



# Immobilien Schweiz – 4Q 2025

Der Staat, stiller Gewinner des  
Immobilienbooms



### Herausgeber: Raiffeisen Schweiz Genossenschaft

Raiffeisen Economic Research  
Fredy Hasenmaile  
Chefökonom  
The Circle 66  
8058 Zürich-Flughafen



### Autoren

Michel Fleury  
Francis Schwartz  
Alexander Koch

[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)



### Redaktionsschluss

31.10.2025

### Weitere Raiffeisen-Publikationen

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

[Direkt-Link zur Website](#)

# Inhaltsverzeichnis

---



## **Editorial, Management Summary, Marktüberblick**

Editorial	4
Management Summary	5
Marktüberblick	7



## **Marktumfeld**

Wirtschaftliche Rahmenbedingungen	8
Zinsumfeld	9
Immobilienanlagen	10



## **Marktsegmente**

Eigentum	12
Miete	16
Büroflächen	19



## **Fokus**

Immobilien-Transaktionssteuern	20
--------------------------------	----



## **Anhang**

Gemeindetypen und Regionen	27
Verwendete Abkürzungen	28

Liebe Leserinnen und Leser

Benötigt die öffentliche Hand zusätzliche Einnahmen und erhöht deshalb die Steuern, besteht stets die Gefahr, dass steuerpflichtige Personen oder Unternehmen mit Abwanderung reagieren, um der höheren Belastung zu entgehen. Bei Immobilien stellt sich dieses Problem nicht. Sie sind untrennbar mit ihrem Standort verbunden und können nicht ausweichen. Aus steuertechnischer Sicht sind Immobilien daher eine besonders dankbare und verlässliche Einnahmequelle. Als Griechenland 2010 in die Staatsschuldenkrise schlitterte und dringend zusätzliche Mittel benötigte, erhöhte das Land als eine der ersten Massnahmen die Steuern auf Immobilien. Auch der hierzulande inzwischen abgeschaffte Eigenmietwert hatte seinen Ursprung in einem akuten Finanzbedarf des Schweizer Bundesstaates: Die unbeliebte Steuer wurde 1915 während des Ersten Weltkriegs als sogenannte Kriegssteuer eingeführt, um wegbrechende Zolleinnahmen zu kompensieren.

Immobilien unterliegen daher auch in der Schweiz einer Vielzahl unterschiedlicher Steuern und Abgaben. Und auch nach der Abschaffung des Eigenmietwerts treibt die öffentliche Hand weiterhin stattliche Steuererträge bei den Besitzern inländischer Liegenschaften ein – insbesondere über die Grundstücksgewinnsteuer. Wir widmen daher das Schwerpunktkapitel unserer Immobilienstudie den sogenannten Immobilien-Transaktionssteuern. Die Grundstücksgewinnsteuer ist insofern ein Unikum, als Privatpersonen einzig bei Immobilienanlagen einer Besteuerung der Kapitalgewinne unterliegen. In der Regel werden in der Schweiz nur Kapitalerträge besteuert, da Vermögen ohnehin bereits der Vermögenssteuer unterliegen.

Zwei Punkte sind uns bei der Analyse besonders aufgefallen. Erstens: das starke Wachstum der Immobiliensteuereinnahmen. Über Grundstücksgewinnsteuern und Handänderungsabgaben partizipieren Kanton und Gemeinden direkt an den Wertzuwächsen der Immobilienbesitzer. Angesichts der stark gestiegenen Immobilienpreise in den vergangenen zwei Jahrzehnten sprudelten auch die Steuereinnahmen. Sie leisten heute einen bedeutenden Beitrag zur Finanzierung des Staatshaushalts. Zweitens fällt auf, wie unterschiedlich die per Bundesgesetz den Kantonen vorgeschriebene Besteuerung der Kapitalgewinne aus Immobilienverkäufen ausfällt. Da Immobilien wie erwähnt nicht abwandern können, setzt der Steuerwettbewerb dieser Vielfalt für einmal kaum Grenzen.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre der Studie meines Teams.

