssen, dass Kantone und Gemeinden Jahre benötigen, um griffige Instrumente für eine beschleunigte Verdichtung zu schaffen. Die sich anbahnende Wohnungsnot ist damit hausgemacht, auch wenn sie durch die unerwartete Ukraine-Krise zusätzlich verschärft wird.

### Rasches Handeln täte Not

Das Problem wird erst ansatzweise erkannt, zumal etwa die Mietpreise erst im letzten Jahr einen wohl mehrjährigen Wachstumszyklus begonnen haben. Dabei wäre es wichtig, Massnahmen rasch aufzulegen, um die schlechtesten Entwicklungen noch abwenden zu können. Da hierfür Gesetze angepasst werden müssen, wird es wohl auch im besten Falle Jahre dauern, bis eine Entlastung spürbar wird. Der drohende Wohnraumangel dürfte zudem Forderungen nach einer stärkeren Regulierung des Wohnungsmarktes nach dem Muster von Genf und Basel starken Auftrieb geben.

### Mögliche Handlungsfelder

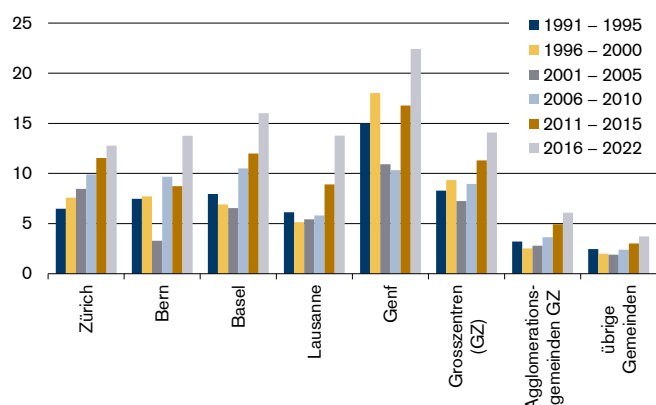
Um die Verdichtung zu beschleunigen und einem drohenden Wohnungsmangel entgegenzuwirken, identifizieren wir folgende Handlungsfelder, in denen zielgerichtete Massnahmen vergleichsweise rasch greifen könnten:

- **Baulandhortung bekämpfen:** Die Kantone haben den Spielraum, wirksame Massnahmen gegen die Baulandhortung zu ergreifen, etwa in Form von Lenkungsabgaben oder Kaufrechten. Ausserdem sollten Anreize eliminiert werden, die die Baulandhortung fördern, wie beispielsweise hohe Besitzdauerrabatte bei der Grundstückgewinnsteuer.
- **Baugesetze in Zentren stärker auf Verdichtung ausrichten:** Ausnützungsziffern und maximale Bauhöhen sollten erhöht und Ausnützungsboni für Ersatzneubauten, wie im an der Urne gescheiterten CO<sub>2</sub>-Gesetz vorgesehen, eingeführt werden.
- **Politische Zielkonflikte entschärfen:** Die Verdichtung müsste gegenüber Heimatschutz und Lärmschutz stärker gewichtet werden. Die «Lüftungsfensterpraxis» sollte im Bundesgesetz über den Umweltschutz verankert werden, wie dies der Bundesrat (Botschaft ans Parlament vom 16. Dezember 2022) vorgeschlagen hat.
- **Umnutzungen fördern:** Die Umnutzung von Büro- oder Hotelimmobilien sollte durch Umzonungen an für Wohnnutzungen geeigneten urbanen Lagen gefördert werden.
- **Baubewilligungsprozess beschleunigen:** Die digitale Gesuchseingabe und Bearbeitung sind zu fördern und nötigenfalls die Personalbestände auf den Bauämtern aufzustocken.

Insgesamt wird es darum gehen, den Wohnungsbau wieder attraktiver zu machen. Denn die Vergangenheit lehrt, dass staatliches Handeln allein die Probleme auf dem Wohnungsmarkt nicht zu lösen vermag.

Abb. 25: Steigende Anzahl Wohnungen pro Gebäude

Anzahl Wohnungen pro Gebäude mit Wohnen als Hauptnutzung, nach Baujahr

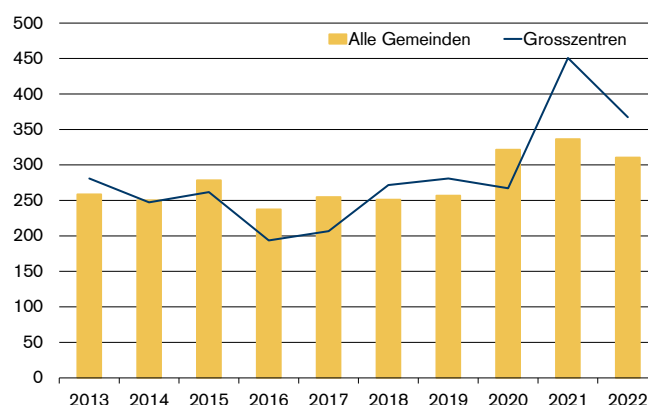


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 04/2022

Abb. 26: Grössere Wohnbauprojekte erfordern einen langen Atem

Zeitspanne zwischen Einreichung des Baugesuchs und Erteilung der Baubewilligung in Anzahl Tagen: Projekte ab 50 Wohnungen, Neubau, Umbau und Sanierungen



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 10/2022

# Gesuchte Mietwohnungen

**Die Mietwohnungsnachfrage hat sich im vergangenen Jahr weiter verstärkt, wofür die höchste Zuwanderung seit acht Jahren ausschlaggebend war. Trotz einer sich eintrübenden Konjunktur dürften Mietwohnungen auch 2023 gefragt bleiben.**

## Kräftiger Anstieg der Zuwanderung

Gleich mehrere Faktoren befeuerten zuletzt die Mietwohnungsnachfrage: Die Schweizer Konjunktur präsentierte sich im vergangenen Jahr trotz klarer Abkühlungstendenzen über weite Strecken robust. Gleichzeitig wurde Mieten aufgrund der höheren Hypothekarzinsen finanziell wieder günstiger als Kaufen (siehe S. 11). Vor allem aber ist die Zuwanderung aus dem Ausland zuletzt stark gestiegen. Da zudem im Vergleich mit der Zeit vor der Pandemie immer noch weniger ausländische Staatsbürger der Schweiz den Rücken kehrten, resultierte 2022 gemäss unserer Schätzung mit rund 78'000 (+29% ggü. Vorjahr) der höchste Wanderungssaldo seit 2014 (Abb. 27).

## Hohe Abhängigkeit von ausländischen Arbeitskräften

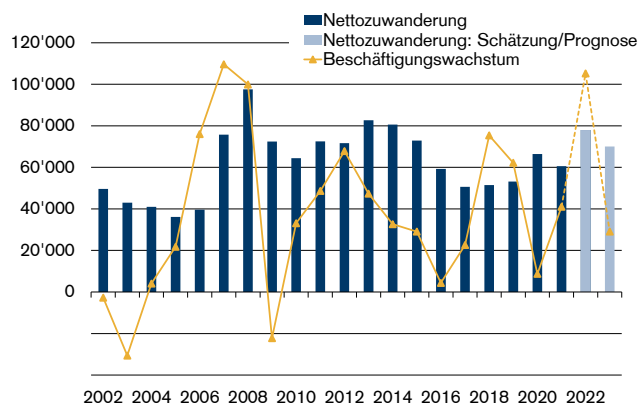
Die kräftige konjunkturelle Erholung, die auf den pandemiebedingten Schock folgte, wirkt sich bis heute auf den Schweizer Arbeitsmarkt aus. 2022 dürften erstmals seit 15 Jahren per Saldo über 100'000 neue Vollzeitstellen geschaffen worden sein (Abb. 27). Diese hohe Nachfrage nach Arbeitskräften konnte nur dank Zuzügem aus dem Ausland befriedigt werden. Rund 90% der letztjährigen Zunahme der Einwanderung gehen dementsprechend auf das Konto der Arbeitsmigration. Besonders aktiv rekrutiert haben die Branchen Planung/Beratung/Informatik, das Gastgewerbe und das Gesundheitswesen. Diese drei Branchen, die stark vom Fachkräftemangel betroffen sind, zeichnen gemeinsam für mehr als die Hälfte der letztjährigen Zunahme der Arbeitsmigranten verantwortlich.

## «Neue Deutsche Welle»

Im vergangenen Jahr liessen sich auffallend viele deutsche Staatsbürger in der Schweiz nieder. Ihr Saldo erreichte mit 12'000 einen Wert, der zuletzt vor über zehn Jahren notiert wurde (Abb. 28). Dies dürfte mitunter darauf zurückzuführen sein, dass sich die deutsche Wirtschaft nur langsam vom pandemiebedingten Einbruch erholt und nun darüber hinaus stark unter der Energiekrise sowie der hohen Inflation leidet. Auffällig kräftige Zunahmen der Wanderungssalden waren ausserdem bei Bürgern aus Rumänien, Polen und Kroatien zu verzeichnen. Für Kroatien gilt seit dem 1. Januar 2022 die volle Personenfreizügigkeit, die jedoch vom Bundesrat per 1. Januar 2023 durch die Aktivierung der Schutzklausel vorübergehend wieder kontingentiert wurde.

**Abb. 27: Höchste Nettozuwanderung seit 2014**

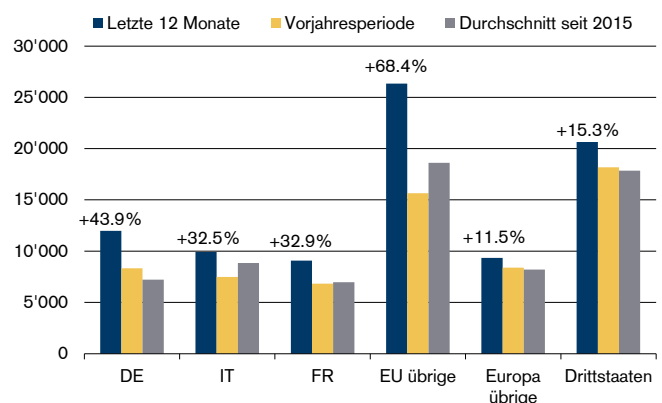
Wanderungssaldo ständige Wohnbevölkerung (ohne Registerkorrekturen, inklusive Schweizer Bürger); Beschäftigungswachstum in Vollzeitäquivalenten



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: 11/2022

**Abb. 28: Geografisch breit abgestützter Anstieg der Zuwanderung**

Nettozuwanderung der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung nach Nationalität (ohne Registerkorrekturen)



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: 11/2022

## Zuwanderung erhöht Wohnungsnachfrage in den Zentren

Die durch die Zuzüger zusätzlich generierte Wohnungsnachfrage machte sich zuletzt insbesondere in den Zentren und in den touristischen Gemeinden bemerkbar. In den Grosszentren hatte sich zuvor die Binnenabwanderung zugunsten anderer Schweizer Regionen im Zuge der COVID-19-Pandemie massgeblich verstärkt (sie stieg von netto 8000 Personen im Jahr 2019 auf 17'400 Personen im Jahr 2021). 2021 reichte die Zuwanderung aus dem Ausland nicht mehr aus, um die

Abwanderung aus den Zentren zu kompensieren, was in Letzteren zu einem Einbruch des Bevölkerungswachstums führte. Der kräftige Anstieg der Immigration im vergangenen Jahr (internationaler Wanderungssaldo Grosszentren: +21'500) dürfte jedoch eine Wende herbeigeführt haben. Dies zeigt sich auch in den Leerwohnungszahlen: Diese waren in den Zentren 2021 entgegen dem schweizweiten Trend noch gestiegen, drehten jedoch im vergangenen Jahr wieder nach unten.

### 2023: Leichter Rückgang der Zuwanderung, ...

Für 2023 rechnen wir mit einer leichten Abschwächung der Nettozuwanderung auf rund 70'000 Personen (Abb. 27), zumal das Beschäftigungswachstum mit gewisser Verzögerung auf die konjunkturelle Abkühlung reagieren und von 2.6% auf noch 0.7% sinken dürfte. Für die Schweiz (BIP-Prognose 2023: +1.0%) erwarten wir eine weniger starke Abkühlung als für die Eurozone (+0.5%). Dieser Wachstumsvorsprung der Schweiz dürfte einen stärkeren Rückgang der Zuwanderung verhindern und die Zahl der Wegzüge tief halten. Der in zahlreichen Branchen noch immer ausgeprägte Fachkräftemangel und die steigende Zahl altersbedingter Austritte aus dem Arbeitsmarkt werden voraussichtlich ebenfalls dafür sorgen, dass die Nachfrage der hiesigen Wirtschaft nach ausländischen Arbeitskräften hoch bleibt.

### ... aber rekordhohes Bevölkerungswachstum

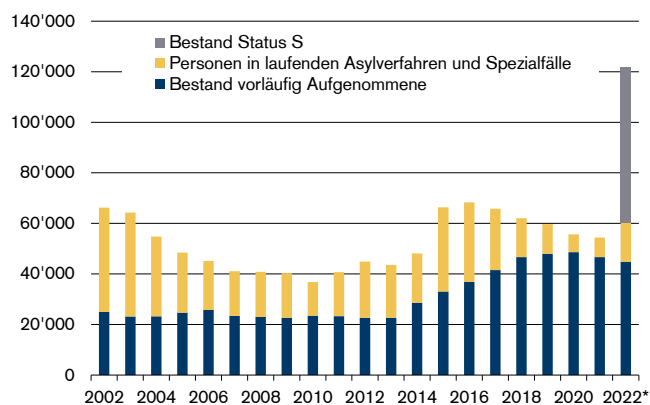
Ein zusätzlicher Faktor, der die hohe Nachfrage nach Mietwohnungen stützt, ist die steigende Zahl der Asylgesuche im Allgemeinen und die hohe Zahl aus der Ukraine geflüchteter Menschen im Besonderen (Abb. 29). Seit Kriegsausbruch im Februar 2022 hat die Schweiz per Saldo 62'000 Kriegsflüchtlinge aus der Ukraine aufgenommen. Diese sollen zwar dereinst in ihr Heimatland zurückkehren, dürfen aber mit dem ihnen verliehenen Schutzstatus S bis mindestens am 4. März 2024 in der Schweiz bleiben. Eine Beilegung des brutalen Kriegs liegt zurzeit jedoch in weiter Ferne. Der Status S erlaubt es den Geflüchteten, einem Erwerb nachzugehen. Mit zunehmender Aufenthaltsdauer dürfte deshalb die Zahl derjenigen, die Wohnungen mieten oder von den Gemeinden angemietete Wohnungen zur Verfügung gestellt bekommen, stetig steigen. Ab einer Aufenthaltsdauer von einem Jahr fliessen Geflüchtete ausserdem in die offiziellen Bevölkerungszahlen ein. Somit dürfte das Bundesamt für Statistik (BFS) für 2023 mit bis zu 140'000 Personen das höchste Bevölkerungswachstum seit den frühen 1960er-Jahren ausweisen. Die Einwohnerzahl der Schweiz könnte folglich die Neun-Millionen-Schwelle bereits 2024 überschreiten.

### Pandemie hinterlässt bleibende Spuren in der Nachfragestruktur

Gemessen an der Zahl der Suchabos war die Mietwohnungsnachfrage 2022 um 4.1% höher als im Vorjahr. Wieder stärker gefragt sind kleinere Wohnungen, nachdem in den beiden Vorjahren pandemiebedingt vor allem grössere Wohnungen auf Interesse gestossen waren. Die schlechte Konsumentenstimmung sowie steigende Mieten und Nebenkosten dürften in den kommenden Quartalen dazu führen, dass wieder vermehrt Kompromisse bei der Wohnungsgrösse oder -ausstattung eingegangen werden. Die steigende Mietwohnungsnachfrage ist zwar in grossen Teilen der Schweiz zu spüren, es sind aber weiterhin hauptsächlich ländliche, periurbane und touristisch geprägte Regionen, die von einem überdurchschnittlichen Nachfragezuwachs profitieren (Abb. 30). Wie von uns erwartet, scheint der Durchbruch der Telearbeit dafür zu sorgen, dass sich die Wohnungsnachfrage auch nach der Bewältigung der COVID-19-Pandemie etwas gleichmässiger auf das Land verteilt.

Abb. 29: Zahl der Personen im Asylverfahren hat sich verdoppelt

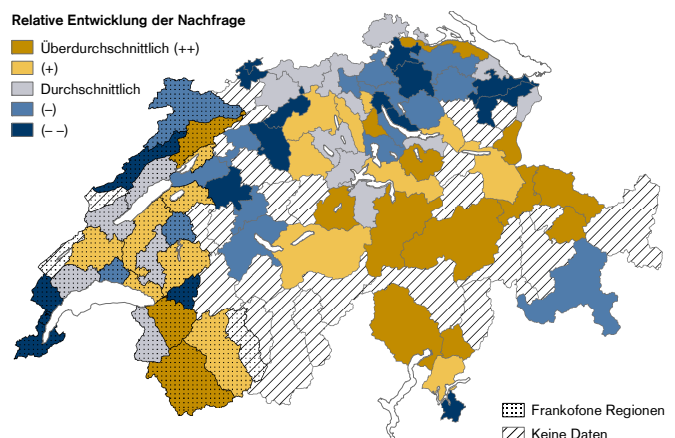
Entwicklung des Bestands der Personen im Asylprozess  
\* 12-Monats Summe per Ende November 2022



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: 11/2022

Abb. 30: Stärkere Nachfragedynamik ausserhalb der Zentren

Entwicklung der Anzahl Suchabonemente im Jahr 2022 im Vergleich zum 5-Jahres Mittel (zu beachten: Werte innerhalb der frankofonen Regionen sind separat standardisiert und daher nicht mit denjenigen der übrigen Sprachregionen vergleichbar)



Quelle: Realmatch360, Credit Suisse, Geostat  
Letzter Datenpunkt: 12/2022



# Ungenügender Wohnungsbau

**Trotz der regen Wohnungsnachfrage bleibt die Bautätigkeit rückläufig. Eine Trendwende ist noch nicht absehbar, und in einer Mehrheit der Regionen ist der Talboden noch nicht erreicht.**

## Anhaltende Baufaute ohne Hoffnung auf baldige Trendwende

Innert Jahresfrist ist die Zahl der baubewilligten Mietwohnungen um weitere 2800 Einheiten gesunken. Nie in den letzten zehn Jahren wurden weniger Mietwohnungen bewilligt (Abb. 31). Ein Blick auf die neu eingereichten Baugesuche macht zudem Hoffnungen auf eine baldige Trendwende zunichte, sind doch auch diese weiter rückläufig (–900 Wohneinheiten ggü. Vorjahr). Gewisse Lichtblicke gibt es derweil von den Baustellen zu vermelden: Mit der Aufhebung der Corona-Massnahmen und der Entspannung der grassierenden Lieferschwierigkeiten bei diversen Baumaterialien entfallen zwei Faktoren, die den Rückgang der Bautätigkeit temporär noch verstärkt haben dürften.

## Zu geringe Bautätigkeit in der Mehrheit der Regionen

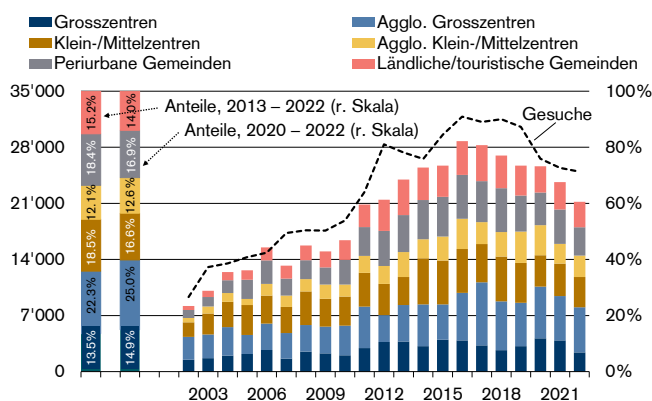
In den letzten drei Jahren hat sich die Bautätigkeit in Richtung der Grosszentren und Agglomerationen verlagert. Indessen verzeichneten die Grosszentren 2022 mit einem Minus von 38% gegenüber dem Vorjahr den stärksten Rückgang bei den baubewilligten Mietwohnungen (Abb. 31). Relativ zur Absorption der vergangenen Jahre dürfte die Mietwohnungsproduktion in den kommenden ein bis zwei Jahren unter dem Strich in einer Mehrheit von 65 der 110 Regionen zu tief ausfallen (Abb. 32). Dazu gehören weite Teile des Mittellandes und auch viele relativ ländlich geprägte Regionen, die in der Vergangenheit eher durch zu hohe Bautätigkeit auffielen. Zu viele Wohnungen werden weiterhin im Südtessin gebaut. In einigen zentrumsnahen Regionen wie dem Furttal oder den Regionen Zimmerberg und Nyon liegt die erwartete Ausweitung ebenfalls über der vergangenen Absorption. Diese Regionen weisen jedoch ein hohes Absorptionspotenzial auf, das in der Vergangenheit nicht vollumfänglich ausgereizt wurde.

## Bauen hat sich massgeblich verteuert

Der raumplanerische Paradigmenwechsel und die hohen Hürden, die einer Verdichtung im Wege stehen, dürften massgeblich zur aktuellen Baufaute beigetragen haben (siehe S. 18 ff.). Angesichts der Entwicklungen des vergangenen Jahres – hohe Inflation und steigende Zinsen – scheint eine rasche Entspannung der Situation noch unwahrscheinlicher geworden zu sein. Die Finanzierungskosten haben sich für die Bauherren stark erhöht, und gleichzeitig sind auch die Baupreise markant gestiegen. Letztere lagen im Oktober 2022 für den Neubau eines Mehrfamilienhauses um 8.7% über dem Niveau des Vorjahres. Wir erwarten hier im Verlauf des Jahres 2023 eine gewisse Entspannung, jedoch keine baldige Rückkehr auf die vorpandemischen Preisniveaus.