Fredy Hasenmaile  
Chefökonom Raiffeisen Schweiz

### **Wirtschaftliche Rahmenbedingungen: Zollschock bremst Schweizer Wirtschaft**

Die Schweizer Wirtschaft wird durch die US-Zollpolitik ausgebremst. Der Geschäftsausblick, in den von den 39%-Strafzöllen betroffenen Sektoren, hat sich zuletzt wieder stärker eingetrübt und lässt den Verlust weiterer Industriearbeitsplätze erwarten. Der robuste Dienstleistungssektor und die widerstandsfähige Binnennachfrage dürften aber weiterhin eine moderate positive Wirtschaftsentwicklung ermöglichen. Unterstützung kommt derweil von der Zinsfront. Die amerikanische Notenbank bleibt bei den Zinssenkungen aufgrund der zollbedingt steigenden Preisen zwar weiter vorsichtig. In Europa hat der niedrigere Preisdruck hingegen eine stärkere Lockerung der Zinspolitik erlaubt. Dies gilt insbesondere für die SNB, die ihren Leitzins schnell bis auf Null gesenkt hat. Für weitere Senkungen und damit eine Rückkehr zu Negativzinsen liegt die Hürde allerdings deutlich höher, zumal die Geldpolitik beim aktuellen Nullniveau die Wirtschaftsentwicklung stützt. Bleibt es bei der erwarteten begrenzten Konjunkturabkühlung, dürfte sowohl der Leitzins als auch die CHF-Langfristzinsen nicht weiter sinken (Seite 8 und 9).

### **Mietwohnungsmarkt: Fehlende bauliche Impulse trotz überaus günstigem Marktumfeld**

Trotz einem für Investoren günstigen Marktumfeld bleiben bauliche Angebotsimpulse am Mietwohnungsmarkt weiterhin aus. Rückläufige 12-Monatssummen der in Baugesuchen bis Sommer 2025 gezählten Wohnungen zerschlagen die zaghaft aufgekeimten Hoffnungen auf eine bauliche Reaktion auf die seit Jahren sinkenden Leerstände. Nur die konjunkturbedingt spürbar rückläufige Zuwanderung verhindert derzeit eine noch stärkere Akzentuierung der herrschenden Wohnraumknappheit. Eine Bauoffensive wäre auch bei noch tieferem Zuwanderungsniveau dringend notwendig, um weitere Rückgänge der Leerwohnungsziffer zu verhindern und die flächendeckenden Mietpreisanstiege zum Halten zu bringen. Der sichtbare Anstieg der Baubewilligungen am aktuellen Rand wird fälschlicherweise als die ersehnte Marktreaktion auf die grossen Knappeitssignale gewertet, verkennt jedoch, dass dieser hauptsächlich auf die Region Genf konzentriert ist. Es besteht daher die Gefahr, dass zusammen mit dem etwas schwächeren Zuwanderungsdruck und einer etwas geringeren Anspannung am Mietwohnungsmarkt die nach wie vor ungelösten strukturellen Probleme bei der Wohnraumversorgung weiter verschleppt werden (Seite 16 ff.).