**Abb. 31: Baubewilligungen auf 10-Jahres-Tief**

Bewilligte Mietwohnungen (Neubau), nach Gemeindetyp (2022: 12-Monats-Summe per Ende November 2022)

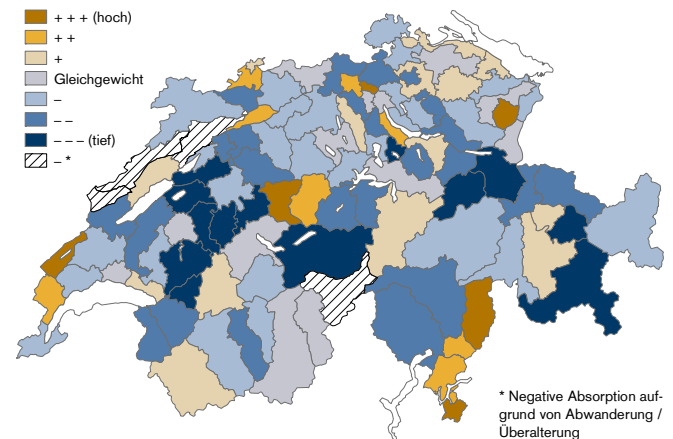


Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 11/2022

**Abb. 32: Mietwohnungsproduktion in Mehrheit der Regionen zu tief**

Erwartete Ausweitung des Mietwohnungsbestands 2023, im Verhältnis zur vergangenen Absorption (2016 – 2020)



\* Negative Absorption aufgrund von Abwanderung / Überalterung

Quelle: Baublatt, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, Geostat  
Letzter Datenpunkt: 10/2022

# Mietermarkt war gestern

**Der Aufschwung im Mietwohnungsmarkt, der bereits vor der Corona-Pandemie einsetzte, hat weiter an Dynamik gewonnen. In einer Mehrheit der Regionen werden Wohnungen knapper, und die Mieten dürften 2023 kräftig zulegen.**

## Trendwende im Rekordtempo, ...

Im für gewöhnlich eher träge agierenden Mietwohnungsmarkt hat sich in den vergangenen gut zwei Jahren eine Trendwende im Rekordtempo vollzogen. Dank einer stärkeren Wohnungsnachfrage und einer rückläufigen Bautätigkeit fiel die Leerwohnungsziffer für Mietwohnungen innerhalb von zwei Jahren von rekordhohen 2.75% auf noch 2.13% (Abb. 33). Dies entspricht einem Rückgang der leer stehenden Wohnungen um 17'300 Einheiten – oder um mehr als den Gesamtwohnungsbestand der Stadt Zug. Es wird folglich wieder öfter über Knappheit und weniger über Leerstände gesprochen. Weitere Marktindikatoren bestätigen diesen Eindruck: Die Angebotsziffer, die noch 2020 zeitweise bei über 6.0% lag, reduzierte sich zuletzt auf 3.7%. Und während es zwischen Mitte 2019 und 2020 noch 48 Tage dauerte, bis für eine inserierte Wohnung ein Mieter gefunden werden konnte, waren es in den letzten vier Quartalen nur noch 32 Tage.

## ... besonders in der Deutschschweiz

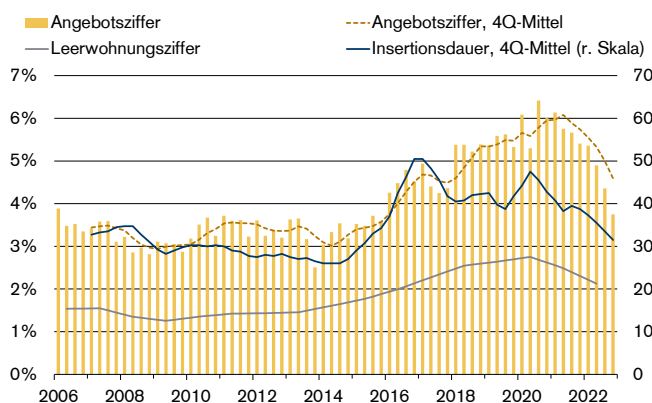
Die Trendwende ist breit abgestützt und betrifft grundsätzlich sämtliche Wohnungsgrössen, Preisklassen sowie Neu- und Altbauten. Sie ist auch in einer klaren Mehrheit der Regionen spürbar – wenn auch unterschiedlich stark ausgeprägt. Ein regionaler Vergleich der Leerwohnungsziffern von 2022 mit ihren langjährigen Mittelwerten (Abb. 34) offenbart einen Röstigraben. In der Mehrheit der Deutschschweizer Regionen ist die Leerwohnungsziffer in den Bereich ihres langfristigen regionalen Mittelwerts gesunken. In der Zentralschweiz und Teilen der Agglomeration Zürich werden diese langfristigen Durchschnitte teilweise bereits unterschritten. In insgesamt sechs Regionen in der Zentralschweiz, dem Oberwallis und den Kantonen Glarus und Graubünden notiert die Leerwohnungsziffer der Mietwohnungen gar auf einem historischen Tiefststand.

## Leerstände in der lateinischen Schweiz noch über lfr. Mittel

Etwas anders präsentiert sich die Situation derweil in der lateinischen Schweiz. Hier liegt die Leerwohnungsziffer meistenorts noch über dem Langfristmittel, und in fünf Regionen wurde 2022 sogar ein historischer Höchststand erreicht. Nebst der in den letzten Jahren hohen Bautätigkeit im Tessin und in Teilen der Westschweiz ist dies auch der Entwicklung der Zuwanderung zuzuschreiben. Wir haben bereits in der Ausgabe dieser Studie von 2019 auf den Röstigraben bei der Zuwanderung aufmerksam gemacht, der vor allem durch die bis heute anhaltende Rückwanderungsbewegung portugiesischer Staatsbürger bedingt ist.

**Abb. 33: Mietwohnungsmarkt im Aufschwung**

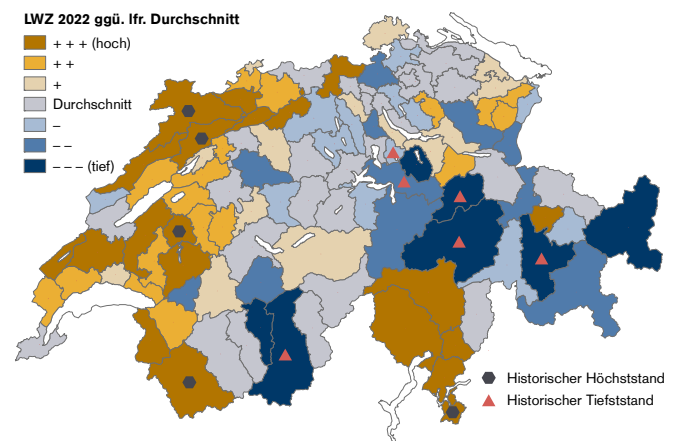
Indikatoren Mietwohnungsmarkt: Angebotsziffer in % des Mietwohnungsbestands, Insertionsdauer in Anzahl Tagen (Median), Leerwohnungsziffer Mietwohnungen



Quelle: Meta-Sys, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse  
 Letzter Datenpunkt: Q4/2022

**Abb. 34: Leerstand in der Deutschschweiz stark abgebaut**

Leerwohnungsziffer (LWZ) Mietwohnungen 2022 im Vergleich zum langjährigen Mittelwert (ab 2003)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, Geostat  
 Letzter Datenpunkt: 06/2022

## Wohnungssuche in den Zentren: Schnelle Reaktionszeit gefragt

Der starke Zuwanderungsschub im vergangenen Jahr führte insgesamt dazu, dass die Leerstände auch in den Grosszentren – ein Jahr später als in der übrigen Schweiz – gesunken sind, sodass insbesondere in der Stadt Zürich bereits wieder eine ausgeprägte Wohnungsknappheit herrscht (Leerwohnungsziffer: 0.07%). Diese Tendenz macht sich auch in den Vermarktungszeiten in den Gross- und Mittelzentren bemerkbar (Abb. 35). Die mittlere Insertionsdauer (Median) war in 32 Zentren rückläufig, einzig Mendrisio verzeichnete einen minimalen Anstieg. Nicht nur in Zürich (15 Tage) sind somit bei der Wohnungssuche eine schnelle Reaktion und etwas Glück gefragt. In Chur fiel die Vermarktungszeit auf zehn Tage, in Zug sogar auf sechs. Ein Viertel aller Inserate für Zuger Mietwohnungen verschwindet sogar nach bereits zwei Tagen oder weniger wieder von den Seiten der Online-Wohnungsvermittler. Ebenfalls ausgetrocknet ist der Markt in einigen Tourismusregionen, wie beispielsweise in Davos (15 Tage) oder Visp (22 Tage).

## Grössere Knappheit, höherer Preis

Die Verknappungstendenzen im Mietwohnungsmarkt schlagen sich zunehmend auf die Marktmieten nieder (Abb. 36). Die zuvor über Jahre rückläufigen Angebotsmieten verzeichneten im 4. Quartal 2022 eine Jahreswachstumsrate von 1.6%, den höchsten Wert seit sieben Jahren. Dieser Trend wird durch weitere Mietpreisindizes (Abschlussmieten, Mietpreisindex des BFS) bestätigt. Die kantonalen Mietpreisindizes von Homegate zeigen ebenfalls in allen 26 Kantonen nach oben – am stärksten in Zug, Graubünden und dem Appenzellerland, am schwächsten in Solothurn, Basel-Landschaft und Freiburg.

## 2023: Knappheit verschärft sich, ...

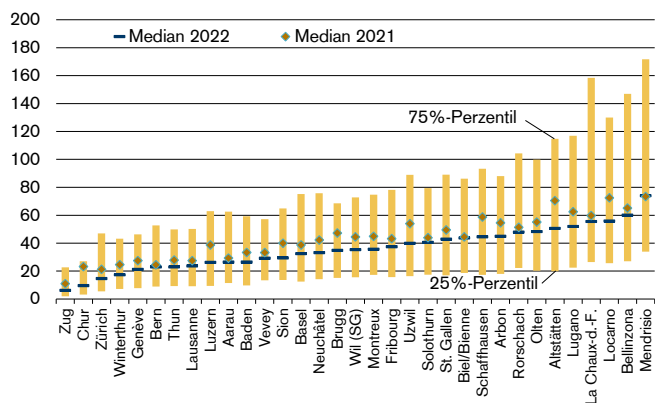
Trotz konjunktureller Abkühlung wird der Mietwohnungsmarkt seinen Aufschwung im weiteren Jahresverlauf 2023 voraussichtlich fortsetzen. Die Zuwanderung dürfte etwas zurückgehen, jedoch nicht einbrechen, und die Geflüchteten aus der Ukraine sollten zunehmend zu einem Nachfragefaktor werden. Gleichzeitig ist mit einer erneuten Reduktion des Wohnungszugangs um rund 2000 Wohneinheiten zu rechnen. Wir erwarten daher einen abermals deutlichen Rückgang der Leerwohnungsziffer von Mietwohnungen auf noch rund 1.75%.

## ... und Mieter sehen sich markanten Kostensteigerungen gegenüber

Die fortschreitende Verknappung dürfte den Aufwärtsdruck auf die Marktmieten nochmals erhöhen. Bis Ende 2023 rechnen wir bei den Angebotsmieten mit einer Beschleunigung des Mietpreisanstiegs auf rund 3%. Aufgrund einer erstmaligen Anhebung des hypothekarischen Referenzzinssatzes von 1.25% auf 1.5%, die wir für September erwarten, können die Mieten bestehender Vertragsverhältnisse um 3% erhöht werden – vorausgesetzt, frühere Senkungen wurden an den Mieter weitergegeben. Da dies nur teilweise geschah, können dieses Jahr weniger als die Hälfte der Vermieter höhere Zinskosten geltend machen. Allerdings dürfen die Vermieter auch 40% der aufgelaufenen Inflation sowie allgemeine Kostensteigerungen auf die Mieter überwälzen. Dies könnte insgesamt zu Mietpreisanstiegen von 4% im Bestand führen. Der Grossteil dieser Erhöhung wird aufgrund der Einhaltung mietrechtlicher Fristen erst im Jahr 2024 wirksam werden. Doch das ist noch nicht alles: Insbesondere Mieter, deren Wohnungen mit fossilen Energieträgern geheizt werden, erwartet ein happiges Plus bei der Nebenkostenabrechnung. Dazu kommen je nach Wohngemeinde noch starke Strompreisanstiege. Dies alles wird die Haushaltsbudgets belasten und dürfte dazu führen, dass Wohnungssuchende wieder vermehrt Abstriche bei der Wohnungsgrösse oder der Lagequalität in Kauf nehmen müssen.

Abb. 35: Wohnungssuche in Zentren wird mühevoller

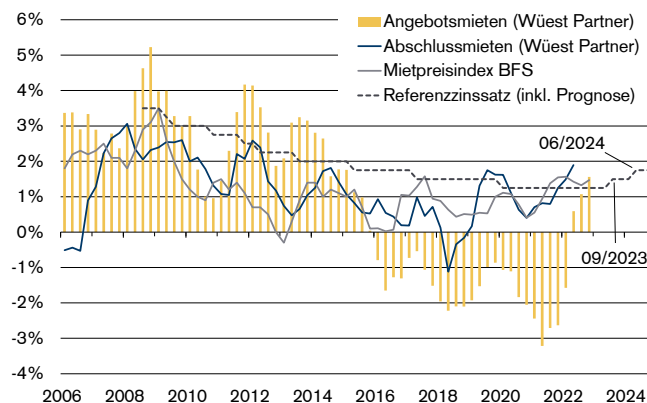
Mietwohnungsmärkte der Gross- und Mittelzentren: Insertionsdauer in Tagen



Quelle: Meta-Sys, Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: Q4/2022

Abb. 36: Mieten wird deutlich teurer

Jahreswachstumsraten Mietpreisindizes und Entwicklung Referenzzinssatz



Quelle: Wüest Partner, Bundesamt für Wohnungswesen, Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: Q4/2022

# Vermieter zurück am Ruder

## ↘ Nachfrage

### Nettozuwanderung



60'600 2021      78'000 2022      70'000 2023

- Tieferes Wachstum bremst Zuwanderung nur geringfügig
- Flüchtlinge stützen Wohnungsnachfrage

**2023: Nachfrage schwächt sich leicht ab**

## ↘ Angebot

### Baugesuche



-4%  
2022

### Baubewilligungen

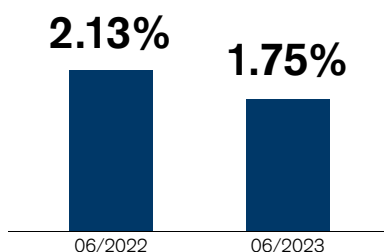


-12%  
2022

- Anzahl baubewilligter Mietwohnungen weiter rückläufig
- Zu geringe Bautätigkeit in rund 60% aller Regionen

**2023: Zugang an Neubauwohnungen sinkt erneut**

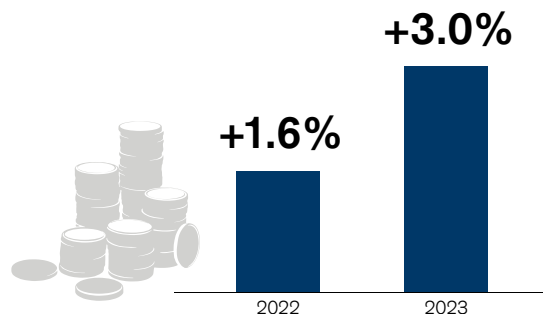
## ↘ Leerstände In % des Mietwohnungsbestands



- Rückgang um weitere 8'000 bis 9'000 Wohnungen
- Verknappungstendenz weit über die Zentren hinaus

**2023: Leerstände sinken ungebremst weiter**

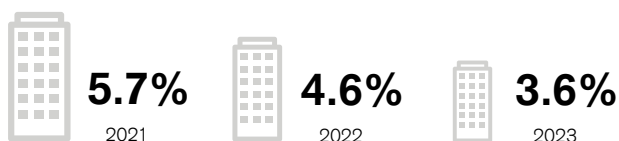
## ↗ Mietpreise (per Jahresende) Wachstum Angebotsmieten, in % (ggü. Vorjahr)



- Mietpreiswachstum beschleunigt sich weiter
- Auch Bestandsmieten steigen (Inflation, Referenzzinssatz)

**2023: Mieten steigen auf breiter Basis**

## ↘ Angebotsziffer In % des Mietwohnungsbestands



- Angebotsziffer sinkt erstmals seit 2015 auf unter 4%
- Vermarktungszeiten flächendeckend rückläufig

**Marktmacht verlagert sich zu den Vermietern**

## ↘ Performance Gesamtrendite von Wohnrenditeliegenschaften<sup>1</sup>



- Diskontierungssätze steigen erstmals
- Wertzuwächse nur noch bei aktiver Wertschöpfung positiv
- Cashflows rücken in den Vordergrund

**Zinswende reduziert Attraktivität von Immobilienanlagen**

<sup>1</sup>Diese Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

# Jährliche Völkerwanderung

In der Schweiz ziehen jedes Jahr über 800'000 Personen bzw. mehr als jeder Zehnte der Bevölkerung um. Im Alter von 25 bis 30 Jahren wechselte 2021 sogar jeder Vierte das Domizil. Die Analyse des Umzugsverhaltens zeigt aber auch, dass wir mit zunehmendem Alter sesshafter werden. Indes entscheidet nicht nur das Alter darüber, wie oft und wohin wir umziehen. Für Vermieter ist es daher aufschlussreich zu erfahren, welche weiteren Faktoren das Umzugsverhalten beeinflussen.

## Wie oft sind Sie in den letzten Jahren umgezogen?

Im Jahr 2021 sind in der Schweiz rund 845'000 Personen umgezogen. Im Vergleich zu den Vorjahren entsprach dies einem leichten Rückgang von 10.3% auf 10.1% der Gesamtbevölkerung (Abb. 37). Hierbei gilt es allerdings zu beachten, dass dies Umzüge von Einzelpersonen und nicht von Haushalten sind. Besonders umzugsfreudig sind – wenig überraschend – junge Erwachsene zwischen 18 und 34 Jahren. Diese stellen nur 21% der Bevölkerung, machen aber 43% aller Umzüge aus und haben die höchste Umzugswahrscheinlichkeit. Bis zum Alter von 27 Jahren steigt die Umzugswahrscheinlichkeit auf über 26%, danach sinkt sie bis zum Alter von 64 bzw. 65 Jahren kontinuierlich (Abb. 38). Nach der Pensionierung erhöht sich die Umzugsneigung kurzfristig nochmals leicht.

## Die wichtigsten Umzugsgründe

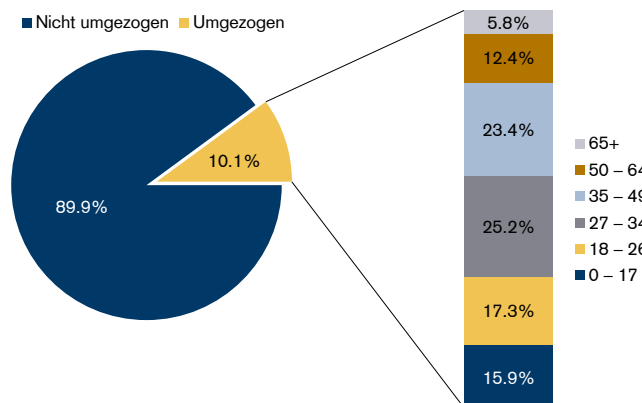
Weshalb wird umgezogen? Das auf Umfragen basierende Immo-Barometer der NZZ hat in der Ausgabe 2020 die folgenden drei wichtigsten Umzugsgründe ermittelt: eine «Veränderung der Lebenssituation», zumeist ausgelöst durch den Zusammenzug mit dem oder die Trennung vom Partner, die «Unzufriedenheit mit dem Wohnobjekt» sowie eine «zu kleine Wohnung bzw. zu kleines Haus». Als weitere wichtige Gründe wurden «berufliche Gründe» und «Unzufriedenheit mit der Lage» genannt. Aufschlussreich ist zudem die hohe latente Umzugsneigung: 63% der Befragten sind grundsätzlich umzugswillig, d.h. sie planen einen Umzug oder spielen zumindest mit dem Gedanken, das Domizil zu wechseln.

## Nur wenige wagen den Sprung über die Kantonsgrenze

Obwohl die Unzufriedenheit mit der Lage als fünfhäufigster Umzugsgrund genannt wurde, scheinen die meisten zumindest mit ihrem Wohnkanton zufrieden zu sein. Über 80% verbleiben nach einem Umzug im Kanton, wovon die Hälfte sogar innerhalb der Gemeinde umzieht (Abb. 39). Die Anzahl der Umzüge innerhalb einer Gemeinde wird dabei unterschätzt, da Umzüge innerhalb des gleichen Gebäudes in der Umzugsstatistik nicht erfasst werden. Eine Analyse der gemeindeübergreifenden Umzüge zeigt, dass der grösste Teil davon innerhalb der gleichen Wirtschaftsregion stattfindet. Dies bedeutet, dass selbst bei Gemeindefwechseln eher in eine der Nachbargemeinden umgezogen wird als gleich ans andere Ende des Kantons.

Abb. 37: Unter 50-Jährige machen mehr als 80% der Umzüge aus

Umzüge in der Schweiz 2021 aufgeteilt nach Altersklassen, in %

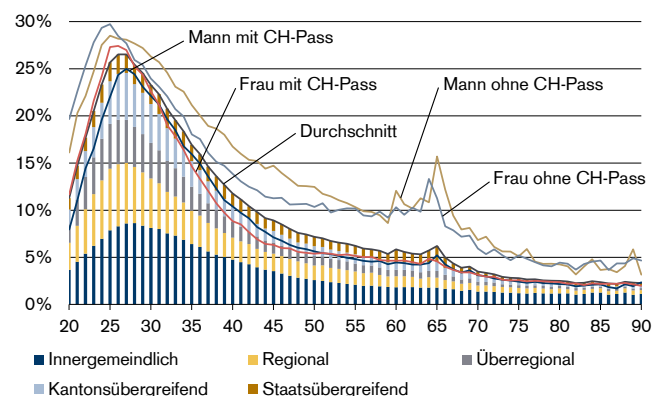


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2021

Abb. 38: Die Umzugswahrscheinlichkeit geht nach Alter von 27 Jahren zurück

Umzugswahrscheinlichkeit nach Alter, in %; räumliche Verteilung der Umzüge



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2021

## Geringe mittlere Umzugsdistanz von nur 13 km

Eine Analyse der Umzugsdistanzen bestätigt das Bild der kleinräumigen Umzüge in der Schweiz. Insgesamt lag die durchschnittliche Umzugsdistanz in den Jahren seit 2018 immer zwischen 12 und 13 Kilometern (km). Besonders auffällig ist, dass Kinder und Jugendliche (0 – 17 Jahre) die geringste durchschnittliche Umzugsdistanz aufweisen (Abb. 39). Da die Integration der Kinder in ihr soziales Umfeld und das Vorhandensein einer entsprechenden Infrastruktur bei einem Umzug wichtige Aspekte sind, zeigen Familien mit Kindern die grösste Wahrscheinlichkeit für Umzüge in der direkten Nachbarschaft (< 50 Meter) oder in demselben Quartier (50 – 500 Meter). Mit steigendem Alter und dem Auszug von zu Hause erhöht sich die Umzugsdistanz. Wie bei der Umzugshäufigkeit ist es auch hier die Kohorte zwischen 18 und 34 Jahren, die im Durchschnitt weiter wegzieht, sowie prozentual gesehen am häufigsten die Gemeinde oder den Kanton wechselt.

## 72% der Wohnungsnachfrage stammen aus einem Radius von nur 10 km

Abbildung 40 zeigt den kumulativen Bevölkerungsanteil nach Umzugsdistanz für die einzelnen Altersklassen. Diese Angaben können bei der Projektplanung dazu beitragen, das Nachfragepotenzial und die ins Visier zu nehmenden Altersklassen besser abzuschätzen. So ziehen beispielsweise 60% der Bevölkerung in einem Radius von höchstens 5.5 km um. Und nur 28% der Bevölkerung ziehen mehr als 10 km weit weg. Dies bedeutet, dass bei einer Projektentwicklung im Schnitt 72% der Nachfrage aus einem Einzugskreis von lediglich 10 km stammen. Regional dürften sich diese Kennwerte zwar spürbar unterscheiden, sie lassen sich aber relativ einfach berechnen. Für Projektentwickler und Vermarkter ist es jedenfalls entscheidend, diese Schlüsselzahlen zu kennen.

## Überproportional viele Umzüge von Ausländern

Das Umzugsverhalten unterscheidet sich indessen nicht nur bezüglich Alter und Distanz. Personen ohne Schweizer Pass ziehen fast doppelt so häufig um wie Schweizer. Dies lässt sich damit erklären, dass Einwanderer ihre Wohnsituation schneller anpassen, nachdem viele von ihnen zunächst in die Nähe ihres Arbeitsortes ziehen. Wenn sie sich entscheiden, längerfristig in der Schweiz zu bleiben, sind sie mit dem Wohnungsmarkt etwas vertrauter und optimieren in einem nächsten Schritt ihre Wohnsituation. Zudem erhöht die überproportionale Auswanderungshäufigkeit von ausländischen Staatsangehörigen deren Umzugswahrscheinlichkeit. Ein dritter Grund ist, dass das Medianalter von Ausländern mit 38 Jahren um sieben Jahre tiefer liegt als bei Schweizerinnen und Schweizern.

## Frauen ziehen früher von zu Hause aus als Männer

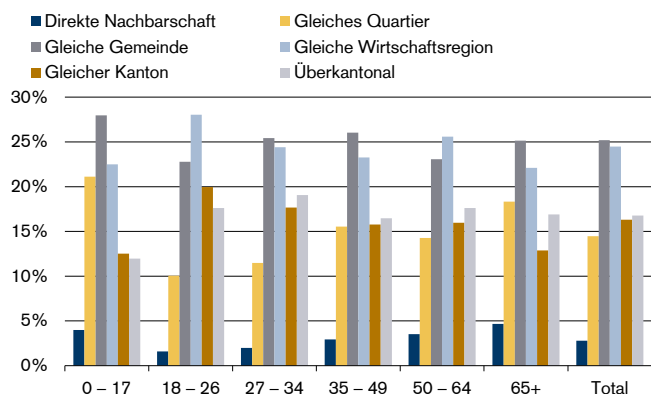
Auch das Geschlecht spielt eine gewisse Rolle. Hier sind vor allem zwei Aspekte interessant: Einerseits ziehen Männer vor allem in den Altersklassen nach 50 weiter weg als Frauen, andererseits steigt und sinkt die Umzugswahrscheinlichkeit bei Frauen früher als bei Männern (Abb. 38). Frauen ziehen demnach im Durchschnitt klar vor den Männern von zu Hause aus.

## Das Alter als bester Indikator für die Umzugswahrscheinlichkeit

Es gilt also sowohl mit Blick auf die Nationalität als auch das Geschlecht Folgendes: Der wichtigste Faktor, der unser Umzugsverhalten und unsere Umzugswahrscheinlichkeit beeinflusst, bleibt das Alter. Dies sollte nicht weiter verwundern, wurde doch eine Veränderung der Lebenssituation als der häufigste Umzugsgrund genannt. Mit dem Alter verändert sich die Lebenssituation, und mit dieser ändern sich auch immer wieder die Wohnbedürfnisse. Wir werden uns daher in den folgenden Abschnitten die Unterschiede zwischen den einzelnen Altersklassen im Detail ansehen.

Abb. 39: Familien mit Kindern ziehen am wenigsten weit weg

Binnenumzüge nach Typ, in % pro Altersklasse

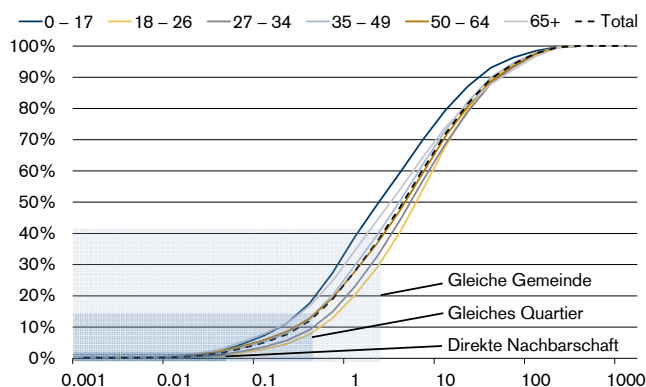


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2021

Abb. 40: 60% ziehen in einem Radius von maximal 5.5 km um

Kumulative Bevölkerungsanteile nach Umzugsdistanz, in km, für alle Altersklassen



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2021

## Junge Erwachsene: mobil und flexibel

Weniger Verpflichtungen, weniger Besitztümer, mehr Flexibilität, mehr Mobilität: Wenn man jung ist, zieht es sich um einiges leichter um. Sei es der Einzug in die Studenten-WG oder die erste eigene Wohnung nach dem Lehrabschluss – am Beginn der Umzugs-Odyssee steht der Auszug aus dem Elternhaus. Die Daten zeigen beispielsweise, dass 18- bis 26-Jährige mehr als viermal häufiger von einem Einfamilienhaus in ein Mehrfamilienhaus umziehen als umgekehrt (Abb. 41). Bei denen, die die Wohngemeinde verlassen, sind Grosszentren und deren Agglomeration ein beliebtes Ziel. Städte ziehen also weiterhin viele junge Menschen an. Wird die Immigration ausgeblendet, sind die 18- bis 26-Jährigen die einzige Altersklasse, die einen positiven Umzugssaldo in Grosszentren zeigen. Schon bei den 27- bis 34-Jährigen weisen sämtliche Grosszentren in der Schweiz für 2021 mehr Weg- als Zuzüge auf. Für die Mittelzentren zeigt sich ein ähnliches Bild.

## Nach 30: Familien-gründung und Bedarf an mehr Raum

Wie wir bereits in der Immobilienmarktstudie 2022 dargelegt haben, hat COVID-19 die Urbanisierung gebremst. Auch obiger Abschnitt zeigt, dass grosse urbane Zentren während der Pandemie bei den meisten Altersklassen an Strahlkraft verloren haben. Betrachten wir die absoluten Zahlen von 2021, ziehen vor allem Personen zwischen 35 und 49 Jahren vermehrt aus Grosszentren weg. Da das Durchschnittsalter bei der Geburt eines Kindes gemäss Bundesamt für Statistik im Jahr 2021 für Mütter 32.3 Jahre und für Väter 35.2 Jahre betrug, liegt der Schluss nahe, dass Familienzuwachs einer der Hauptgründe für Umzüge in dieser Altersklasse ist. Mit der Familien-gründung verändert sich auch das Umzugsverhalten: Die Umzugshäufigkeit nimmt ab, und es werden grössere Wohnungen und Häuser gesucht. Wohneigentum wird, sofern es die finanziellen Möglichkeiten zulassen, das Ziel von vielen. Dies zeigt sich auch darin, dass 35- bis 49-Jährige mit Blick auf Einfamilienhäuser die wichtigste Nachfragegruppe bilden (Abb. 41).

## Das Preisniveau als Faktor bei Gemeinde-wechseln

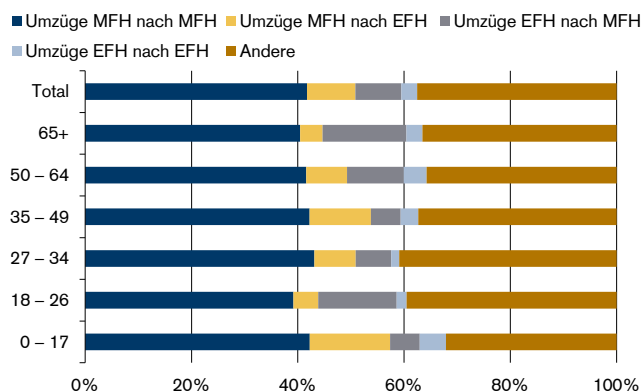
Da die Wohneigentumspreise seit Langem nur eine Richtung kennen, muss, wer zu den Immobilienbesitzern gehören will, auch (oder hauptsächlich) ausserhalb der Zentren nach geeigneten Objekten suchen. Gemäss Umzugsstatistik zügeln Neubezüger eines Einfamilienhauses in 48.8% der Fälle in eine Gemeinde mit mindestens 10% tieferem Preisniveau und nur in 16.2% der Fälle in eine teurere Gemeinde. Bei Umzügen in Mehrfamilienhäuser ist der Trend etwas weniger ausgeprägt: 22.9% ziehen in kostengünstigere Gemeinden, während 20.8% teurere Gemeinden berücksichtigen und bei 56.3% keine signifikante Veränderung des Preisniveaus festzustellen ist. Dies dürfte vor allem daran liegen, dass viele Haushalte von einer Mietwohnung in eine andere umziehen und dem Mietpreisniveau bei der Wohnortwahl nicht dieselbe Bedeutung zukommt wie den Eigentumspreisen.

## Ab 50 und nach der Pensionierung: weniger Wohnfläche

Ab 50 nimmt die Umzugsbereitschaft nochmals merklich ab. Zudem kehrt sich der Trend eines Umzugs in Wohnobjekte mit mehr Zimmern nach 50 wieder um. Wer in dieser Altersklasse noch umzieht, wechselt wieder häufiger von grösseren in kleinere Wohnobjekte. Nach der Pensionierung kommt es vor allem bei Ausländern nochmals zu einem Anstieg der Umzugswahrscheinlichkeit (Abb. 38), wobei es sich hier hauptsächlich um Aus- bzw. Rückwanderungen handelt. Insgesamt machen Umzüge von Personen über 65 nur 6% aller Umzüge aus. Zudem entfällt ein grösserer Teil auf Auszüge aus Einfamilienhäusern als in anderen (Abb. 41). Bei den 75- bis 79-Jährigen haben diese mit knapp 18% den höchsten Anteil – der altersbedingte Trend zur Verkleinerung der Wohnfläche setzt sich demzufolge fort.

**Abb. 41: Umzüge in Einfamilienhäuser schwanken über die verschiedenen Altersklassen hinweg stark**

Umzüge nach Gebäudetyp, in % pro Altersklasse

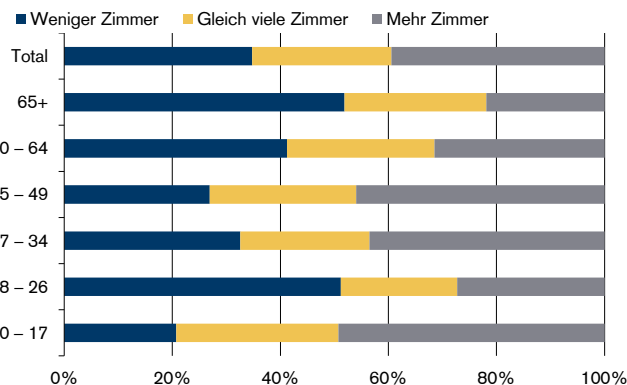


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2021

**Abb. 42: Das Alter spielt auch eine Rolle bei der Wahl der Zimmerzahl**

Umzüge nach Veränderung der Wohnungsgrösse, in % pro Altersklasse



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2021

## Was müssen Bauherren und Investoren beachten?

Wie bereits in den vorstehenden Abschnitten erwähnt, sind Umzugsdistanz sowie Bevölkerungsstruktur im Umkreis einer Immobilie entscheidende Indikatoren für die Wohnraumnachfrage. Dies bedeutet für Investoren und Bauherren, dass die Nachfrage in erster Linie aus der gleichen Gemeinde kommt. Es ist daher umso wichtiger, nicht nur die Umzugsintensität zu kennen, sondern auch Konkurrenzprojekte in der Umgebung in die Planung miteinfließen zu lassen. Zudem ist wichtig zu wissen, von wo potenzielle Umzuger überhaupt kommen könnten. Abbildung 43 zeigt, dass sich die Nachfrage über die eigene Gemeinde hinaus je nach Gemeindetyp stark unterscheidet. So lässt sich beispielsweise gut erkennen, wie vor allem zwischen Grosszentrum und Agglomeration hin- und hergezogen wird. Dies wollen wir anhand des Beispiels der Stadt Bern im Detail analysieren.

## Umzugsanalyse Bern

2021 kam es in der Stadt Bern zu rund 25'000 Zu- und Wegzügen, wobei es sich bei einem Drittel um Umzüge innerhalb der Stadtgrenze handelte. Werden Umzüge über Landesgrenzen miteinbezogen, sind 2021 rund 8'700 Personen aus der Stadt Bern weg- und 7'800 Personen in diese zugezogen. Der negative Umzugssaldo ist eher atypisch und auf Folgen der COVID-19-Pandemie zurückzuführen.

## Woher kommen die Zuzüger?

Von den rund 7'800 Zuzüger kommen gut ein Viertel aus dem Ausland. Die wichtigsten Binnen-einzugsgebiete sind neben weiteren Grosszentren wie Zürich, Basel und Lausanne in erster Linie die Agglomerationsgemeinden der Stadt Bern (Abb. 44). Es bestätigt sich demzufolge, dass kleinräumig umgezogen wird und dass es sich bei Umzügen über weitere Distanzen oftmals um Umzüge innerhalb desselben Gemeindetyps handelt. Ein Blick auf die Altersklassen zeigt, dass mehr als die Hälfte der Zuzüger zwischen 20 und 34 Jahre alt ist. Vor allem bei den 20- bis 30-Jährigen ist der Zuwanderungssaldo positiv, was sich dadurch erklärt, dass viele in diesem Alter für ihre Ausbildung oder zu Erwerbszwecken nach Bern ziehen.

## Wohin gehen die Wegzüger?

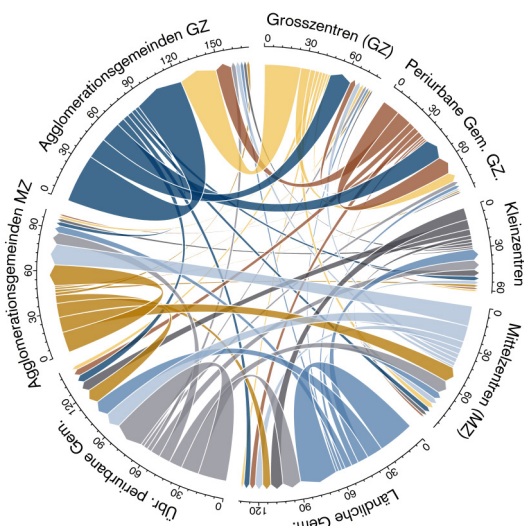
Danach überwiegen in allen Altersklassen über 30 die Wegzüge. Insbesondere sehen wir auch in der Stadt Bern, dass Familien mit Kindern oft aus der Stadt wegziehen. Das Ziel dieser Wegzüge sind in den allermeisten Fällen angrenzende Agglomerationsgemeinden der Stadt. Es wäre also falsch, von einer Flucht aufs Land während der Pandemie zu sprechen, denn insgesamt zogen mehr Personen aus ländlichen Gemeinden in die Stadt Bern als umgekehrt.

## Wichtigste Erkenntnisse für Vermieter und Hausverwaltungen

Für Vermieter und Verwaltungen ist es interessant, abschätzen zu können, wie lange ein potentieller Mieter in der Wohnung verbleibt. Die im Rahmen unserer Analyse errechneten Umzugswahrscheinlichkeiten nach Alter, Geschlecht und Nationalität können in solchen Fällen als Erwartungswerte hinzugezogen werden. Die Durchschnittswahrscheinlichkeit eines Umzugs für eine 25-jährige Frau mit Schweizer Pass liegt beispielsweise bei 27.3%, diejenige für einen 50-jährigen Mann ohne Schweizer Pass dagegen bei nur 12.5% (Abb. 38). Zusätzlich zeigt das Beispiel Bern, wie eine detaillierte Analyse auf Gemeindeebene wichtige Hinweise für die Planung, den Kauf oder die Vermietung eines Wohngebäudes liefern kann.

**Abb. 43: Bei Umzügen bleiben viele im selben Gemeindetyp**

Umzugsströme zwischen verschiedenen Gemeindetypen ohne Umzüge innerhalb derselben Gemeinde, absolute Zahlen in Tausend

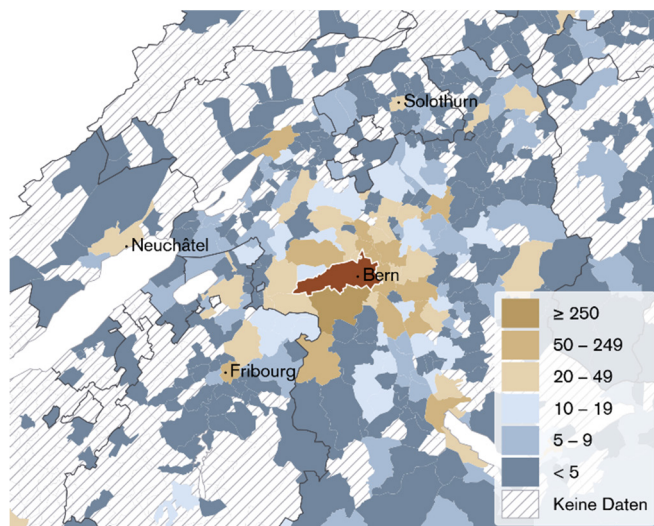


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 2021

**Abb. 44: Die wichtigsten Einzugsgebiete der Stadt Bern**

Anzahl Umzüge nach Bern



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, Geostat Letzter Datenpunkt: 2021



# Zwischenspur der Nachfrage

**Die sehr gute Arbeitsmarktlage des letzten Jahres bescherte der Nachfrage am Schweizer Büromarkt ein Zwischenhoch. Wegen der markanten weltweiten Wirtschaftsabkühlung dürfte die Flächennachfrage jedoch künftig deutlich an Dynamik verlieren.**

**Totalbeschäftigung auf Rekordniveau**

Obwohl sich das Beschäftigungswachstum bereits in der 2. Jahreshälfte 2022 abzukühlen begann, blieb es doch bis in den Spätherbst auf einem überdurchschnittlichen Niveau von 2.4% gegenüber dem Vorjahresquartal. Die bis Jahresende anhaltend tiefe Arbeitslosigkeit widerspiegelt ebenfalls einen überraschend starken Arbeitsmarkt, von dessen Impulsen die Nachfrage auch im laufenden Jahr noch zehren kann.

**Bürobeschäftigung mit solidem Wachstum**

Für die Büroflächennachfrage ist weniger die allgemeine Beschäftigung als vielmehr die Entwicklung der Bürobeschäftigung von Bedeutung. Generell steigt deren Anteil in Folge der zunehmenden Digitalisierung in allen Branchen stetig, sodass sie üblicherweise stärker wächst als die Gesamtbeschäftigung. Weil sich jüngst jedoch vor allem Branchen von der Corona-Krise erholten, die weniger bürolastig sind, wuchs die Bürobeschäftigung mit 2.4% für einmal nur im Gleichschritt mit derjenigen in der Gesamtwirtschaft.

**Homeoffice ist gekommen, um zu bleiben**

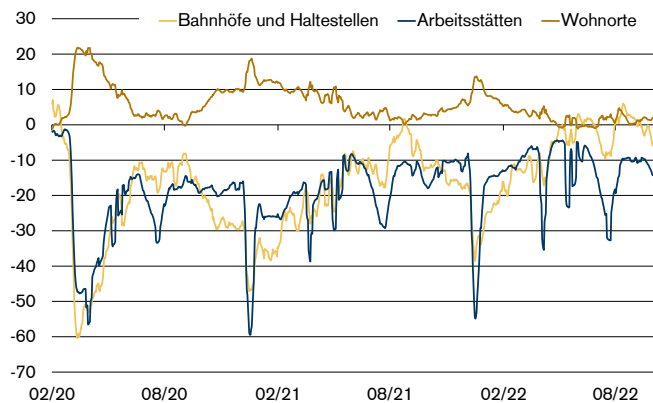
Obwohl viele Firmen im Zuge der Aufhebung der Corona-Massnahmen ihre Zurückhaltung bei der Anmietung neuer Flächen abgelegt haben, hinterlassen hybride Arbeitsformen und insbesondere das Homeoffice ihre Spuren. Dies zeigt sich deutlich in den Mobilitätsdaten der Schweiz (Abb. 45). Die Frequentierung der Schweizer Arbeitsstätten lag nämlich auch im Herbst 2022 noch um knapp 10% unter dem Vorkrisenniveau. Im gegenwärtig von Fachkräftemangel geprägten Umfeld bieten viele Unternehmen flexible Arbeitsmodelle an, um als Arbeitgeber attraktiv zu bleiben. Homeoffice bleibt damit ein ernst zu nehmender Faktor, der die Belegungsraten in den Büros reduziert, den Trend zum Desk Sharing stärkt und dadurch die Flächennachfrage mindert.