### **Eigenheimmarkt: Obgleich Auslaufmodell dürften die EFH-Preise weiter kräftig steigen**

Wohneigentum wird mit der Abschaffung des Eigenmietwertes noch attraktiver. Aber die Anreize, ein Eigenheim zu kaufen und damit Kosten gegenüber dem Wohnen zur Miete einzusparen, sind schon vor Umsetzung der Steuerreform sehr gross. Je nach Finanzierung beträgt der Wohnkostenvorteil für angehende Wohneigentümer aktuell bis zu einem Drittel. Doch die hohen Eigenkapital- und Tragbarkeitshürden, die viele Kaufwillige daran hindern, dieses Einsparpotenzial auch tatsächlich zu realisieren, bleiben auch nach der Reform für die grosse Mehrheit der Haushalte unverändert unüberwindbar. Mit einer grossen Zusatznachfrage und übermässigen Preiseffekten ist daher nicht zu rechnen. Trotzdem bleibt die Preisdynamik beim Wohneigentum hoch – insbesondere beim vermeintlichen Auslaufmodell Einfamilienhaus. Die im Zuge der Raumplanungsrevision erneuerten Bauordnungen lassen heute vielerorts höhere Ausnutzungen zu und heben auch andere Beschränkungen auf, die vormals dazu geführt hatten, dass auf gewissen Parzellen praktisch nur Einfamilienhäuser gebaut werden konnten. Unter dem neuen Raumplanungsregime wird diese Zweiteilung des Baulandmarktes zusehends aufgelöst. Damit befindet sich das Einfamilienhaus heute vielfach in keinem geschützten Markt mehr und steht immer häufiger in direkter Nutzungs-konkurrenz mit Mehrfamilienhäusern, wodurch sich auch deren Preiswachstum auf die Einfamili恒hausparzellen überträgt und dort zu weiter kräftig steigenden Preisen beiträgt (Seite 12 ff.).

### **Fokus Immobilien-Transaktionssteuern: Eine Cashcow der Staatsfinanzierung**

Durch die Abschaffung des Eigenmietwertes drohen dem Fiskus hohe Steuerausfälle. Allerdings treibt die öffentliche Hand auch nach der Steuerreform noch stattliche Steuererträge bei den Besitzern inländischer Immobilien ein, insbesondere über die Grundstücksgewinnsteuer. Im Gegensatz zu anderen Anlageformen werden private Liegenschaftsbetreiber nicht nur bei den Immobilienerträgen, sondern zusätzlich auch beim realisierten Kapitalgewinn steuerlich belastet. Dank der Grundstücksgewinnsteuer und diversen Handänderungsabgaben sind Kantone und Gemeinden direkt an den Wertzuwachsen der Immobilienbesitzer beteiligt. Hohe und schnell steigende Immobilienpreise haben in den letzten Jahren diese Immobilientransaktionssteuern immer stärker sprudeln lassen. Steuerbeträge von über CHF 100'000 sind heute keine Seltenheit mehr. Pro Kopf hat sich die Vermögensgewinnsteuer im Zeitraum von 2012 bis 2022 um knapp 80% erhöht. In den meisten Ständen und Kommunen machen Grundstücksgewinnsteuern und Handänderungssteuern daher einen immer grösseren Anteil des gesamten Fiskaleinkommens aus. In zwei Dritteln der Kantone liegen diese bereits zwischen 4% und 8% der Fiskaleinnahmen.

Obwohl die Besteuerung der Grundstücksgewinne in der ganzen Schweiz grundsätzlich denselben Prinzipien folgt, unterscheiden sich die kantonalen Steuersysteme in der konkreten Ausgestaltung sehr stark. Dies betrifft unter anderem die Handhabung der Anlagekosten bei längeren Haltedauern und die Definition wertvermehrender Investitionen. Bei einem typischen Einfamilienhaus, einer 30-jährigen Haltedauer und einem realisierten Grundstücksgewinn von CHF 660'000 resultiert im Durchschnitt der Kantone ein Steuersatz von 12% auf dem Gewinn. Die Bandbreite reicht bei diesem Beispielobjekt aber von bloss 2% im Kanton Genf bis zu 26% im Kanton St. Gallen. Die Besteuerung der Kapitalgewinne aus Immobilienverkäufen ist per Bundesgesetz zwar allen Kantonen vorgeschrieben, doch besitzen diese einen grossen Spielraum, der offensichtlich genutzt wird (Seite 20 ff.).