**Zwischenhoch vor der erwarteten Abkühlung**

Trotz dieser Einschränkung haben Nachholeffekte und das starke Beschäftigungswachstum vorübergehend eine sehr dynamische Zusatzfrage nach Büroflächen ausgelöst. Etliche Firmen konnten nicht mehr länger warten und haben zusätzliche Flächen angemietet. Für das letzte Jahr gehen wir von einer hohen Zusatznachfrage von insgesamt 840'000 m<sup>2</sup> aus. Im Zuge der durch den Ukraine-Krieg ausgelösten wirtschaftlichen Verwerfungen wird sich das Wachstum jedoch abschwächen und damit auch zu einer Abkühlung am Arbeitsmarkt führen. Da der Zenit auf dem Stellenmarkt überschritten ist, rechnen wir für das Jahr 2023 mit einer Stabilisierung der Zusatznachfrage nach Büroflächen auf einem klar tieferen Niveau von nur noch rund 130'000 m<sup>2</sup> (Abb. 46).

**Abb. 45: Mobilitätsdaten Schweiz**

Gleitender 7-Tage-Durchschnitt; 0 = Referenzwert vor der Pandemie

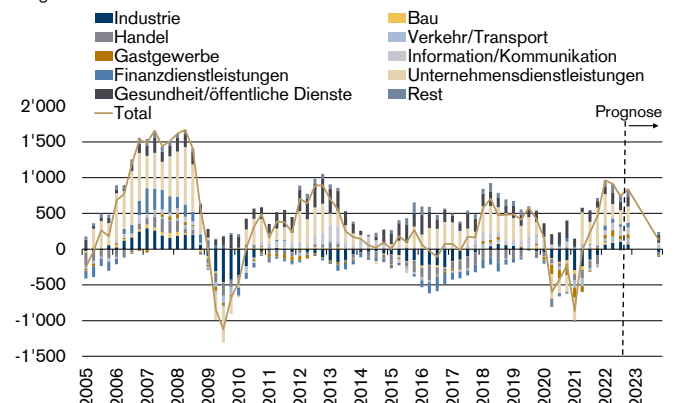


Quelle: Google

Letzter Datenpunkt: 15.10.2022

**Abb. 46: Zusatznachfrage nach Büroflächen**

Geschätzte Zusatznachfrage im Vergleich zum Vorjahresquartal in 1000 m<sup>2</sup>; Prognosen für 4. Quartal 2022 und 2023



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Letzter Datenpunkt: Q3/2022

# Homeoffice bremst Absorption

**Angesichts des kräftigen Beschäftigungswachstums müsste das ausgeschriebene Flächenangebot eigentlich klar sinken. Indessen können wir in den minutiös aggregierten Daten zu den öffentlich angebotenen Flächen nur einen moderaten Rückgang ausmachen. Dies bedeutet, dass der Trend zum Homeoffice den Flächenbedarf zwar nicht übermässig, aber doch spürbar reduziert.**

## Wie stark beflügelt das Beschäftigungswachstum die Absorption?

Das unerwartet kräftige Beschäftigungswachstum, das seit Mitte 2021 mit der Erholung von der COVID-19-Pandemie einhergeht, hat zu einer spürbaren Belebung der Nachfrage nach Büroflächen geführt. Viele Flächennachfrager, die während der Pandemie eher zögerlich agierten, konnten plötzlich ihre Mietentscheide nicht mehr länger hinauszögern und mussten handeln. Mit der Erholung von der Corona-Krise begannen sich auch die Büros wieder zu füllen, sodass die Angst vor leeren Büros zunehmend schwand. Meldungen über Vermietungserfolge begannen sich zu häufen, und die Mieter spürten, dass sie an gewissen Orten zugreifen mussten, um am Ende nicht mit leeren Händen dazustehen. Im Zuge dieser Entwicklung wuchs auch die Hoffnung, dass bei den während der Pandemie erneut gestiegenen Angebotsquoten eine Trendwende eintreten könnte.

## Flächenangebot sinkt, aber nur geringfügig

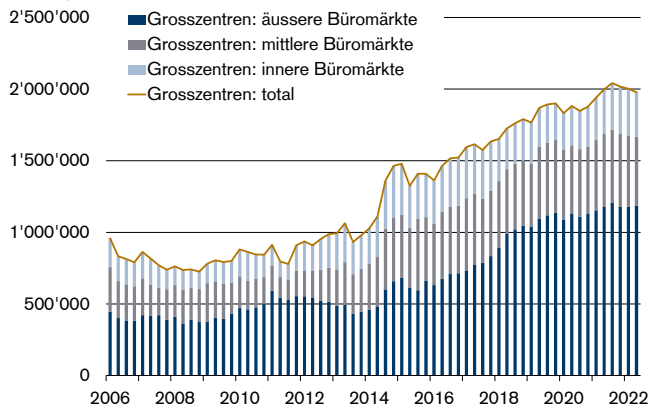
Diese Vermutung hat sich als richtig erwiesen: 54% der ausgeschriebenen Flächen von über 1000 m<sup>2</sup> konnten ihr Angebot innerhalb der letzten zwölf Monate tatsächlich reduzieren, was sich in einer seit drei Quartalen sinkenden Angebotsquote äussert (Abb. 47). Der Rückgang der Angebotsquote ist jedoch nicht sehr ausgeprägt. Dem ist so, weil neben Neubauvorhaben, deren Flächen frühzeitig ausgeschrieben werden, an anderer Stelle neue Bestandsflächen auftauchen, deren Mieter gekündigt haben und die wieder vermietet werden sollen. Die verfügbaren Flächen reduzieren sich damit nur partiell und verlagern sich teilweise von einem Objekt zum anderen. Die – angesichts der Nachfragedynamik und des Beschäftigungswachstums – nur mittelmässige Absorption lässt folglich darauf schliessen, dass der Trend zum Homeoffice die Flächennachfrage reduziert hat.

## Weiter wachsende Diskrepanz zwischen Zentrum und Peripherie

Während das Flächenangebot in den Central Business Districts (innere Büromärkte) im Vorjahresvergleich nur geringfügig sank und in den angrenzenden Stadtteilen (mittlere Büromärkte) um einige Prozentpunkte zurückging, nahm es in den Vororten der Grosszentren weiter zu (Abb. 48). Dazu trugen insbesondere die Märkte Genf und Basel bei. Die These, dass innerstädtische Lagen aufgrund des Trends zu flexiblen Arbeitsmodellen bessere Absorptionschancen haben, scheint sich damit zu bestätigen. Da sich neue Bauvorhaben zudem verstärkt auf die äusseren Büromärkte konzentrieren, öffnet sich die Schere weiter. Die Vermarktung von Büroflächen gestaltet sich also in den einzelnen Märkten sehr unterschiedlich – je nachdem, ob man sich im Kern oder an den Rändern des jeweiligen Büromarktes bewegt.

**Abb. 47: Büroflächenangebot in den Grosszentren**

Summe der quartalsweise (im Internet) ausgeschriebenen Flächen (Bestand und Neubau), in m<sup>2</sup>

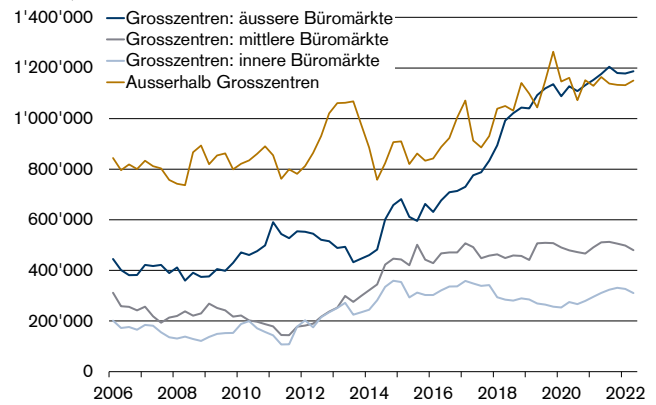


Quelle: Credit Suisse, Meta-Sys

Letzter Datenpunkt: Q2/2022

**Abb. 48: Büroflächenangebot in der Schweiz**

Summe der quartalsweise (im Internet) ausgeschriebenen Flächen (Bestand und Neubau), in m<sup>2</sup>



Quelle: Credit Suisse, Meta-Sys

Letzter Datenpunkt: Q2/2022

# Verhaltene Neubautätigkeit

**Die Neubaugesuche und -bewilligungen für Büroobjekte bleiben schweizweit unter dem langfristigen Mittelwert. Gleichzeitig zeigen die Umbaugesuche einen Trend nach oben, was auf energetische Sanierungen sowie notwendige Anpassungen an die Arbeitswelt der Zukunft hindeutet.**

## Neubaugesuche und -bewilligungen zeigen wenig Dynamik

Während sich die Nachfrage nach Büroflächen rasch vom pandemiebedingten Einbruch erholt hat, bleiben die Investoren bezüglich Neubauvorhaben im Bürosektor zögerlich. In den vergangenen zwölf Monaten wurden Büroflächen mit einem Investitionsvolumen von nur CHF 1'710 Mio. bewilligt (Abb. 49). Obschon dieser nominale Wert im Vergleich zum vergangenen Jahr eine gewisse Erholung anzeigt, liegt er doch um substantielle 11% unter dem langjährigen Mittel seit 1995. Ebenso notieren die Baugesuche um knapp 13% unter dem langjährigen Mittel. Unter Berücksichtigung der gestiegenen Baukosten liegt die geplante reale Flächenausweitung sogar noch klarer unter dem Langfristmittel. Einerseits ist die Unsicherheit bezüglich des zukünftigen Flächenbedarfs aufgrund hybrider Arbeitsmodelle nach wie vor nicht vollständig ausgeräumt, was die Neubautätigkeit bremst. Andererseits sind die höheren Finanzierungskosten und die Bauteuerung einem höheren Investitionsvolumen nicht zuträglich.

## Demgegenüber hat sich die Umbautätigkeit belebt

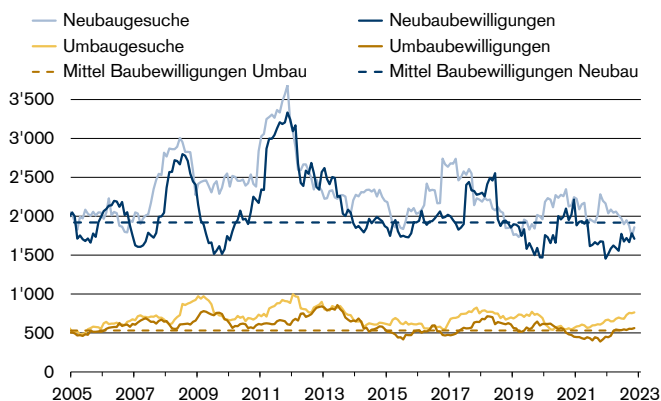
Die geplanten Investitionen für Büroumbauten waren im Zuge der COVID-19-Pandemie rückläufig, die diesbezüglichen Volumen haben sich seit Anfang 2022 jedoch wieder einigermaßen erholt. Die Umbaubewilligungen der letzten zwölf Monate übertrafen mit CHF 563 Mio. das durchschnittliche Niveau der letzten 27 Jahre (CHF 532 Mio.) nur moderat. Derweil liegen die Volumen der Umbaugesuche um deutliche 23% über dem langfristigen Mittel. Dies kann durch mehrere Faktoren erklärt werden: Erstens gewinnen energetische Sanierungen angesichts der massiven Nebenkostenteuerung zunehmend an Bedeutung. Zweitens führen hybride Arbeitsmodelle dazu, dass alte Büroräumlichkeiten an die veränderten Bedürfnisse angepasst werden müssen. Und drittens werden bei drohenden Büroleerständen und gleichzeitiger Bauland- und Wohnungsknappheit zunehmend auch Umnutzungen als Massnahme in Betracht gezogen.

## Geringe Bautätigkeit in den meisten Gross- und Mittelzentren

Die einzelnen Büromärkte der Mittel- und Grosszentren sind in Abbildung 50 dargestellt. Die vertikale Achse zeigt die künftig erwartete Flächenausweitung im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt. Mit Ausnahme von Lausanne liegen die Flächenausweitungen in allen Grosszentren unter dem langjährigen Mittel. Auch in den meisten Mittelzentren bewegt sich die Planungstätigkeit auf tiefen Niveaus. Diese Zurückhaltung der Investoren trägt zur Verbesserung der Marktsituation bei, zumal steigende Angebotsquoten in den vergangenen Jahren meist eng mit einer überdurchschnittlichen Bautätigkeit verknüpft waren. Es dürften sich daher in den nächsten Quartalen in den meisten Büromärkten keine allzu grossen Ungleichgewichte aufbauen.

**Abb. 49: Geplante Ausweitung von Büroflächen**

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

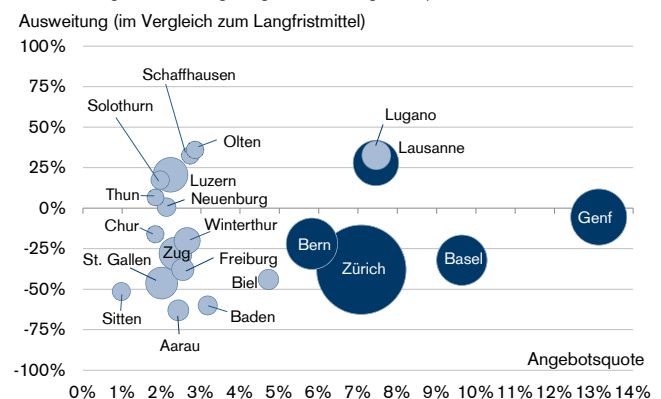


Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 11/2022

**Abb. 50: Ausweitung und Angebot in den Gross- und Mittelzentren**

Kreisumfang: Büroflächenbestand; Ausweitung: Baubewilligungen der letzten fünf Jahre im Vergleich zum langfristigen Mittel; Angebotsquote in % des Bestands 2020



Quelle: Credit Suisse, Meta-Sys, Baublatt

Letzter Datenpunkt: 06/2022

# Gestärkt in den Abschwung

**Der nachfrageseitige Zwischenspurts infolge der guten Arbeitsmarktlage macht sich auf den Büroflächenmärkten der Schweizer Grossstädte in sinkenden Leerständen und steigenden Abschlussmieten bemerkbar.**

## Leerstände sinken wieder

Dank der wirtschaftlichen Belebung erholen sich die Büromärkte in den Zentren von den Einschnitten der COVID-19-Pandemie. Die Leerstände sind in allen Regionen, in denen die Zahlen erhoben wurden<sup>6</sup>, gesunken (Abb. 51). Zum Teil waren die Rückgänge aber gering, wie beispielsweise in der Region Lausanne (-2%) und im Kanton Neuenburg (-1%). Dort, wo grössere Rückgänge zu verzeichnen waren, wie etwa in Genf (-16%) und den beiden Basel (-14%), dürfte die Entwicklung angesichts der steigenden Angebotsquoten in beiden Märkten nicht zwingend nachhaltig sein. Das höhere Angebot dürfte sich dort mit gewisser Verzögerung auch in den Leerständen niederschlagen. Insgesamt bleibt das Volumen aller gemessener Leerstände auf einem relativ hohen Niveau – und der nächste Abschwung zeichnet sich bereits ab.

## Mietpreise legen deutlich zu

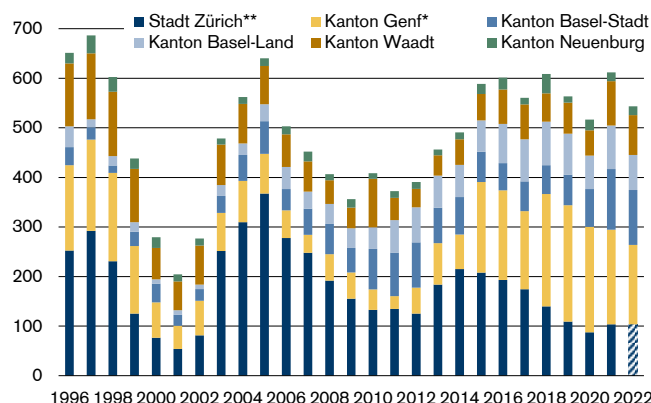
Die beiden Grosszentren Lausanne und Zürich, die neben einer robusten Beschäftigungsentwicklung auch eine Abnahme der Angebotsquoten verzeichneten, liegen auch beim Mietpreiswachs-tum vorn (Abb. 52). In Lausanne stiegen die Mieten letztes Jahr mit 7.1% deutlich stärker als im Durchschnitt der Schweizer Grosszentren (+4.4%). Das zweithöchste Mietpreiswachstum zeigte die Stadt Zürich (+4.5%). Mit Werten von über 3.0% verzeichneten aber alle Grosszentren ein kräftiges Wachstum der Abschlussmieten. Das deutliche Plus in den Städten lässt sich wohl dadurch erklären, dass viele Unternehmen für qualitativ hochwertige, energieeffiziente und zentrale Flächen – auch in Hinblick auf einen künftig möglicherweise geringeren Flächenbedarf – eine höhere Zahlungsbereitschaft zeigen. Sonderkonditionen, die sogenannten Incentives, sind in diesen Zahlen aber nicht berücksichtigt, und die Vertragsabschlüsse spiegeln lediglich den erfolgreichen Teil der Angebote wider. Der durchschnittliche Rückgang der Angebotsmieten um 2.6% im Vorjahresvergleich macht derweil deutlich, dass die Situation mit Blick auf die Gesamtheit der aus-geschriebenen Flächen eine andere ist.

## Aussichten divergieren je nach Qualität und Lage

Das aktuell starke Beschäftigungswachstum dürfte zumindest noch bis nächstes Jahr für eine leb-hafte Flächennachfrage sorgen. Die zunehmende Etablierung flexibler Arbeitsmodelle wird jedoch auch längerfristig Spuren hinterlassen und die Vermarktungssituation anspruchsvoller machen. Dies gilt besonders für Flächen an peripheren Lagen, für energetisch ineffiziente Bestandsflächen und für Objekte mit starren Grundrissen, die eine Anpassung der Räumlichkeiten an neue Arbeits-formen erschweren. Auch angesichts der anstehenden konjunkturellen Abkühlung rechnen wir da-her mit einem Anstieg der Leerstände ausserhalb der Zentren. An zentralen Lagen dürften die Leerstände dagegen weiter zurückgehen. Bei den Mieten (Abschlussmieten und Angebotsmieten zusammenge-nommen) gehen wir von einer Seitwärtsbewegung aus.

**Abb. 51: Büroleerstände**

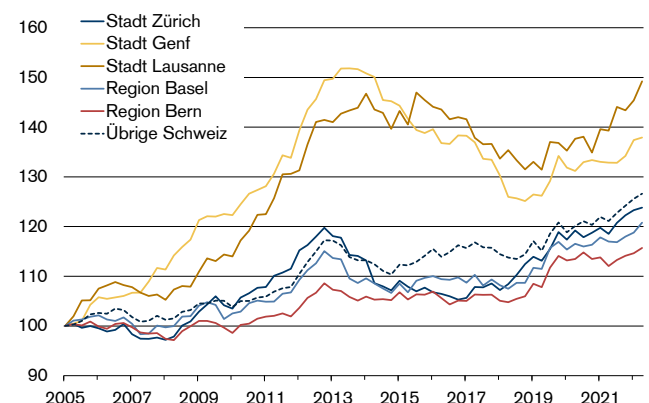
Leer stehende Büroflächen per 1. Juni, in Tausend m<sup>2</sup>



Quelle: Diverse statistische Ämter, Credit Suisse      Letzter Datenpunkt: 06/2022

**Abb. 52: Regionale Büromietpreise**

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



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse      Letzter Datenpunkt: Q2/2022

<sup>6</sup> Die Stadt Zürich hat 2022 keine Leerstände kommerzieller Immobilien veröffentlicht. In Bern wurde die Statistik eingestellt. \*In Abb. 51 ist der Wert für Genf für 2020 interpoliert. \*\* Der Wert von Zürich entspricht dem des Jahres 2021, um einen Gesamtvergleich zu ermöglichen.

# Arbeiten zu Hause, Wohnen im Büro

**Angesichts des knappen Wohnraums in den Städten und zuweilen leerer Büros wären Umnutzungen eine logische Schlussfolgerung. Diese sind jedoch nicht ohne Weiteres umsetzbar: Zunächst muss die Umnutzung zonenkonform sein. Dann gilt es, die baulichen Knacknüsse zu lösen und vor allem die hohen Investitionskosten über höhere Erträge wieder einzuspielen. Kein einfaches Unterfangen.**

**Zahlreiche Voraussetzungen müssen erfüllt sein**

Damit leere Büros in Wohnungen umgenutzt werden können, gilt es zunächst die obligaten zonenrechtlichen Abklärungen zu treffen und zu prüfen, ob sich der Standort für eine Wohnnutzung eignet, z.B. in Bezug auf die Lärmbelastung oder die vorhandene Infrastruktur. Wenn planungsrechtlich und standortspezifisch nichts gegen eine Umwidmung spricht, stellt sich als nächstes die Frage, ob sich die Büroimmobilie baulich für eine Umwandlung in Wohnraum eignet. Je nach den statischen Gegebenheiten lassen sich Aussen- und Innenwände nicht beliebig verschieben. Brand- und Schallschutz stellen insbesondere bei älteren Gebäuden grössere Herausforderungen dar, und die verwendeten Materialien entsprechen bei diesen den heutigen Normen in vielen Fällen nicht mehr. Zu erwähnen ist auch der Denkmalschutz, der Umbauten oft zusätzlich erschwert.