### **Büroflächenmarkt: Neue Herausforderungen am Horizont**

Der Schweizer Büroflächenmarkt sieht sich aktuell gegenläufigen nachfrageseitigen Entwicklungen ausgesetzt und entwickelt sich entsprechend wenig dynamisch. Während viele Unternehmen ihre Mitarbeiter in den letzten Quartalen vermehrt ins Büro zurückbeorderten, haben sich die konjunkturellen Aussichten im Jahresverlauf spürbar eingetrübt und das Beschäftigungswachstum ist in den klassischen Bürobranchen deutlich unter das langjährige Mittel gesunken. Die aufgehellten Perspektiven, die der Rückgang der Angebotsquoten und eine sichtbare Erholung der Angebotsmieten in den letzten Quartalen signalisierten, trüben sich daher wieder ein. Seit Jahresbeginn sind die Neumieten nicht mehr weiter angestiegen, obwohl der Neuzugang von Büroflächen weit unter den historischen Normalwerten liegt und damit von der Angebotsseite kein Preisdruck ausgeht. Ungemach droht zudem von der Techologieseite. Die rasanten KI-Fortschritte werfen grundsätzliche Fragen zur künftigen Beschäftigungsentwicklung in typischen Bürobranchen auf. Die grossen Automatisierungspotenziale am Arbeitsmarkt machen sich in den IT-Berufen bereits deutlich bemerkbar (Seite 19).

### **Immobilienanlagen: Rekordhohe Kapitalzuflüsse**

Die mit dem zurückgekehrten Tiefzinsumfeld hohe relative Attraktivität von Immobilienanlagen lässt wieder markant mehr Kapital in den Immobilienmarkt fliessen. Die Kapitalströme sind bereits grösser als zu Zeiten des «Anlagenotstands» während der letzten Jahre der Negativzinsära. Diese Entwicklung ist der heute grossen Knappheit im Wohnungsmarkt geschuldet, die geringe Leerstandsrisiken und steigende Mieterräge verspricht. Bauliche Impulse wurden dadurch bislang jedoch keine ausgelöst. Die in den Markt für Renditeobjekte fliessenden Mittel drohen angesichts der raumplanerischen Rahmenbedingungen weitgehend in Preiseffekten zu verpuffen, anstatt neue Wohnungen zu schaffen (Seite 10).

# Marktüberblick

---

## Nachfrage

---



**Bevölkerung:** Die Zuwanderung ist konjunkturbedingt weiter rückläufig. Die aufgrund der ausgedehnten Wohnraumknappheit aufgestauten Haushaltsgründungen der Inländer kompensieren einen Grossteil der migrationsbedingt geringeren Nachfrage nach Wohnungen.



**BIP:** Die Schweizer Wirtschaft wird durch die US-Zollpolitik ausgebremst. Der Geschäftsausblick in den betroffenen Industriebranchen hat sich eingetrübt. Der robuste Dienstleistungssektor und die widerstandsfähige Binnennachfrage ermöglichen aber weiter eine moderat positive Wirtschaftsentwicklung.



**Einkommen:** Die ausbleibende Einigung im Handelskonflikt mit den USA lässt den Verlust weiterer Industriearbeitsplätze erwarten. Betroffene Hersteller planen vermehrt ihre Belegschaft zu reduzieren. Die Arbeitslosenquote dürfte damit weitersteigen.



**Finanzierungsumfeld:** Aufgrund negativer Nebenwirkungen möchte die SNB Negativzinsen möglichst vermeiden. Bleibt es bei der erwarteten begrenzten Konjunkturabkühlung, dürften sowohl der Leitzins als auch die CHF-Langfristzinsen nicht mehr weiter sinken.



**Anlagen:** Steigende Mieten, sinkende Leerstandsrisiken sowie Aussichten auf Wertsteigerungen halten die relative Attraktivität von Renditeobjekten hoch. Immobilienanlagegefässe ziehen weiter grosse Kapitalströme an.

## Angebot

---



**Bautätigkeit:** Das zusätzlich in den Immobilienmarkt fliessende Kapital verpufft weitgehend in Preiseffekten anstatt neue Wohnungen zu schaffen. Die zuletzt gehegten Hoffnungen auf bauliche Angebotsimpulse haben sich nicht bestätigt.



**Leerstände:** Die Leerstände in der Schweiz sinken weiter und haben mit der 1%-Marke den tiefsten Stand seit 2013 erreicht. Auch beim tieferen Zuwanderungsniveau bleiben die Leerstände tief, da Inländer aufgeschobene Haushaltsgründungen nachholen.