**Hohe bauliche Hürden**

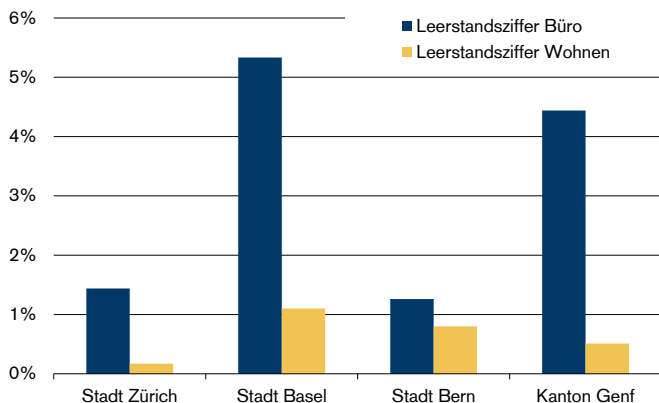
Unabhängig vom Alter des Bestandsgebäudes bedürfen der Aussenbezug und die Erschliessung bei der Umnutzung von Büro- zu Wohngebäuden einer neuen Lösung. Bürogebäude weisen beispielsweise häufig eine Raamtiefe auf, die für eine Belichtung zu Wohnzwecken kaum ausreichend ist. Massnahmen wie die Reduzierung von Fensterbrüstungshöhen oder der Anbau von Balkonen können den Aussenbezug stärken. Da Wohnüberbauungen viel kleinteiligere Einheiten umfassen, muss auch die Erschliessung anders gelöst werden, was oft zusätzliche Treppenhäuser erfordert und zumeist die vermietbare Fläche reduziert. Gleiches gilt für die sanitäre Infrastruktur, da Küchen und Bäder deutlich mehr Platz benötigen als die wenigen Schächte, die bei Bürogebäuden für die Versorgung von Teeküchen und Sanitärbereichen erforderlich sind.

**Rentabilisierung ist entscheidend**

Als zentrales Problem erweist sich mehrheitlich die Rentabilität, da die Baukosten einer Umnutzung zumeist über der Hälfte derer von Neubauten liegen, sodass die erwarteten Erträge der neuen Wohnungen diejenigen der Büronutzung deutlich übertreffen müssen. Folglich wurden in der Vergangenheit insbesondere Objekte mit hohen und vor allem hartnäckigen Leerständen umgenutzt. Wenn kaum Aussicht auf ein Mindestmass an Mieterträgen besteht, beissen die Eigentümer eher in den sauren Apfel einer Umnutzung. Es entstehen dann meist Eigentums- oder Mietwohnungen im hochpreisigen Segment. Daher ist der Standort des Projekts entscheidend, müssen doch durch die Wohnnutzung nicht nur die Leerstände erheblich reduziert, sondern auch die Mieten deutlich über diejenigen einer Büronutzung angehoben werden. Diese Voraussetzungen machen Umnutzungen trotz zum Teil hoher Büroleerstände und Wohnungsknappheit extrem herausfordernd. Sie werden deshalb zwar vereinzelt umgesetzt, dürften aber kaum zu einem Massenphänomen werden.

**Abb. 53: Leerstände bei Büros deutlich höher als bei Wohnungen**

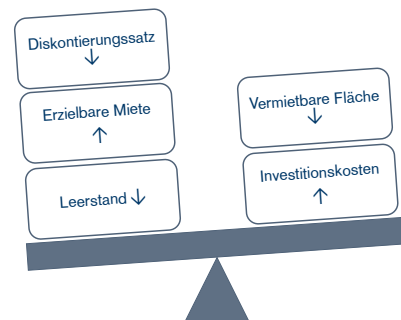
Leerstandsziffern für Büro und Wohnen in ausgewählten Zentren



Quelle: Diverse regionale statistische Ämter, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse  
 Letzter Datenpunkt: 06/2021

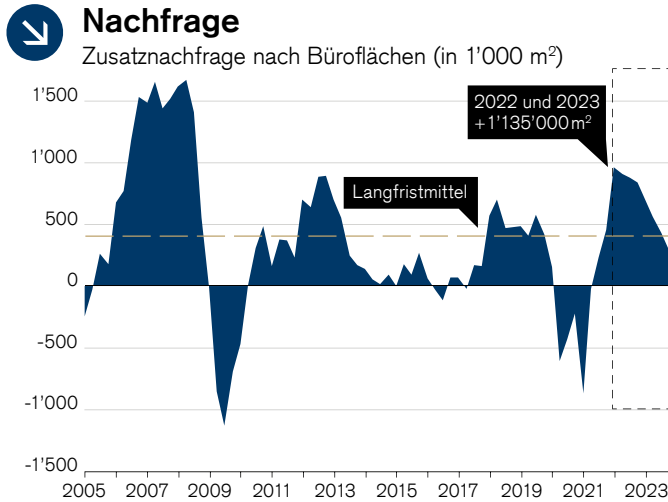
**Abb. 54: Ökonomische Einflussfaktoren von Umnutzungen**

Schematische Darstellung für die Umnutzung von Büros zu Wohnungen

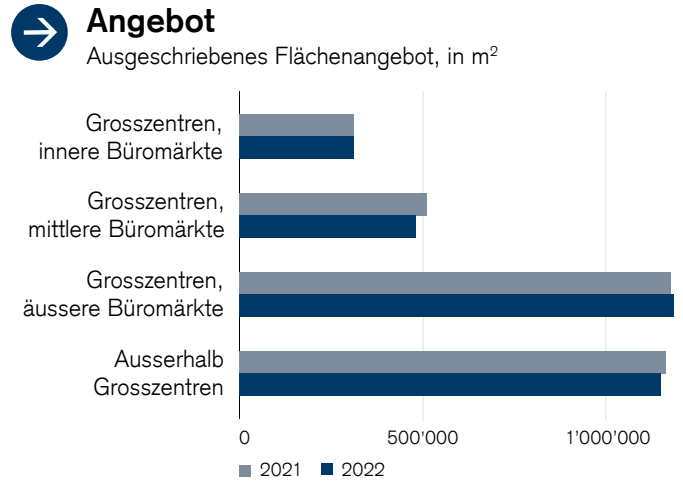


Quelle: Credit Suisse

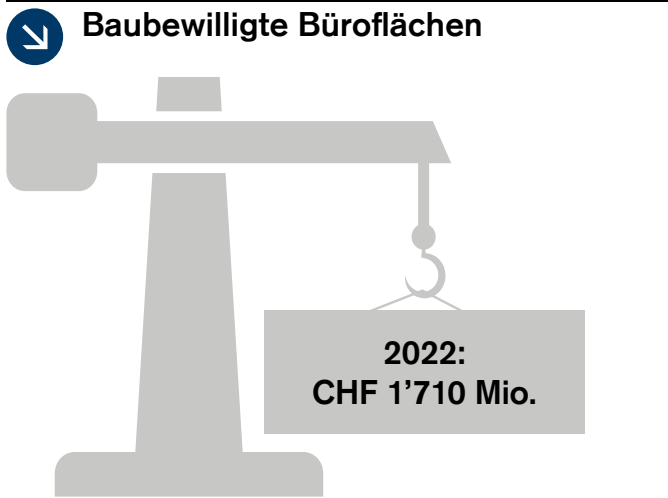
# Abkühlung folgt auf das Zwischenhoch von 2022



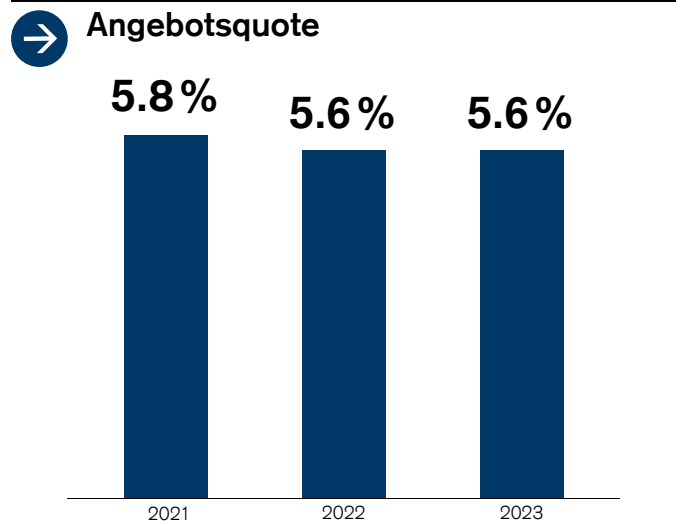
2023: Nachfrage flacht aufgrund der wirtschaftlichen Abkühlung ab, dürfte aber positiv bleiben



2023: Angebotsgefälle zwischen Zentrum und Peripherie akzentuiert sich weiter

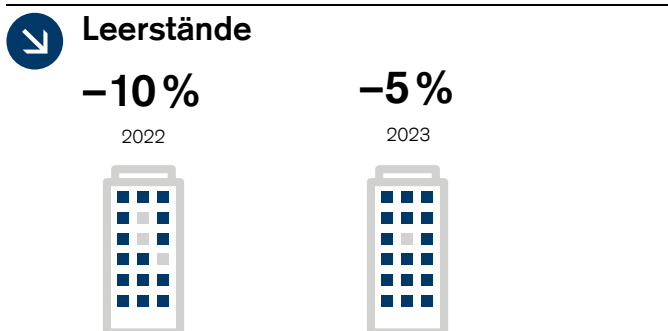


Baubewilligte Büroflächen um 11% unter langjährigem Mittel

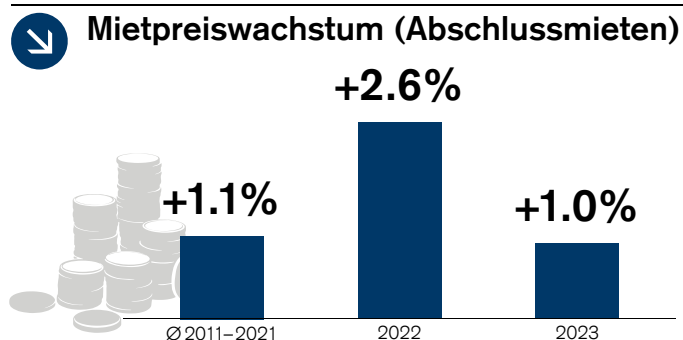


Tendenziell höhere Angebotsquoten in Regionen mit zuletzt hoher Ausweitung

2023: Anhaltende Zurückhaltung der Investoren verhindert übermässig steigende Angebotsquoten



2023: Weiterer Rückgang der Leerstände an zentralen Lagen, Anstieg ausserhalb



2023: Geringeres Wachstum der Abschlussmieten

# Kampf der Rating-Konfusion

**Weil sich die Standards beim nachhaltigen Investieren erst allmählich herausbilden, ist die Verwirrung gross. Die Vielzahl der Initiativen und Ratings scheint in umgekehrt proportionalem Verhältnis zum tatsächlichen Fortschritt bezüglich Nachhaltigkeit zu stehen. Entscheidend wäre ein auf Kennzahlen basierender Fokus auf das Klima und die Transparenz – ein Ansatz, den der Non-Profit-Verein REIDA konsequent verfolgt.**

## Verzettelung statt Fokus

Soll ein Vorhaben torpediert werden, sorgt man auf möglichst vielen Nebenkriegsschauplätzen für Aktivismus, um damit vom Hauptvorhaben abzulenken. Die Bekämpfung des Klimawandels schien lange dieser Logik zu folgen, obwohl hier wohl weniger ein bewusster Wille zur Ablenkung vorherrschte als vielmehr die schiere Not, die sich aus fehlenden Daten und einer folglich fehlenden Orientierung ergab. Die Verbreitung der Kriterien für Umwelt, Gesellschaft und Unternehmensführung (ESG) leistet diesem Trend zusätzlich Vorschub. Dieses sehr breit abgesteckte Konzept für verantwortungsvolles Investieren hat eine Unzahl von Ratings und Bewertungssystemen hervorgebracht, die sich in Bezug auf Fokus, Zielsetzungen und Zielgruppen stark voneinander unterscheiden. Die Unterschiede im Immobilienbereich sind beispielsweise so gross, dass sich die Ratings nur mit Mühe in einer Übersichtsgrafik darstellen lassen.<sup>7</sup> Anwendern und Nutzern dieser Ratings ist es ohne vertiefte Kenntnis der Rating-Methodik nicht möglich, die Ergebnisse korrekt zu interpretieren, geschweige denn, aus ihnen einen Nutzen zu ziehen.

## Weniger wäre mehr

Etliche Ratings umfassen mehrere Dutzend Indikatoren, sodass letztlich nicht mehr klar ist, was sie überhaupt ausdrücken wollen. Der Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB), ein Benchmarking-Verfahren, das sich im Immobilienbereich weltweit durchgesetzt hat, besteht beispielsweise aus über 90 Indikatoren und aggregiert diese zu einem Gesamtscore. In der Folge etablierte sich eine ganze Beratungsindustrie, um Immobilieninvestoren dabei zu unterstützen, bessere Ratings zu erzielen. Da etliche Ratings nicht nur die Nachhaltigkeitsperformance bewerten, sondern auch die Organisation selber, bieten sich Teilnehmern viele Möglichkeiten, ihr Rating zu verbessern, ohne dass ein Nachhaltigkeitsgewinn resultiert. Fragwürdig ist auch, dass Ratings wie z.B. GRESB nur Verbesserungen honorieren, nicht aber absolute Topwerte an sich.

## Mangelnde Präzision der Ratings

Eine gewisse Berühmtheit haben Untersuchungen erlangt, welche die ESG-Ratings der bekanntesten Rating-Provider miteinander verglichen und dabei grosse Abweichungen feststellen konnten.<sup>8</sup> Die Korrelationen lagen in der Bandbreite von 0.38 bis 0.71, wobei ein Wert von 1 eine vollständige Übereinstimmung und ein Wert von 0 keinerlei Zusammenhang der Ratings unterschiedlicher Provider bedeutet. Der nur mittelmässige Zusammenhang verdeutlicht die Schwierigkeit der Erfassung von Nachhaltigkeit mittels Ratings. Hauptgrund für die Abweichungen sind unterschiedliche Methoden der Rating-Berechnung (56%), Unterschiede bei der Abgrenzung der gemessenen Faktoren (38%) sowie Unterschiede bei der Gewichtung verschiedener Attribute (6%).

## Fokus tut Not

Der Economist hat dies im Juli 2022 auf den Punkt gebracht und darauf hingewiesen, dass die drei Buchstaben ESG die Welt nicht retten werden.<sup>9</sup> Das wohl gut gemeinte Vorhaben, Kriterien für verantwortungsvolle Investitionen bereitzustellen, setze den Unternehmen widersprüchliche Ziele und lenke von der lebenswichtigen Aufgabe der Bekämpfung des Klimawandels ab. Das Magazin identifizierte drei fundamentale Probleme von ESG: Erstens erhalten Investoren keine kohärente Wegleitung dazu, wie sie angesichts der Vielzahl von Zielen Zielkonflikte bewältigen sollen – etwa zwischen solchen ökologischer und sozialer Natur. Zweitens löst ESG das Problem der Fehlanreize nicht, die umweltschädlichem Verhalten oftmals zugrunde liegen. Drittens hat ESG ein Daten- bzw. Messproblem. Der Economist plädiert deswegen für ein Entbündeln dieser drei Buchstaben und für einen klaren Fokus auf den Buchstaben E, also das Umweltthema. Doch damit nicht genug: Die angesehene britische Zeitschrift will sogar allein die Treibhausgasemissionen in den Vordergrund stellen, weil der Klimawandel mit Abstand das Nachhaltigkeitsproblem mit der grössten Dringlichkeit ist.

<sup>7</sup> Miriam Kittinger, Marie Seiler (2022). Nutzen und Grenzen von ESG-Ratings. Schweizer Personalvorsorge 11/2022.

<sup>8</sup> Florian Berger, Julian Kölbel, Roberto Rigobon (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. Universität Zürich.

<sup>9</sup> The Economist (21.07.2022): ESG should be boiled down to one simple measure: emissions.

## Transparenz ist die Lösung

Ein solcher Fokus lohnt sich auch für die Immobilienbesitzer. Können sie nachweisen, dass sie einen gewichtigen Beitrag zur Begrenzung der Klimaerwärmung leisten, stehen sie automatisch weniger im Schussfeld. Gelingen kann dies mittels Transparenz zu den zentralen Umweltkennzahlen. Dazu braucht es keine beratungsintensiven Ratings, sondern ganz einfach transparente Schlüsselkennzahlen, etwa zum absoluten Energieverbrauch und zu den Treibhausgasemissionen der Liegenschaften. Real Estate Investment Data Association (REIDA), ein Schweizer Non-Profit-Verein für das Pooling von Immobiliendaten, will diesem Ansatz zum Durchbruch verhelfen und hat – getreu seinem Motto «Wissen statt Glauben» – einen Standard für die Ermittlung der wichtigsten umweltrelevanten Kennzahlen im Immobilienbereich erarbeitet. Diese Stossrichtung scheint vielversprechender, denn mangels Vergleichbarkeit von Ratings und Labels wachsen die Transparenz- und Offenlegungspflichten immer mehr. So haben im zweiten Halbjahr 2022 die Branchenverbände AMAS und KGAST Selbstregulierungen veröffentlicht, die ihre Mitglieder u.a. dazu verpflichten oder diesen zumindest empfehlen, Nachhaltigkeitskennzahlen auszuweisen.

### REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmarking

## Transparente und einheitliche Berechnungsmethodik

Damit dies gelingt, müssen die berechneten Kennwerte nachvollziehbar und vergleichbar sein, wozu wiederum eine einheitliche Datengrundlage und eine identische Berechnungsweise unabdingbar sind. Der Teufel steckt bekanntlich im Detail, und auch einfache Kennzahlen können auf unterschiedliche Weise berechnet werden. Daher können sich für ein identisches Beispielfortfolio aus Liegenschaften CO<sub>2</sub>-Intensitäten ergeben, die um ein Vielfaches auseinanderliegen – je nachdem, welche Berechnungsmethodik angewendet wird.<sup>10</sup> Unterschiede entstehen beispielsweise durch unterschiedliche Abgrenzungen (welche Scopes?), andere Arten von Referenzflächen oder unterschiedliche Treibhausgasemissionsfaktoren. Im Auftrag von REIDA hat daher iccon, eine Tochterfirma von Amstein + Walthert, eine sehr detaillierte Berechnungsmethodik entwickelt, um in dieser Hinsicht einen Standard zu setzen. Denn die Branchenverbände empfehlen zwar, Kennzahlen auszuweisen, sagen aber wenig darüber, wie dies zu geschehen hat. Weil die Transparenz zudem ein wichtiges Element der Vergleichbarkeit ist, hat REIDA sämtliche methodische Aspekte offengelegt.<sup>11</sup> Nur so werden die umweltrelevanten Kennzahlen verschiedener Immobilienanlageprodukte miteinander vergleichbar, und – noch wichtiger – nur so können Erkenntnisse dazu gewonnen werden, wie sich die Emissionen effizient in die gewünschte Richtung lenken lassen.

## Was wird gemessen?

Im REIDA-Benchmarking werden für die teilnehmenden Anlageprodukte (Portfolios) alle umweltrelevanten Kennzahlen für die Betriebsphase von Immobilien ausgewiesen, die für die Berichterstattung gemäss den Branchenverbänden AMAS und KGAST erforderlich sind. Sie werden auf Stufe Liegenschaft ermittelt und zu Kennzahlen auf Stufe Portfolio sowie für den Benchmark über alle Portfolios hinweg aggregiert. Die Auswertungen des Jahres 2022 umfassen direkte und indirekte Verbräuche (Scope 1 bzw. Scope 2). Auf den Einbezug von Scope 3, d.h. vor allem der mieterseitig eingekauften Energie (u.a. Mieterstrom) wurde vorerst noch verzichtet. Es ist jedoch das Ziel, die Methodik laufend zu verfeinern und künftig auch die vom Mieter eingekaufte Energie einzubeziehen.

## Wie wird gemessen?

Am REIDA-Benchmarking 2022 haben insgesamt 36 Immobilienportfolios von acht verschiedenen Unternehmen teilgenommen. Die beurteilten Portfolios umfassen 3984 Liegenschaften im Bestand, die knapp 23 Mio. m<sup>2</sup> Energiebezugsfläche abdecken. Erfasst und bilanziert werden nur real gemessene Verbrauchswerte. Dies stellt einen grossen Unterschied zu anderen Erhebungen, wie beispielsweise PACTA 2022 dar, bei denen vielfach keine Verbrauchsdaten vorliegen und die daher zumeist mit berechneten Werten (Schätzungen auf Basis von Richtgrössen) operieren. Die Energiedaten werden von REIDA als genügend erachtet, wenn die vom Eigentümer eingekaufte Energie vollständig deklariert wird und die Messperiode mindestens drei Monate innerhalb des Reporting-Jahres liegt. Der Ersatz von fehlenden Daten mit Werten aus dem Vorjahr ist folglich nicht zulässig. Mit diesen Bestimmungen setzt REIDA hohe Anforderungen an die Datenqualität, folgt damit aber dem Grundsatz, dass nur tatsächlich gemessene Energieverbräuche die Realität abbilden können.

## Wichtige Kenngrösse Abdeckungsgrad

Als Grundgesamtheit werden im REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark nur «fertige Bauten» berücksichtigt. Gebäude, die sich noch im Bau oder in einer Gesamtsanierung befinden, werden also von der Erhebung ausgeschlossen. Dasselbe gilt für Transaktionen, weil bei Neuzugängen im Portfolio zunächst die Messsysteme aufgebaut bzw. harmonisiert werden müssen. Das Benchmarking erfolgt anhand der Energiebezugsflächen aller fertigen Bauten, für die der Energieverbrauch gemessen wird. Mit dem Abdeckungsgrad wird spezifiziert, wie gross der Anteil dieser Flächen an den Energiebezugsflächen aller fertigen Bauten ist. Im Durchschnitt beträgt der Abdeckungsgrad 83.1 %.

<sup>10</sup> Miriam Kittinger, Marie Seiler (2022). Nutzen und Grenzen von ESG-Ratings. Schweizer Personalvorsorge 11/2022.

<sup>11</sup> www.reida.ch (CO<sub>2</sub>-Benchmark/Dokumentation)



Die Hälfte aller Portfolios erzielt Abdeckungswerte zwischen 65% und 93% (Abb. 55). Der Abdeckungsgrad gibt Auskunft darüber, für welchen Anteil des Portfolios das Resultat Gültigkeit hat. Das beste Portfolio im Benchmarking schafft einen Abdeckungsgrad von 100%. Das schlechteste erzielt nur 10%, die Ergebnisse sind folglich nicht repräsentativ für dieses Portfolio. Weil anzunehmen ist, dass moderne Gebäude über eine bessere Datenlage verfügen und zudem eine bessere Energiebilanz aufweisen, dürften Portfolios mit tieferen Abdeckungsgraden tendenziell besser abschneiden. Diese Tendenz wird durch die Daten bestätigt (Abb. 56). Für einen aussagekräftigen Vergleich zweier Portfolios müssen demnach nicht nur ihre Energiekennzahlen verglichen werden, sondern auch ihre Abdeckungsgrade. Eine Analyse der Jahresberichte von kotierten Immobilienfonds durch pom+Consulting hat etwa ergeben, dass nur 25% derselben quantitative Angaben zum Abdeckungsgrad enthielten.<sup>12</sup>

## Benchmarking-Resultate und deren Einordnung

### Energieverbrauch

Zwecks besserer Vergleichbarkeit werden die Energieverbräuche von Liegenschaften im Verhältnis zur Energiebezugsfläche ausgedrückt, was dann als Energieintensität bezeichnet wird. Der mittlere Energieverbrauch im REIDA-Benchmarking-Portfolio beläuft sich auf 97.4 kWh/m<sup>2</sup> Energiebezugsfläche (Abb. 55). Die Bandbreite liegt zwischen 59 und 146 kWh/m<sup>2</sup>. Für Portfolios am unteren Rand der Werte dürften Spezialsituationen verantwortlich sein – z.B. wenn Single Tenants viel Energie selbst einkaufen, was gemäss aktueller Methodik in der Energiekennzahl noch nicht berücksichtigt wird. In einer Online-Umfrage der Universität Lausanne, die 66 Portfolios von institutionellen Investoren mit gut 31 Mio. m<sup>2</sup> Gebäudefläche analysiert hat, wurde für das Bezugsjahr 2020 ein vergleichbarer Wert von 105.5 kWh/m<sup>2</sup> Energiebezugsfläche ausgewiesen.<sup>13</sup>

### Anteil erneuerbarer Energie

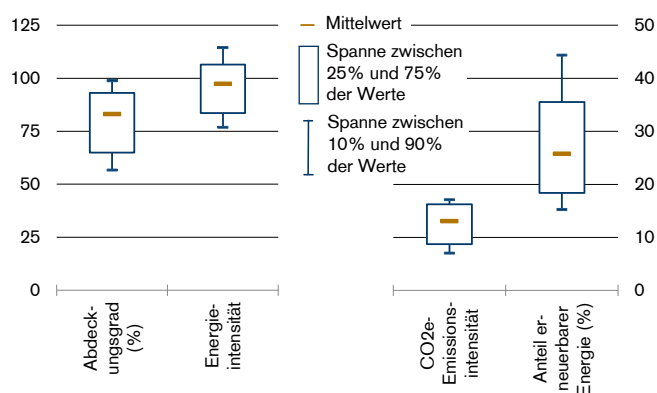
Der Anteil der erneuerbaren Energie beträgt im REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmarking im Durchschnitt 25.8%. Die Hälfte der teilnehmenden Portfolios liegt in einer Bandbreite von 18% bis 36% (Abb. 55). In der Erhebung PACTA 2022 fällt der Anteil erneuerbarer Heizsysteme mit 30% höher aus, obwohl PACTA nur Scope 1-Emissionen misst. Der höhere Wert kann darauf zurückgeführt werden, dass sich die Kennzahl bei PACTA 2022 lediglich auf die Heizsysteme bezieht, wogegen REIDA präziser den Anteil der tatsächlich verbrauchten Energie als Basisgrösse wählt.

### Treibhausgasintensität

Im Durchschnitt betragen die Treibhausgasemissionen der Portfolios, die am REIDA-Benchmarking teilgenommen haben, 13.1 kg CO<sub>2</sub>-Äquivalente pro m<sup>2</sup> Energiebezugsfläche. Das Benchmarking berücksichtigt neben Kohlendioxid auch alle anderen Treibhausgase, wie z.B. Methan oder Lachgas, und berechnet daraus CO<sub>2</sub>-Äquivalente (CO<sub>2</sub>e). Das REIDA-Portfolio 2022 erzielt damit einen sehr guten Wert – bei einer Bandbreite zwischen 4.1 und 22.4 kg CO<sub>2</sub>e/m<sup>2</sup>. Die von der Universität Lausanne erhobene Stichprobe gelangte im Mittel zu einem Wert von 19.6 kg CO<sub>2</sub>e/m<sup>2</sup>.<sup>14</sup> Die Korrelation zwischen tiefem Energieverbrauch, d.h. tiefer Energieintensität, und tiefer CO<sub>2</sub>e-Emissionsintensität ist dabei relativ hoch, wie aus Abbildung 57 ersichtlich ist.

Abb. 55: Umweltrelevante Kennzahlen des REIDA-Benchmarkings

Energieintensität in kWh/m<sup>2</sup>, CO<sub>2</sub>e-Emissionsintensität in kg CO<sub>2</sub>e/m<sup>2</sup>

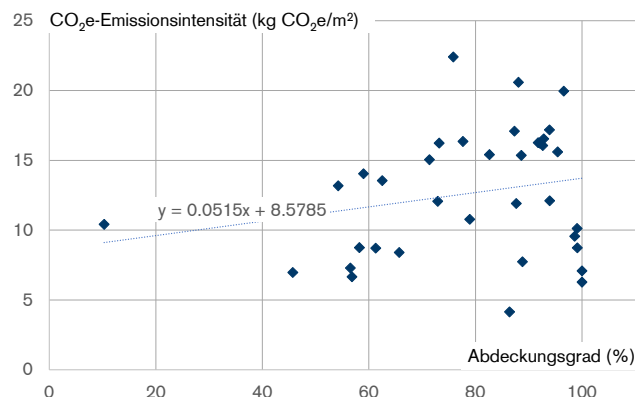


Quelle: REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

Letzter Datenpunkt: 2021

Abb. 56: Abdeckungsgrad als wichtige Zusatzinformation

Immobilien-Portfolios im REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022



Quelle: REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

Letzter Datenpunkt: 2021

<sup>12</sup> pom+Consulting (2022). Nicht alles, was grün ist, glänzt – oder etwa doch? Whitepaper.

<sup>13</sup> F. Alessandrini et al. (2022). How sustainable is Swiss real estate? Evidence from institutional property portfolios. Universität Lausanne.

<sup>14</sup> Unklare Flächenbezüge und höhere KBOB-Emissionsfaktoren dürften auch für den höheren ausgewiesenen Wert verantwortlich sein.

## Transparenter Umgang mit Unsicherheit

Die verwendeten Verbrauchs- und Emissionswerte weisen Unsicherheiten auf, die auf mögliche Fehlerquellen zurückzuführen sind (z.B. Ungenauigkeit von Messsensoren). Auch in der Berechnungsweise gibt es Fehlerquellen, etwa infolge der Verwendung von Annäherungswerten (beispielsweise bei der Umrechnung von vermietbarer Fläche auf Energiebezugsfläche) oder von erforderlichen Umrechnungen (wenn z.B. die Messperiode nicht vollumfänglich mit der Reporting-Periode übereinstimmt). Diese Unsicherheiten werden aggregiert und auf Stufe der Kennzahlen in Form eines Unsicherheitsbereichs ausgewiesen, der anzeigt, wie verlässlich die Kennzahl ist. Die Angabe des Unsicherheitsbereichs erfolgt dabei als doppelte Standardabweichung, was bedeutet, dass der tatsächliche Wert mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% im angegebenen Unsicherheitsbereich liegt. Bei der Kenngrösse der CO<sub>2</sub>e-Emissionsintensität weisen die einzelnen Portfolios Unsicherheitsbereiche von 0.3 bis zu 5.8 kg CO<sub>2</sub>e/m<sup>2</sup> auf (Abb. 58). Portfolio 11 und 12 des Benchmark Report 2022 haben beispielsweise eine ähnliche CO<sub>2</sub>e-Emissionsintensität – jedoch mit unterschiedlich grossem Unsicherheitsbereich. Damit weist das REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmarking nicht nur Kennzahlen aus, sondern es liefert zusätzlich auch Informationen zur Verlässlichkeit dieser Kennzahlen. Mittels einer höheren Datenqualität sowie einer verfeinerten Berechnungsmethodik können diese Unsicherheitsbereiche mit der Zeit verkleinert werden.

## Abweichungen zu bisherigen Kennzahlen

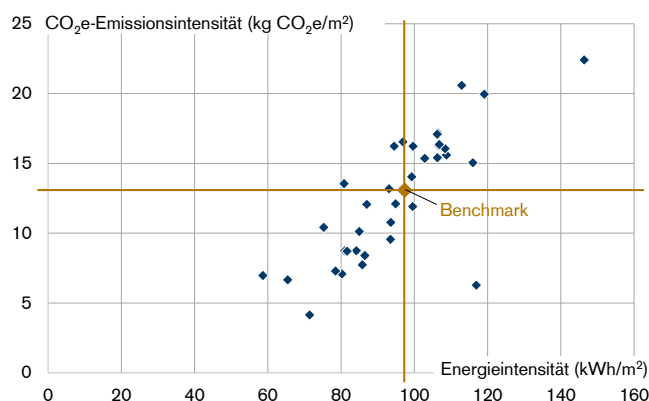
Die Ergebnisse des REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report haben bei praktisch allen Teilnehmern substantielle Abweichungen von den bisher von ihnen selber ermittelten Kennzahlen offenbart. Dies war zu erwarten, denn unterschiedliche Messverfahren und Berechnungsmethoden üben einen starken Einfluss auf die ermittelten Kennzahlen aus. Für die Abweichungen von den bisherigen Berechnungen sind hauptsächlich die folgenden Faktoren verantwortlich: 1) Die Verwendung von gemessenen anstelle von berechneten Energiedaten führt offensichtlich zu tieferen Verbräuchen, u.a. weil damit eher konservative Schätzungen hinfällig werden und weil nun plötzlich auch das Verhalten der Gebäudenutzer mitabgebildet wird. 2) Die Klimakorrektur erfolgt im REIDA-Standard gemäss dem moderneren ATD-Verfahren (akkumulierte Temperaturdifferenzen) statt auf Basis von Heizgradtagen. 3) Der Flächenbezug wird über berechnete, auf den vermietbaren Flächen basierende Energiebezugsflächen hergestellt, was mit gewissen Unschärfen verbunden ist. 4) Vorjahreswerte werden nicht als Proxywerte für fehlende Werte in der Reporting-Periode akzeptiert. 5) Die Treibhausgas-Emissionsfaktoren wurden präzisiert und aufdatiert. Bei den meisten Teilnehmern fielen dadurch die Werte eher tiefer aus als erwartet. Es handelt sich dabei nicht um ein Schönrechnen, sondern um Lerneffekte. Es ist zu erwarten, dass im Zuge weiterer Verbesserungen der Methodik und auch der Qualität der eingelieferten Daten wiederholt Revisionen der Kennzahlen notwendig werden. Die Ära des präzisen Messens hat im Bereich der Nachhaltigkeit eben erst begonnen.

## Ausblick: Erweiterung um weitere Schlüsselkennzahlen

Mit dem CO<sub>2</sub>-Benchmarking setzt REIDA einen Standard und erreicht dadurch einen Meilenstein im ESG Reporting in der Schweiz. Der Standard soll zudem nicht nur hinsichtlich Methodik und Datenqualität laufend verbessert werden, sondern mit der Zeit auch bisher noch ausgeklammerte Aspekte der ökologischen Nachhaltigkeit umfassen. Eine der wichtigsten Tendenzen wird es sein, nicht nur die Betriebsphase von Immobilien abzudecken, sondern ihren gesamten Lebenszyklus abzubilden und insbesondere das Thema der grauen Energie einzubauen. Die Emanzipation von Ratings und Zertifikaten – die ursprünglich hilfreich waren, bezüglich Transparenz und Vergleichbarkeit jedoch Grenzen haben – sowie die Hinwendung zum Ausweisen quasi nackter Kennzahlen sind damit in vollem Gange.

**Abb. 57: Energie- und CO<sub>2</sub>e-Emissionsintensität des Benchmarks**

Immobilien-Portfolios im REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

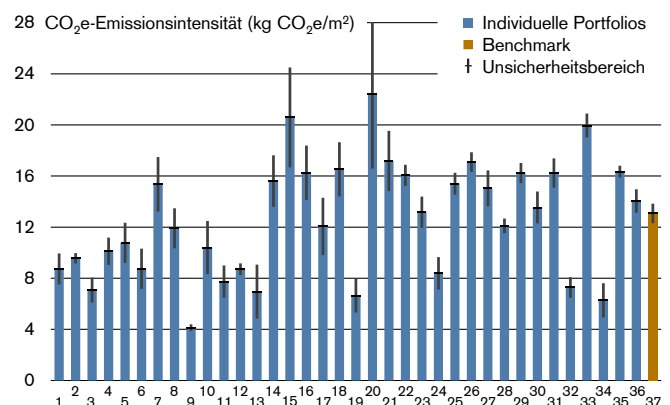


Quelle: REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

Letzter Datenpunkt: 2021

**Abb. 58: CO<sub>2</sub>e-Emissionsintensität mit Unsicherheitsbereichen**

Immobilien-Portfolios im REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022



Quelle: REIDA CO<sub>2</sub>-Benchmark Report 2022

Letzter Datenpunkt: 2021

# Betongold verliert an Glanz

**Seit der Zinswende, die 2022 ihren Anfang nahm, sind Immobilienanlagen nicht mehr alternativlos. Die positive Entwicklung der Nutzermärkte und die wirtschaftliche Stabilität der Schweiz schützen sie jedoch vor einer harten Landung.**

**Immobilien nicht länger alternativlos, ...**

Im Zuge der anziehenden Inflation und der durch die Schweizerische Nationalbank im Juni 2022 eingeläuteten Zinswende endete die Ära der Negativzinsen, die Immobilienanlagen während Jahren eine hohe Nachfrage und beträchtliche Wertzuwächse beschert hatte. Ende 2022 lag die Renditedifferenz zwischen direkten Immobilienanlagen und 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen bei nur noch 144 Basispunkten (Bp), also um rund 100 Bp unter dem langjährigen Durchschnitt (seit 1996). In der Negativzinsära von 2015 bis August 2022 hatte sich diese Renditeprämie im Mittel noch auf 363 Bp belaufen. (Abb. 59).

**... sie bieten jedoch einen gewissen Inflationsschutz**

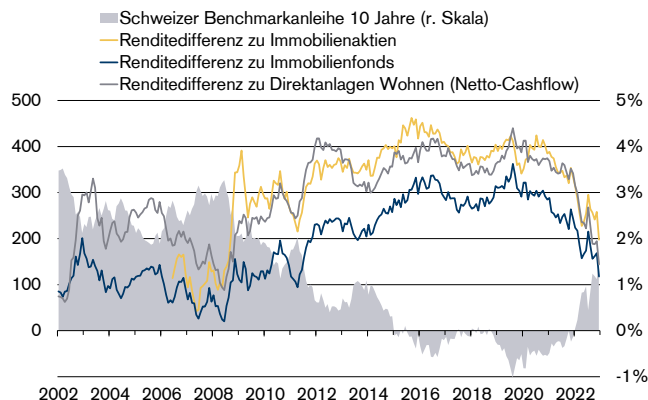
Den Nimbus der Alternativlosigkeit haben Immobilienanlagen somit verloren. Das Ausmass des Rückgangs der Renditeprämien dürfte ihren Attraktivitätsverlust jedoch überzeichnen. Denn Immobilienanlagen bieten im Gegensatz zu Anleihen einen gewissen Inflationsschutz, weil ihre Mieterträge teilweise (Wohnimmobilien) oder sogar weitgehend (Geschäftsimmobilien) an den Konsumentenpreisindex gekoppelt sind. Abhängig von den Inflationserwartungen eines Anlegers und den Überwälzungsmöglichkeiten ist der reale Rückgang der Renditedifferenz folglich um einiges geringer, als obige Zahlen suggerieren. Ein Attraktivitätsverlust von Immobilienanlagen lässt sich indes nicht wegdiskutieren.

**Vergleichsweise robuster Transaktionsmarkt**

Trotz geringerer Attraktivität präsentierte sich der Schweizer Transaktionsmarkt vor allem in der 1. Jahreshälfte 2022 noch relativ robust, wobei die Preise weiter zulegten. Der Transaktionspreisindex für Mehrfamilienhäuser von Wüest Partner deutet jedoch darauf hin, dass sich dieser Preisauftrieb im 2. Halbjahr abschwächte (Abb. 60). Zwei Faktoren dürften bisher stärkere Korrekturen verhindert haben: Erstens herrschte in der Vergangenheit ein signifikanter Nachfrageüberhang, der zuerst abgebaut werden muss. Zweitens zeigt sich die Schweizer Wirtschaft äusserst robust, und dank Knappheit in den Nutzermärkten ist insbesondere im Wohnsegment mit steigenden Mieterträgen zu rechnen. Dennoch hat sich die Marktstimmung im Verlauf des vergangenen Jahres deutlich eingetrübt, was sich auch in den Preiserwartungen der Marktakteure niederschlägt (Abb. 60). Die Preisindizes, welche die Marktentwicklung meist mit einer gewissen Verzögerung erfassen, dürften daher im laufenden Jahr weiter nachgeben.

**Abb. 59: Immobilienanlagen sind nicht mehr alternativlos**

Renditedifferenz zwischen Immobilienanlagen (Ausschüttungsrendite) und Schweizer Staatsanleihen, in Basispunkten, nominal

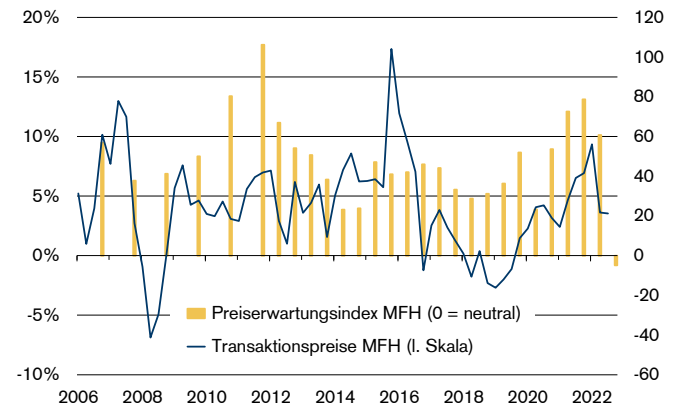


Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse.

Quelle: Refinitiv Datastream, IAZI, Credit Suisse      Letzter Datenpunkt: 12/2022

**Abb. 60: Nachlassende Preisdynamik am Transaktionsmarkt**

Transaktionspreisindex (Jahreswachstumsrate) und Preiserwartungsindex Mehrfamilienhäuser (MFH)



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

Quelle: Wüest Partner, HEV, FPRE, Credit Suisse      Letzter Datenpunkt: Q4/2022

## Bevorstehende Trendwende bei den Diskontierungssätzen

...

## ... wird durch gute Ertragsaussichten teilweise abgefedert

## Sinkende Risikoprämien ausserhalb der Zentren

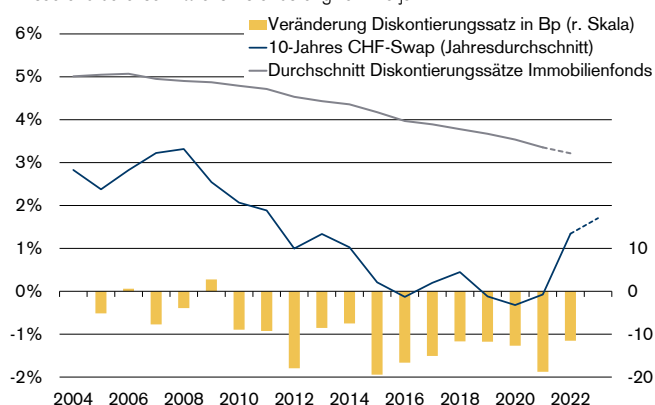
Auch die Bewertungen von Renditeliegenschaften in Bestandsportfolios trotzten 2022 der Zinswende noch weitgehend. Renditeliegenschaften werden üblicherweise mit der sogenannten Discounted-Cashflow-Methode (DCF) bewertet, bei der die Diskontierungssätze eine entscheidende Rolle spielen, indem sie den Wert zukünftiger Cashflows zum heutigen Zeitpunkt bestimmen (siehe nächste Seite). Diese Diskontierungssätze, deren kontinuierlicher Rückgang Jahr für Jahr Portfolioaufwertungen ermöglichte, sind im vergangenen Jahr in den meisten Fällen erneut gesunken, wie das Beispiel der Bewertungen kotierter Immobilienfonds illustriert (Abb. 61). Ihr Rückgang verlangsamte sich jedoch und belief sich 2022 im Durchschnitt aller Fonds auf noch 12 Bp (Vorjahr: -19 Bp). Anders als im Vorjahr verzeichneten ausserdem erste Immobilienfonds einen Anstieg ihrer Diskontierungssätze. Dies war bei drei von 23 Immobilienfonds der Fall, die ihr Geschäftsjahr zwischen März und September 2022 abschlossen. Die gestiegenen Zinserwartungen und rückläufige Preise am Transaktionsmarkt dürften jedoch dazu führen, dass steigende Diskontierungssätze im Verlauf des Jahres 2023 mehr und mehr zur neuen Realität werden und damit die Bewertungen von Renditeliegenschaften unter Druck setzen.

Diesem Druck können die Bewertungen besser widerstehen, wenn gleichzeitig der Nettomietertrag steigt (Abb. 64). Vor allem bei den Wohnrenditeliegenschaften sind die Aussichten diesbezüglich gut. Die Verknappungstendenzen im Mietwohnungsmarkt schlagen sich in steigenden Angebotsmieten nieder. Dank der für dieses Jahr erwarteten Erhöhung des Referenzzinssatzes kann zudem mit einiger Verzögerung auch ein Teil der steigenden Fremdkapitalkosten und der Inflation auf die Mieter überwältigt werden (siehe S. 27). Diese Marktentwicklung kommt auch in den Portfolios institutioneller Anleger zum Ausdruck. Bei den Wohnflächen haben sich die grösstenteils leerstandsbedingten Mietertragsausfälle innerhalb von nur drei Jahren halbiert. Sie betragen im 3. Quartal 2022 insgesamt noch 1.8% (Abb. 62). Der Rückgang betraf dabei sämtliche Gemeindetypen, fiel jedoch ausserhalb der Zentren besonders stark aus. Auch dort darf folglich mit (real) steigenden Mieterträgen gerechnet werden.