## Preisausblick

---



**Eigentum:** Mit der Umsetzung der beschlossenen Abschaffung des Eigenmietwertes gewinnt Wohneigentum an Attraktivität. Die unverändert hohen Eigenkapital- und Tragbarkeitshürden lassen jedoch nur eine geringe Beschleunigung der bereits hohen Preisdynamik erwarten.



**Mieten:** Die rückläufige Zuwanderung hat die Mietpreisdynamik bei den Neumieten etwas beruhigt. Angesichts der sich ausweitenden Wohnraumknappheit ist aber weiter mit stark steigenden Angebotsmieten zu rechnen.

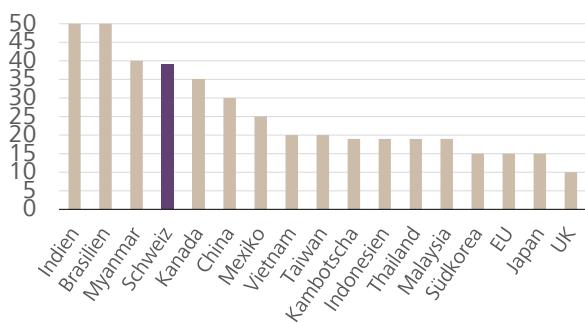
# Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

**Die Schweizer Wirtschaft wird durch die US-Zollpolitik ausgebremst. Der Geschäftsausblick, in den von den 39%-Strafzöllen betroffenen Sektoren, hat sich zuletzt wieder stärker eingetrübt und lässt den Verlust weiterer Industriearbeitsplätze erwarten. Der robuste Dienstleistungssektor und die widerstandsfähige Binnennachfrage dürften aber weiterhin eine moderate positive Wirtschaftsentwicklung ermöglichen.**



## «Reziproke» US-Importzölle

In % nach Handelspartner

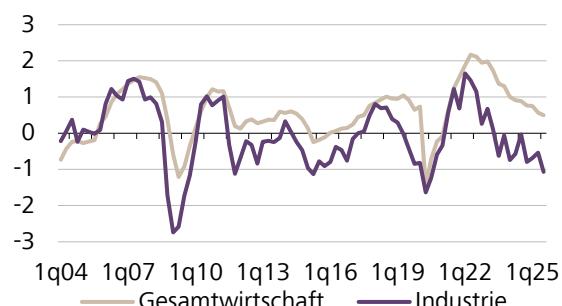


Quelle: Center for Global Development, Raiffeisen Economic Research



## Schweizer Arbeitsmarkt

KOF-Beschäftigungsindikator (0 = langfr. Durchschnitt)