Im Unterschied zu einigen Marktbeobachtern sind wir der Überzeugung, dass es sich bei der leichten Nachfrageverschiebung aus den Zentren in die übrigen Regionen um einen Effekt handelt, der zwar durch die COVID-19-Pandemie mitverursacht wurde, diese aber deutlich überdauern dürfte. Die Gründe hierfür sehen wir in der zu langsam verlaufenden Verdichtung in den Zentren, dem damit zusammenhängenden Preisgefälle zwischen Zentren und Umland sowie dem Durchbruch der Telearbeit. Wir rechnen daher mittelfristig mit einer sinkenden Risikoprämie für gut erreichbare Standorte in den Agglomerationsgemeinden und einigen ländlichen Regionen. Allfällige Preiskorrekturen dürften hier folglich geringer ausfallen als an den Top-Lagen der Grosszentren.

Abb. 61: Trendwende bei Bewertungen steht bevor

Durchschnittlicher Diskontierungssatz der kotierten Schweizer Immobilienfonds: Niveau und durchschnittliche Veränderung zum Vorjahr

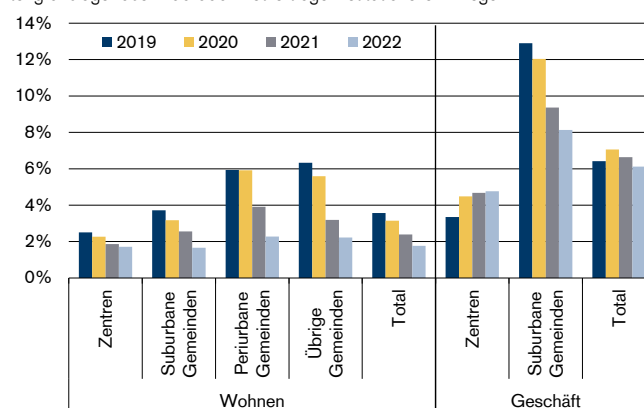


Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse.

Quelle: Refinitiv Datastream, Alphaprop, Credit Suisse  
 Letzter Datenpunkt: 22.01.2023

Abb. 62: Stark reduzierter Leerstand, bessere Ertragsaussichten

Mietertragsausfall durch Leerstand, in % der Soll-Mieten, jeweils per 3. Quartal; Datengrundlage: über 100'000 Mietverträge institutioneller Anleger



Quelle: Real Estate Investment Data Association (REIDA), Credit Suisse  
 Letzter Datenpunkt: Q3/2022

## Wie wirken sich steigende Zinsen auf die Bewertungen von Renditeliegenschaften aus?

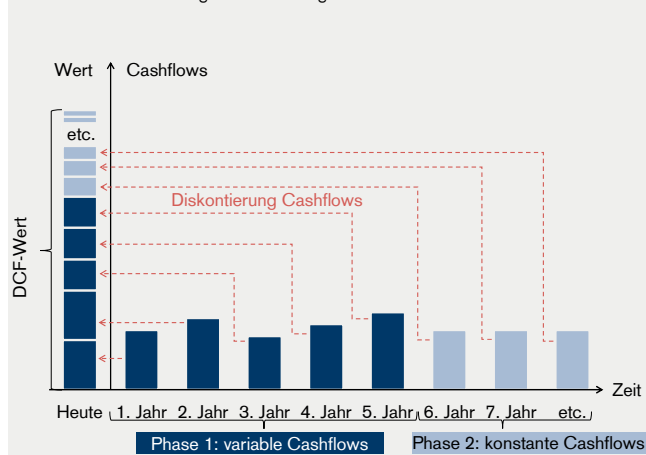
Die Liegenschaften in den Portfolios institutioneller Anleger wie Immobilienfonds oder Immobilienaktiengesellschaften werden jährlich durch externe Immobilienschätzer bewertet. Zur Anwendung kommt dabei heute sowohl bei Mehrfamilienhäusern als auch bei Geschäftsimmobiliën überwiegend die **Discounted-Cashflow-Methode (DCF)**, die auch aus anderen Bereichen wie etwa der Unternehmensbewertung bekannt ist. Dazu werden in einem ersten Schritt die freien Cashflows (Erträge abzüglich Kosten, Rückstellungen und Investitionen) für die kommenden fünf bis zehn Jahre berechnet. Für die restliche Lebensdauer wird schliesslich von konstanten Cashflows ausgegangen. Um den **DCF-Wert** (Barwert bzw. geschätzter heutiger Verkehrswert) zu ermitteln, werden die freien Cashflows schliesslich mittels eines Diskontierungssatzes auf den Bewertungsstichtag abgezinst (Abb. 63).

Diesem **Diskontierungssatz** kommt bei der DCF-Bewertung eine Schlüsselrolle zu. Je höher er ausfällt, desto weniger Gewicht erhalten zeitlich weiter entfernte Cashflows gegenüber zeitnäheren Cashflows. Nebst der Schätzung der freien Cashflows, für die Annahmen zur Entwicklung von diversen Grössen wie Mieterträgen, Leerständen und diversen Kostengrössen getroffen werden müssen, ist die Bestimmung des Diskontierungssatzes der grösste Hebel für das Resultat einer Immobilienbewertung. Dessen Herleitung ist jedoch keineswegs trivial. Vielmehr existieren dazu verschiedene Methoden, deren Anwendung mitunter von den verfügbaren Informationen abhängt.<sup>15</sup> Zwei der verbreitetsten Methoden sind das **analytische Verfahren** und das **synthetische Verfahren**. Beim analytischen Verfahren wird versucht, verfügbare Werte vergleichbarer Immobilien heranzuziehen. Grösseren Bewertungsinstituten liegen ausserdem teilweise umfassende Transaktionsdatenbanken vor, die es ermöglichen, Diskontierungssätze mittels statistischer Modelle («Hedonic Pricing») herzuleiten. Beim synthetischen Verfahren wird von einem risikolosen Basiszinssatz ausgegangen, zu dem markt-, lage- und objektspezifische Zuschläge addiert werden. Zur Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes wird etwa die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen herangezogen, wobei hier eher längerfristige Zinserwartungen als tagesaktuelle Renditen ausschlaggebend sind. Dies erklärt mitunter, weshalb Diskontierungssätze mit einer gewissen Trägheit auf Veränderungen der Marktzinsen reagieren.

Anhand einer stark vereinfachten DCF-Bewertung lässt sich illustrieren, wie sich Veränderungen der zwei zentralen Variablen Diskontierungssatz und Mietertrag auf den geschätzten Verkehrswert auswirken (Abb. 64). Ausgangspunkt bildet dabei eine Wohnrenditeliegenschaft, die unter Verwendung eines realen Diskontierungssatzes von 3.0% und eines realen Mietertragswachstums von 0% einen DCF-Wert von 100 hat. Steigt nun beispielsweise der Diskontierungssatz auf 3.5%, ergäbe sich eine Wertkorrektur um 12.5%. Würde gleichzeitig das Mietertragswachstum jedoch auf 2% steigen, betrüge die Wertkorrektur lediglich noch 2.0%.

Abb. 63: Discounted-Cashflow-Methode (DCF)

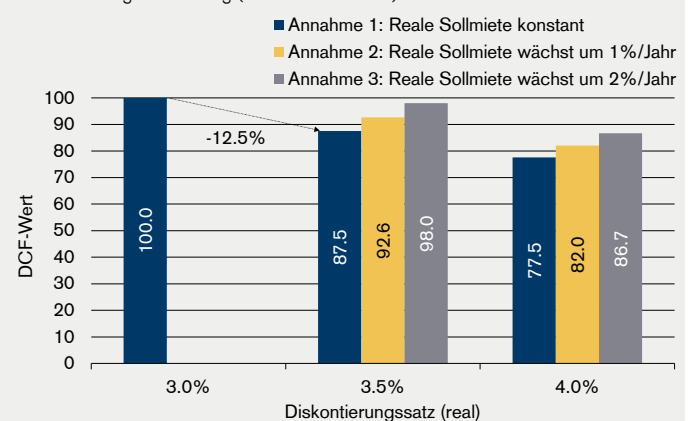
Schematische Darstellung der Bewertung mit der DCF-Methode



Quelle: Darstellung Credit Suisse in Anlehnung an Canonica (2009)<sup>16</sup>

Abb. 64: Effekt steigender Diskontierungssätzen auf den Verkehrswert

Vereinfachte DCF-Bewertung unter Verwendung konstanter marktüblicher Kosten und Ertragsausfälle und unter Berücksichtigung verschiedener Wachstumsraten für die reale Mietertragsentwicklung (ab 8. Jahr konstant)



Quelle: Credit Suisse

<sup>15</sup> Salzmann, B. (2014). Diskontierungssätze in der Immobilienbewertung, in: SIV-Infos 41, August 2014.

<sup>16</sup> Canonica, F. (2009). Die Immobilienbewertung: Schätzerwissen im Überblick, Schweizerischer Immobilienschätzer-Verband (SIV).

# Neukalibrierung nach Zinswende

**Börsenkotierte Immobilienfonds und Immobilienaktien haben 2022 heftig auf die Zinswende reagiert. Nach der Korrektur beginnt sich der Markt nun neu zu kalibrieren, und dank wieder realistischerer Bewertungen eröffnen sich neue Anlageopportunitäten.**

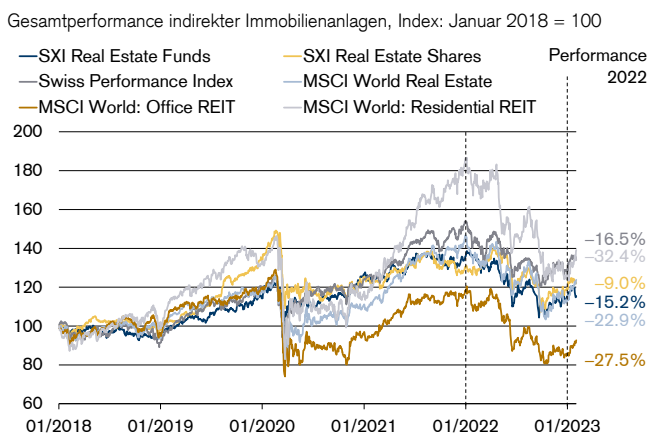
## 2022: Ein Jahr zum Vergessen

Die Zinswende hing seit Jahren gewissermassen als Damoklesschwert über den teilweise hoch bewerteten und als zinsensitiv geltenden Immobilienfonds und Immobilienaktien. Entsprechend heftig fiel die Reaktion des Marktes aus, als die Inflationsraten Anfang 2022 auch in der Schweiz kräftig stiegen und sich abzuzeichnen begann, dass die erste Leitzinsanhebung seit 2007 durch die Schweizerische Nationalbank bevorsteht. Für börsengehandelte Schweizer Immobilienanlagen war 2022 ein *Annus horribilis*. Die Gesamtpformance von Immobilienfonds seit Jahresbeginn lag zeitweise bei  $-23\%$  (Abb. 65). Der Einbruch dürfte durch institutionelle Anleger verstärkt worden sein, die sowohl in direkten als auch in indirekten Immobilienanlagen investiert waren. Durch die starken Korrekturen der gewichtigen Aktien- und Anleihenpositionen schnellten die Immobilienquoten in deren Portfolios nach oben – teilweise über die strategischen oder regulatorischen Höchstwerte hinaus. Dies zeigt sich etwa an der Immobilienquote der Pensionskassen, die mit  $25.9\%$  im 4. Quartal 2022 den höchsten Jahresendstand erreichte (Abb. 66). Gewisse Anleger dürften daher ihr Engagement in liquiden Immobilientiteln gezwungenermassen reduziert haben, was deren Kurse zusätzlich belastete.

## Schweizer Immobilien haben weniger gelitten

Immerhin setzte im Verlauf des Herbsts eine gewisse Erholung ein, sodass die Immobilienfonds das Börsenjahr 2022 mit einer Gesamtpformance von  $-15.2\%$  abschlossen (Swiss Performance Index:  $-16.5\%$ ; Abb. 65). Dennoch war 2022 für Immobilienfonds das mit Abstand schlechteste Börsenjahr seit Indexbeginn im Jahr 1995. Indessen mussten Schweizer Immobilienanleger eine deutlich geringere Korrektur hinnehmen als global investierende Immobilienanleger. Globale Immobilienaktien (bzw. Real Estate Investment Trusts (REITs)) verzeichneten 2022 eine Gesamtpformance von  $-22.9\%$ . Gar noch stärker fiel mit  $-36.6\%$  die Korrektur bei europäischen Immobilientiteln aus. Eine starke relative Performance zeigten derweil die Schweizer Immobilienaktien ( $-9.0\%$ ), die im Vergleich zu den Fonds auf tieferem Bewertungsniveau in die Abschwungphase eintraten.

**Abb. 65: Bodenbildung nach starker Korrektur bei Immobilienanlagen**

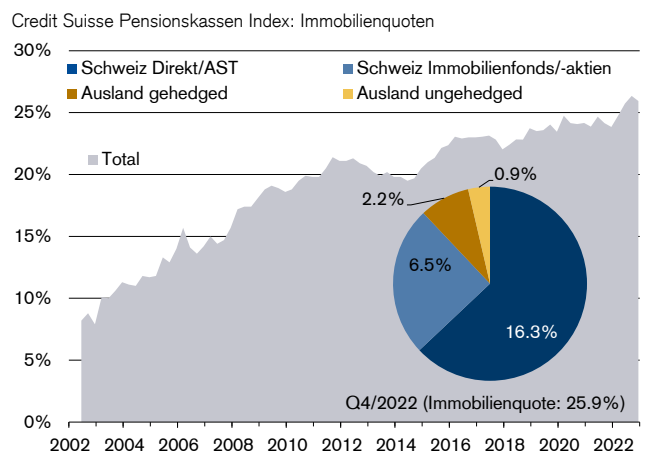


Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse.

Quelle: Refinitiv Datastream, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 01.02.2023

**Abb. 66: Immobilienquote der Pensionskassen auf Höchststand**



Quelle: Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: Q4/2022

## Outperformance der Pandemieverlierer

Auffällig ist, dass 2022 weltweit diejenigen Immobiliensegmente die geringsten Korrekturen erfuhr, die in den Jahren zuvor stark unter der COVID-19-Pandemie gelitten hatten (allen voran Hotels und Verkaufsfächen mit  $-4.6\%$  bzw.  $-10.9\%$ ). Sie profitierten am stärksten von der Bewältigung der Corona-Krise. Grössere Korrekturen mussten demgegenüber das Wohn- ( $-32.4\%$ ) und

das Logistiksegment (-29.8%) hinnehmen. Beide gehörten zu den Pandemiegewinnern, und insbesondere Logistik- und Industrieimmobilien dürfen mit einem Plus von noch immer 37.6% seit Anfang 2020 weiterhin als solche gelten. Zuletzt litten ihre Bewertungen jedoch unter dem konjunkturellen Abschwung, während für die Korrektur bei den Wohnflächen vor allem die global hohe Inflation verantwortlich sein dürfte, welche die Kaufkraft der Haushalte beeinträchtigt. In der Schweiz bestätigte sich dieses globale Bild 2022 insofern, als dass die stark in Büro- und Verkaufsflächen engagierten Immobilienaktiengesellschaften (-9.0%) und die Immobilienfonds mit Fokus Geschäftsflächen (-13.8%) die Wohnimmobilienfonds (-15.2%) hinter sich liessen.

### Einbruch der Kapitalmarkttransaktionen

Angesichts der eingetrübten Stimmung der Immobilienanleger und der Marktturbulenzen ist 2022 deutlich weniger Kapital in die verschiedenen Anlagegefässe geflossen. Bei den Immobilienfonds wurden insgesamt Lancierungen und Kapitalerhöhungen im Umfang von CHF 1.71 Mrd. durchgeführt, was einem Rückgang von über 50% gegenüber dem Vorjahr entspricht (Abb. 67). Mehrere bereits geplante Kapitalerhöhungen im Gesamtvolumen von CHF 500 Mio. wurden bis auf Weiteres verschoben, genauso wie der Börsengang (IPO) eines grossen Immobilienfonds. Auch bei den Immobilienaktiengesellschaften war wenig Aktivität am Kapitalmarkt zu verzeichnen. Insbesondere die Neuaufnahme von Fremdkapital über die Emission von Anleihen, die sich stark verteuerte, brach hier regelrecht ein (von CHF 1.7 Mrd. im Vorjahr auf noch CHF 250 Mio.).

### Prämien nach Korrektur wieder im fairen Bereich

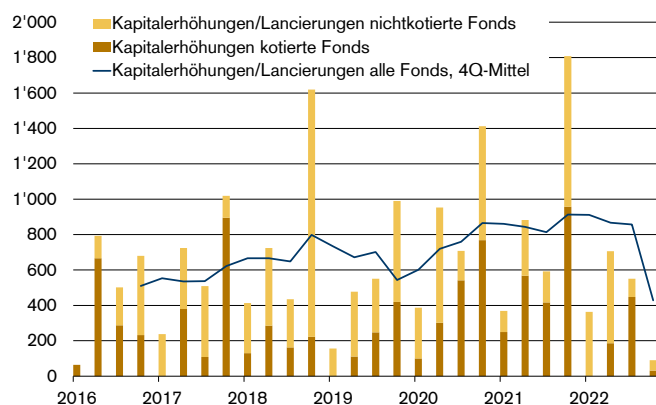
Infolge der starken Korrektur sind die an den Märkten bezahlten Aufpreise zum Nettoinventarwert bei indirekten Immobilienanlagen stark geschrumpft (Abb. 68). Bei den kotierten Immobilienfonds lagen die Agios insgesamt noch Ende 2021 bei hohen 42.5%, sie gaben jedoch im Verlauf des Jahres 2022 zwischenzeitlich auf bis 5.0% nach. Im Zuge der Erholung im Herbst 2022 konnten sie wieder zulegen, und Ende Januar 2023 belief sich das mittlere Agio wieder auf 12.7% (langjähriger Durchschnitt: 22.3%). Mit einem mittleren Agio von -1.4% vergleichsweise günstig bewertet blieben dabei auf Geschäftsimmobiliën fokussierte Fonds, von denen noch immer mehrere ein Disagio aufwiesen. Noch deutlich unter ihrem langjährigen Mittelwert von 13.0% lagen Ende Januar 2023 die Prämien von Immobilienaktien (0.9%). Nebst der stärkeren Ausrichtung auf Geschäftsimmobiliën unterscheiden sie sich auch in ihrer Finanzierungsstruktur von den Immobilienfonds, sind sie doch zu 50% durch Fremdkapital finanziert (Immobilienfonds: 27%).

### Inflationgeschützte Erträge als Plus

In den ersten Wochen des laufenden Jahres haben die kotierten Immobilienanlagen an ihre Erholungstendenz von Ende des Vorjahres angeknüpft. Angesichts der steigenden Anleihenrenditen haben Immobilienfonds und -aktien aber dennoch einiges an Attraktivität eingebüsst. Prämien auf Niveaus, wie sie vor der Korrektur im vergangenen Jahr bezahlt wurden, dürften für längere Zeit nicht mehr erreicht werden. Auch die Nettoanlagevermögen (NAV) könnten in den nächsten Jahren unter Druck geraten, weil bei der jährlichen Neubewertungen der Liegenschaftsportfolios nicht mehr automatisch eine Aufwertung resultiert. Insbesondere für Anleger mit längerfristigem Anlagehorizont hat die letztjährige Korrektur jedoch auch neue Gelegenheiten geschaffen. So generieren beispielsweise Geschäftsimmobiliënfonds bei vergleichsweise attraktiver Bewertung hohe Ausschüttungsrenditen von im Mittel 4.1% und bieten darüber hinaus einen gewissen Inflationsschutz.

**Abb. 67: Halbierung der Kapitalzufüsse innert eines Jahres**

Kapitalerhöhungen und Lancierungen bei Immobilienfonds, in CHF Mio.

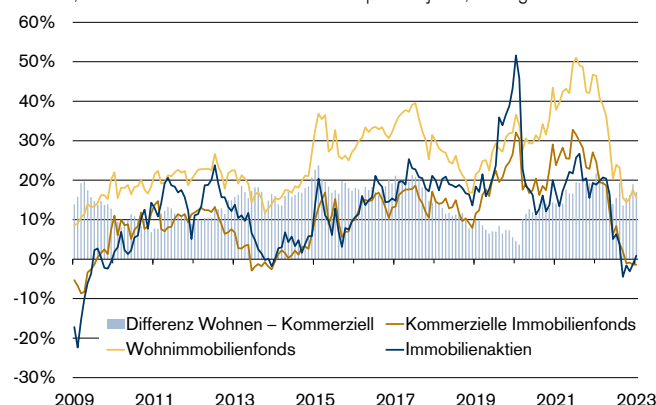


Quelle: Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 31.12.2022

**Abb. 68: Einbruch der Prämien kotierter Immobilienanlagen**

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: Refinitiv Datastream, Credit Suisse

Letzter Datenpunkt: 31.01.2023

# Markt steuert auf weiche Landung zu

## Weiche Landung dank robuster Nutzermärkte

Die vergangenen Jahre, in denen Kreditgeber Negativzinsen bezahlten und die Inflation nicht mehr zu existieren schien, waren aussergewöhnlich und dürften daher in die Wirtschaftsgeschichte eingehen. Im Gegensatz dazu sind weder die Rückkehr der Inflation im Jahr 2022 noch die steigenden Zinsen in der Schweiz aussergewöhnlich – ganz im Unterschied zu Europa oder den USA. Aus Anlegersicht ist daher auf dem Schweizer Immobilienmarkt nach nahezu paradiesischen Jahren lediglich ein Prozess der Normalisierung und nicht der Umkehr in Gang gekommen. Schmerzlich ist jedoch auch diese Normalisierung, bedeutet sie doch, dass die Zeiten, in denen sich mit überschaubaren Risiken und zu günstigsten Finanzierungsbedingungen ohne viel Zutun alljährlich stattliche Wertzuwächse in den Portfolios realisieren liessen, vorerst vorüber sind. Die teils hohen Immobilienbewertungen dürften 2023 verstärkt unter Druck geraten. Noch ist die Inflation nicht verschwunden, und der Leitzins der Schweizerischen Nationalbank könnte bis Mitte Jahr auf 1.75% steigen. Bei Renditeliegenschaften sind auf mehrere Jahre verteilte Wertkorrekturen im hohen einstelligen bis tiefen zweistelligen Bereich folglich nicht auszuschliessen. Eine hohe Nutzernachfrage, insbesondere auf dem Wohnungsmarkt, sowie wachsende Verknappungserscheinungen sollten jedoch eine weiche Landung ermöglichen.