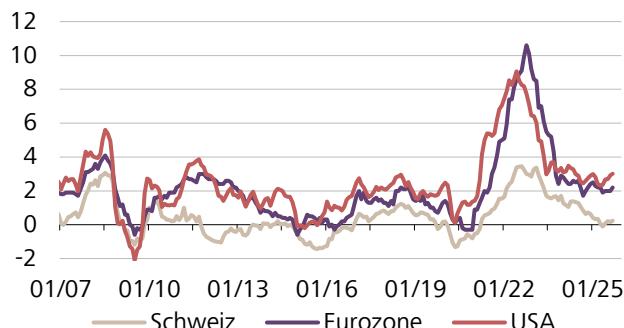


Quelle: KOF, Raiffeisen Economic Research



## Konsumentenpreise

In % gegenüber Vorjahr



Quelle: LSEG, Raiffeisen Economic Research

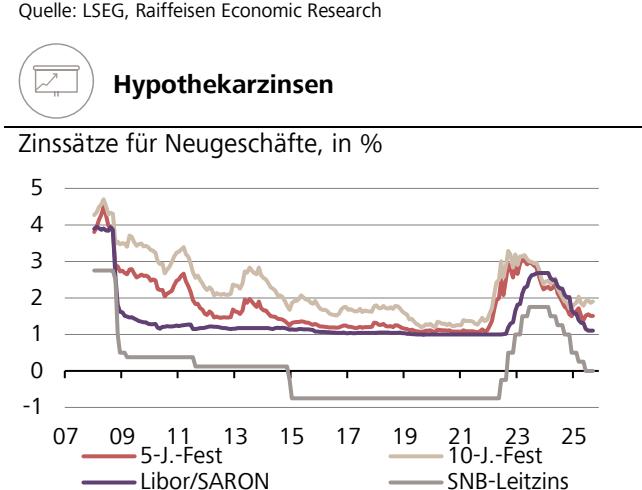
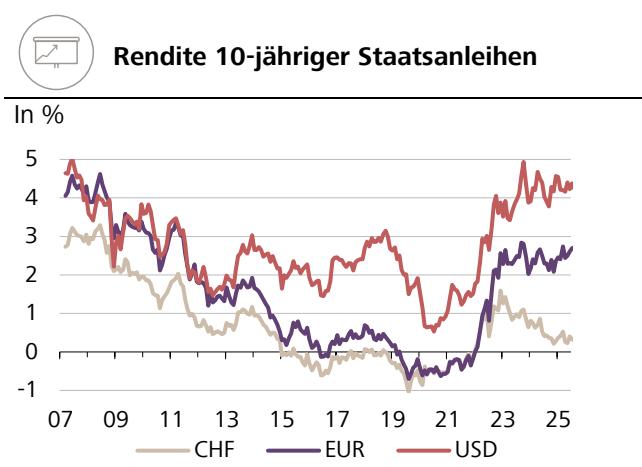
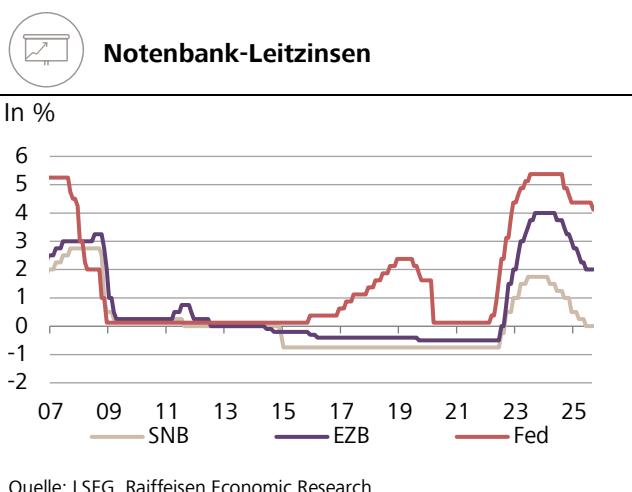
Nach einem starken Jahresbeginn weist die Schweizer Wirtschaft eine kräftige Wachstumsverlangsamung auf. Wie auch in anderen Ländern ist der Treiber der hohen Volatilität die US-Zollpolitik. Vorgezogene Ausfuhren, allen voran im Pharmasektor, hatten vor der Ankündigung reziproker Zölle Anfang April erst zu einem Exportschub geführt, der sich danach umgekehrt hat und seither die Industrie-Wertschöpfung belastet. Der Schweizer Dienstleistungssektor trägt hingegen auf breiter Basis weiter stabil und positiv zum Wachstum bei.

Der Ausblick für die Schweizer Industrie hat sich seitdem, mit der Ankündigung höher als erwarteter US-Strafzölle, weiter verschlechtert – während bspw. die EU, Japan oder Südkorea mit Abkommen eine deutlich geringere Belastung aushandeln konnten. Dem bisher ausgenommenen Pharmasektor droht ebenfalls noch ein Strafzoll von 100%. Erste Deals der US-Regierung mit anderen Pharmaunternehmen lassen aber auf anhaltende Ausnahmen hoffen. Die Strafzölle bedeuten allerdings für viele Schweizer Unternehmen einen deutlichen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit. Damit hat sich jüngst vor allem in den Industrieumfragen die Stimmung wieder stärker eingetrübt, und die Hersteller planen vermehrt ihre Belegschaft zu verringern.