## Zinswende erfordert Anpassungen der Anlagestrategie

Die verbreitete und in den vergangenen Jahren erfolgreiche Strategie der Konzentration auf Core-Immobilien mit Schwergewicht in den Zentren dürfte aufgrund der tiefen Cashflow-Renditen und steigender Diskontierungssätze an Attraktivität verlieren. Ein aktives Portfoliomanagement sowie eine ausgewogene regionale und sektorielle Diversifikation gewinnen im Gegenzug an Bedeutung. Bei den börsenkotierten Immobilienanlagen hat eine Korrektur bereits stattgefunden, sodass ein Einstieg zu moderaten Prämien wieder möglich ist. Da die hohen jährlichen Wertzuwächse jedoch der Vergangenheit angehören dürften, rückt die Ausschüttungsrendite wieder stärker in den Vordergrund. Derweil bietet die noch deutlichere Korrektur im Ausland, wie etwa im europäischen Markt für kotierte Immobilienanlagen, unseres Erachtens einen günstigen Einstiegszeitpunkt, um den noch immer ausgeprägten «Home Bias» in vielen hiesigen Immobilienportfolios zu reduzieren.

## Unsere favorisierten Immobilienanlagen 2023

Zusammenfassende Einschätzung der einzelnen Immobiliensegmente und bevorzugte Objekte

Segment	Generelle Einschätzung	Höchste Überzeugung
Wohnen	Dank reger Mieternachfrage und rückläufiger Bautätigkeit haben sich die Ertragsaussichten deutlich verbessert, auch in suburbanen bis ländlichen Regionen. Aufgrund der Zinserhöhungen drohen Wertkorrekturen, die jedoch von steigenden Erträgen zumindest teilweise abgedeckt werden dürften. Besonders exponiert sind hier Core-Objekte an Top-Lagen, deren Renditen keine ausreichende Risikoprämie mehr bieten.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Objekte in gut erschlossenen Gemeinden im suburbanen bis ländlichen Raum, insbesondere in der Deutschschweiz</li> <li>- Flexible, für Homeoffice geeignete Grundrisse</li> <li>- Mikroapartments, Student Housing und Co-Living in Grosszentren</li> <li>- Alterswohnungen (demografischer Wandel, sinkende Neueintritte in Alters- und Pflegeheime)</li> </ul>
Büroflächen	Der Homeoffice-bedingte Minderbedarf an Büroflächen dürfte sich konjunkturbedingt stärker bemerkbar machen. Dem sollten jedoch längerfristig die Digitalisierung und das Beschäftigungswachstum gegensteuern. Ausserdem verhindert die zögerliche Bautätigkeit ein Überschiessen des Angebots.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Flächen an zentralen Lagen mit guter ÖV-Erreichbarkeit</li> <li>- Moderne, flexible Grundrisse zur Anpassung an hybride Arbeitsmodelle mit Büros als Kommunikationszonen</li> <li>- Co-Working-Flächen an urbanen Standorten mit zugkräftigem Betreiber</li> </ul>
Verkaufsflächen	Die Normalisierung des Konsumverhaltens und des Einkaufstourismus setzt die Umsätze unter Druck. Ausserdem ist die Verlagerung auf den Onlinekanal in der Schweiz noch wenig fortgeschritten, weshalb Verkaufsflächen sowohl auf der Ertrags- als auch auf der Preisseite Korrekturen drohen.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Top High Streets in den Grosszentren</li> <li>- Urbane Shopping-Center mit hohem Gastro- und Dienstleistungsanteil</li> <li>- Kleinere Retailcenter mit starkem Food-Anker</li> <li>- Fachmärkte (insbesondere Garten- und Baumärkte)</li> </ul>
Logistik	Logistikflächen profitieren vom wachsenden Onlinehandel und von der Urbanisierung. Das Angebot ist in der Schweiz wegen der Bodenknappheit begrenzt, sodass längerfristig mit weiteren Aufwertungen zu rechnen ist.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Paket- und Distributionszentren an den Hauptverkehrsachsen mit hoher Drittverwendbarkeit</li> <li>- Kleinteilige City-Logistik-Flächen</li> </ul>
Hotel- und Gastgewerbe	Die Gastronomie und die Ferien-Hotellerie befinden sich auf Erholungskurs. Infolge der starken Bettenausweitung in vielen Grosszentren dürfte es dort jedoch länger dauern, bis die Auslastung wieder das Vorkrisenniveau erreicht.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Innovative Stadthotels mit drei bis vier Sternen, die eine urbane Klientel von Freizeitreisenden ansprechen</li> <li>- Aparthotels/ Serviced Apartments im Alpenraum mit Co-Working-Angeboten</li> </ul>

Quelle: Credit Suisse



# Zehn Fragen – zehn Antworten<sup>17</sup>

## **Wo stehen die Zinsen Ende Jahr?**

Die Zinsentwicklung im laufenden Jahr ist eng mit dem weiteren Verlauf der Inflation verknüpft. Obwohl Letztere ihren Höhepunkt in den meisten Ländern überschritten hat, dürfte eine Rückkehr zu Inflationsraten, welche die Zentralbanken als Preisstabilität definieren, längere Zeit erfordern. Auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) rechnet mit einem weiteren Rückgang der Inflation, prognostiziert aber gleichzeitig einen späteren Wiederanstieg. Um die Inflation nachhaltig auf die ursprünglichen Werte zurückzuführen, wird die SNB daher ihren Leitzins weiter erhöhen. Wir rechnen dieses Jahr im Hauptszenario mit zwei weiteren Leitzinserhöhungen im März und Juni auf letztlich 1.75%. Mittels Geldmarktoperationen wird die SNB sicherstellen, dass sich der SARON (Swiss Average Rate Overnight) ebenfalls auf diesem Niveau einpendelt. Die Rendite 10-jähriger CHF-Staatsanleihen, welche die SNB weniger direkt steuern kann, dürfte am Jahresende gegen 1.6% tendieren.

## **Ist eine SARON-Hypothek die bessere Wahl?**

SARON-Hypotheken sind dann die bessere Wahl, wenn keine oder eine nur geringe Gefahr besteht, dass die kurzfristigen Hypothekarzinsätze für eine gewisse Zeit zu überschüssigen drohen und höher zu liegen kommen als jene für Fix-Hypotheken, wie dies Anfang der 1990er-Jahre der Fall war. Da der Höhepunkt des jüngsten Inflationszyklus in der Schweiz bereits überschritten scheint und die SNB mit ihrem raschen Agieren die Inflationserwartungen zu dämpfen vermochte, rechnen wir – wenn überhaupt – nur mit einer kurzen Phase höherer SARON-Hypothekarzinsätze im Vergleich zu den aktuellen langfristigen Hypothekarzinsen. Diese Phase dürfte zu kurz ausfallen, als dass sich der Abschluss einer langfristigen Fix-Hypothek aus rein finanziellen Gründen lohnen würde. Nur wenn die Hypothekarzinsen noch über mehrere Jahre steigen würden, wäre eine Fix-Hypothek im jetzigen Marktumfeld finanziell die günstigere Wahl. Indessen sind SARON-Hypotheken nicht für alle Eigentümer geeignet, da das Restrisiko einer unerwarteten Zinsentwicklung selbst getragen werden muss, was gewisse Haushalte finanziell überfordern könnte. Genau solche Risiken können mit einer Fix-Hypothek abgesichert werden. Für Haushalte mit beschränkten finanziellen Mitteln oder mit dünnem Nervenkostüm sind Fix-Hypotheken daher vielfach die richtige Wahl.

## **Wann steigt der Referenzzinssatz ein erstes Mal?**

Die Mieten laufender Wohnverhältnisse sind in der Schweiz an den hypothekarischen Referenzzinssatz gebunden. Letzterer basiert auf einem durch die SNB ermittelten Durchschnittszinssatz aller ausstehenden Hypotheken. Da jedes Quartal nur wenige Hypotheken neu dazukommen bzw. wegfallen, verhält sich der Referenzzinssatz ausgesprochen träge. Obwohl die Marktsätze für neu abgeschlossene Hypotheken schon seit Ende 2021 steigen, hat sich der Referenzzinssatz noch nicht von seinem Tiefststand von 1.25% gelöst. Verschiedene Marktbeobachter rechneten fest mit einem ersten Anstieg im März 2023, weil infolge des Anstiegs des SARON auf 1.0% ein substanzieller Teil des gesamten Hypothekarportfolios in Bewegung geraten ist. Wir teilten diese Meinung nicht und rechnen erst für September 2023 mit einem ersten Anstieg auf 1.5%. Der zweite Anstieg auf 1.75% sollte gemäss unseren Berechnungen im Sommer 2024 folgen.

## **Wie stark steigen 2023 die Mieten?**

Die Erhöhung des Referenzzinssatzes auf 1.5% im Verlauf des Jahres 2023 erlaubt es den Vermietern, die Mietzinsen um 3% anzuheben, vorausgesetzt sie haben bisher alle Senkungen weitergegeben. Da dies auf weniger als die Hälfte der Immobilienbesitzer zutrifft, kann nur ein Teil der Vermieter höhere Zinskosten geltend machen. Laut Mietrecht können die Vermieter jedoch 40% der Inflation sowie allgemeine Kostensteigerungen auf die Mieter überwälzen. Von diesem Recht werden etliche Vermieter Gebrauch machen, falls beide Komponenten in ihrer Kombination eine Mietzinserhöhung rechtfertigen. Im Bestand erwarten wir daher insgesamt einen Anstieg der Mieten um 4%. Der Grossteil dieser Erhöhung wird aufgrund der Einhaltung mietrechtlicher Fristen erst im Jahr 2024 wirksam werden. Aufgrund der wachsenden Knappheit dürften die Marktmieten bis Jahresende ebenfalls zulegen, um zwar um schätzungsweise 3%.

## **Und die Nebenkosten?**

Weil die Nebenkosten zumeist per Ende Juni abgerechnet werden, dürften die happigen Energiepreisanstiege des letzten Jahres erst mit der diesjährigen Nebenkostenabrechnung voll auf die Mieten durchschlagen. Dies betrifft vor allem Mieter, deren Gebäude mit Öl oder Gas beheizt wer-

<sup>17</sup> Sofern dieses Material Aussagen zur Zukunft enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Sie sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse oder die zukünftige Wertentwicklung.

den. Sie werden insgesamt einen Kostenanstieg von 58% zu verdauen haben. Ein kleiner Teil davon dürfte bereits in der Abrechnung 2022 verbucht worden sein. Die Heiznebenkosten werden daher in der Abrechnung 2023 voraussichtlich um rund 40% steigen. Belastend wirken darüber hinaus die sprunghaft gestiegenen Stromkosten, die im Schnitt um knapp 30% höher ausfallen – mit grossen Unterschieden von Gemeinde zu Gemeinde.

### **Welche Bewertungskorrekturen sind bei Renditeliegenschaften zu erwarten?**

Wie von uns erwartet, waren im vergangenen Jahr in Portfolios mit direkt gehaltenen Immobilien mit wenigen Ausnahmen noch keine Bewertungskorrekturen festzustellen. Solche erwarten wir nun erstmals für das laufende Jahr. Steigende Diskontierungssätze dürften die Bewertungen unter Druck setzen. Positive Fundamentaldaten in Form sinkender Leerstände und steigender Mieten in den wichtigsten beiden Segmenten Büro- und Wohnnutzungen sollten den Bewertungsrückgang jedoch in jedem Fall mildern – genauso wie auch höhere Mieterträge dank Mieterwechseln oder Aufwertungsgewinne aufgrund einer verbesserten Positionierung von Liegenschaften durch ein professionelles Management. Derartige Faktoren dürften jedoch das Minuszeichen nicht zum Verschwinden bringen. Verteilt über zwei, drei Jahre ist eine Wertminderung von rund 10% nicht auszuschliessen.

### **Muss bei Wohneigentum auch mit einer Preiskorrektur gerechnet werden?**

Trotz sinkender Nachfrage nach Wohneigentum dürften die Preise auch 2023 steigen, allerdings mit einem Wachstum von nur knapp über null. Grund für das nochmalige Plus ist das immer noch sehr begrenzte Angebot. Ab 2024 sind aber infolge des eingetrübten Marktumfelds durchaus auch Preisrückgänge möglich, denn die Kombination steigender Zinsen mit hohen Immobilienpreisen hat schlicht zu hohe Kostenbelastungen zur Folge. Dies wiederum reduziert die Nachfrage in einem Ausmass, das früher oder später Preiskorrekturen erfordert. Wir erwarten für ein bis zwei Jahre überschaubare Preisrückgänge im tiefen einstelligen Prozentbereich, reduziert doch das anhaltend knappe Angebot die Fallhöhe. Zum Schnäppchen wird Eigentum in der Schweiz jedoch wohl auch dann nicht, zumal die Transaktionspreise von Eigentumswohnungen selbst nach dem Platzen der Immobilienpreisblase Anfang der 1990er-Jahre nur um insgesamt 13.7% nachgaben. Bei Einfamilienhäusern fiel das Minus damals sogar noch geringer aus.

### **Sinkt die Nachfrage auch im Zweitwohnungsmarkt?**

Das stark gestiegene Hypothekarzinsniveau reduziert auch die Nachfrage nach Zweitwohnungen. Das Minus fällt hier jedoch weniger stark aus als bei Erstwohnungen. Dies ist erstens darauf zurückzuführen, dass Ferienwohnungen, insbesondere solche in Top-Destinationen, durch eher vermögende Haushalte nachgefragt werden. Derartige Haushalte haben eine tiefere Zinssensitivität als Schwellenhaushalte. Zweitens können in den allermeisten Tourismusdestinationen keine neuen Ferienwohnungen mehr ohne Nutzungseinschränkungen gebaut werden. Dementsprechend stark bleiben solche Ferienwohnungen gesucht. Bei einer weiteren Marktabkühlung sind indessen auch in Tourismusdestinationen Preisrückgänge möglich, wobei nicht alle Standorte gleich stark betroffen sein werden.

### **Reduziert Homeoffice die Büroflächen-nachfrage?**

Der Durchbruch flexibler Arbeitsformen ist nur einer der Trends, die sich aktuell auf dem Büroflächenmarkt Schweiz bemerkbar machen. Daher ist die Frage nicht so einfach zu beantworten. In Anbetracht des ungemein starken Beschäftigungswachstums im Jahr 2022 und der aufgestauten Nachfrage während der Pandemie, als sich viele Unternehmen mit der Anmietung neuer Büroflächen zurückhielten, hätte der Rückgang der Angebotsquote eigentlich stärker ausfallen müssen. Sie gab lediglich von 5.8% im Jahr 2021 auf 5.6% im Jahr 2022 nach. Unternehmen scheinen daher im Vergleich zu vergleichbaren früheren Phasen diesmal eher weniger zusätzliche Flächen nachzufragen. Ein ähnliches Bild liefern die Leerstandszahlen, die in einigen Städten und Kantonen offiziell gemessen werden: Die Summe der Leerstände im Vergleich zum Vorjahr ist ebenfalls gesunken, jedoch weit weniger deutlich als in früheren Perioden mit starkem Beschäftigungswachstum. Der Homeoffice-Effekt dürfte die Absorptionskraft des Marktes noch eine Weile beeinträchtigen, bevor grundlegende Megatrends, wie etwa die Digitalisierung und Tertiärisierung der Schweizer Branchenlandschaft, unter dem Strich wieder für einen klar anziehenden Bedarf nach Büroflächen sorgen werden.

### **Lohnen sich Immobilieninvestments trotz höherer Zinsen noch?**

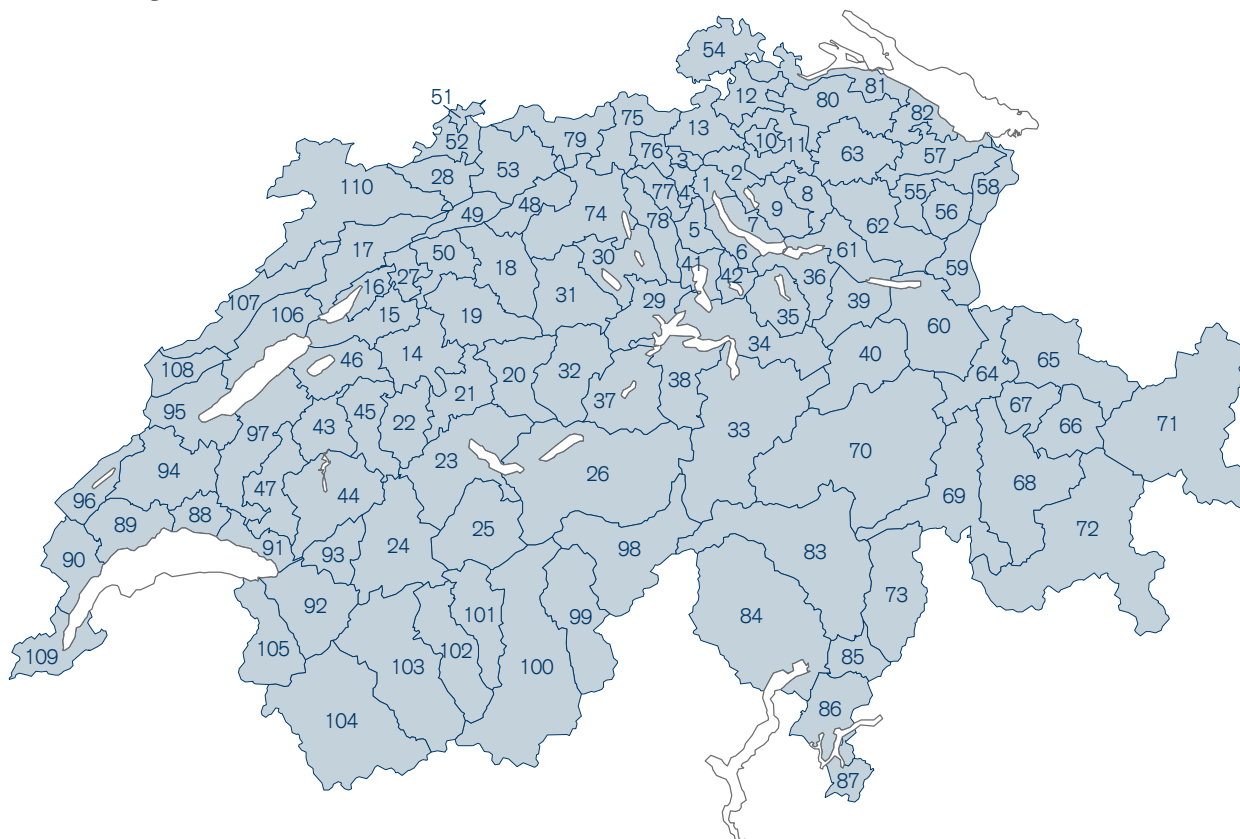
Auch nach dem Ende der ausserordentlichen Phase, in der es kein Vorbeikommen an Immobilien gab, bleiben Letztere eine attraktive Anlageklasse. Der Wohlstand eines Landes drückt sich über kurz oder lang stets in einem Wachstum der Bodenpreise aus. Die Knappheit dieses Gutes dürfte sich in der Schweiz insbesondere in den nächsten Jahren weiter akzentuieren. Infolgedessen sind Immobilien ein wichtiger Bestandteil in praktisch jedem Portfolio. Zudem gehören die noch bis im Frühling 2022 bezahlten Rekordpreise mittlerweile der Vergangenheit an und weichen allmählich wieder realistischeren Niveaus.



## 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 Knonaueramt	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 Appenzel A.Rh.	77 Mutschellen	99 Brig
12 Weinland	34 Innerschwyz	56 Appenzel I.Rh.	78 Freiamt	100 Visp
13 Unterland	35 Einsiedeln	57 St. Gallen/Rorschach	79 Fricktal	101 Leuk
14 Bern	36 March/Höfe	58 St. Galler Rheintal	80 Thurtal	102 Sierre
15 Erlach/Seeland	37 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 von Credit Suisse (CS) Investment Solutions & Sustainability 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 der CS, 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 von Investment Solutions & Sustainability 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 Schuldnern, 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 be-

schränkt 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 Solutions & Sustainability

Im Mandats- und Beratungsgeschäft der Credit Suisse (CS) ist Investment Solutions & Sustainability 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 von Investment Solutions & Sustainability können sich von denen anderer CS-Departemente unterscheiden. Ansichten von Investment Solutions & Sustainability können sich jederzeit ohne Ankündigung oder Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen.

Gelegentlich bezieht sich Investment Solutions & Sustainability 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 CS 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 Alert – Credit Update Switzerland zu entnehmen. Diese Publikationen sind auf Wunsch oder im Online Banking erhältlich. Offenlegungen sind unter [www.credit-suisse.com/disclosure](http://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 Luxembourg. Die französische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen 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, betrieben. 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 zugelassen 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 Nettvermögen 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 Anlagedienstleistungen 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 Anlageberatungsleistungen 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, Koru 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 dargestellt 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 substantziellen 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 substantziellen 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, über-



nehmen 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 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 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://investment.credit-suisse.com/re/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](mailto:dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com) (für Credit Suisse AG, HK Branch) oder [PDPO.SGD@credit-suisse.com](mailto:PDPO.SGD@credit-suisse.com) (für Credit Suisse AG, SG Branch) oder [csau.privacyofficer@credit-suisse.com](mailto: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. © 2023, 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.

23C014A\_IS

## Weitere Publikationen der Credit Suisse

---

---

### **Retail Outlook 2023**

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

**4. Januar 2023**

---

### **Bauindex Schweiz**

#### **1. Quartal 2023**

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

**22. Februar 2023**

---

### **Monitor Schweiz**

#### **1. Quartal 2023**

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

**14. März 2023**

---

### **Immobilienmonitor**

#### **2. Quartal 2023**

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

**6. Juni 2023**

**Die nächste Immobilienmarktstudie erscheint im März 2024.  
Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.**