Das letztendliche Ausmass der Zollbelastung für die Weltwirtschaft bleibt sehr ungewiss. Dies gilt genauso für die Verteilung der Kosten. Recht stabile US-Importpreisdaten weisen darauf hin, dass die Zollbelastung bisher überwiegend von den US-Importeuren getragen wird. Die Unternehmensumfragen zeigen entsprechend erhöhte Verkaufspreispläne. Dies hat begonnen, sich in steigenden US-Konsumgüterpreisen niederzuschlagen. In Europa gibt es diesen Preisdruck nicht. Die labilere Konjunktur dämpft den allgemeinen Preisdruck eher weiter. In der Schweiz scheint die, durch den starken Franken bedingte, importierte Güterpreisdeflation wiederum ihren Höhepunkt überschritten zu haben. Gleichzeitig hat sich die Dienstleistungsinflation in den letzten Monaten auf einem moderaten Niveau stabilisiert, womit sich die Gesamtinflation über der Nullmarke hält.

# Zinsumfeld

**Die amerikanische Notenbank bleibt bei den Zinssenkungen bislang weiter vorsichtig. In Europa hat der niedrigere Preisdruck hingegen eine stärkere Lockerung der Zinspolitik erlaubt. Dies gilt insbesondere für die SNB, die ihren Leitzins schnell bis auf null gesenkt hat. Die Hürde für die Rückkehr zu Negativzinsen liegt allerdings deutlich höher. Bleibt es bei der erwarteten begrenzten Konjunkturabkühlung, dürfte sowohl der Leitzins als auch die CHF-Langfristzinsen nicht weiter sinken.**



Die amerikanische Notenbank Fed hält die Zinsen weiterhin auf höheren Niveaus. Die Importzölle sorgen für einen hartnäckigen Preisdruck. Währenddessen hält sich die Konjunktur bislang gut, mit begrenzten Abkühlungssignalen. Damit besteht noch kein Bedarf für viel tiefer Zinsen, wie sie vehement von Donald Trump gefordert werden.

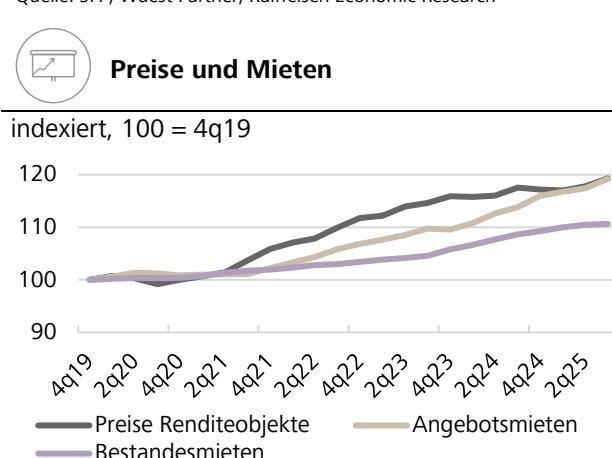
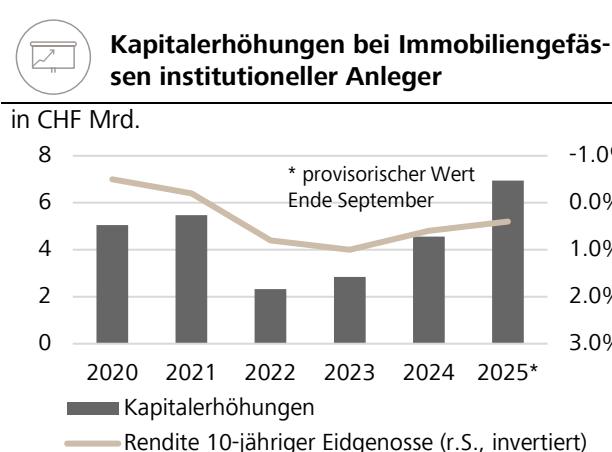
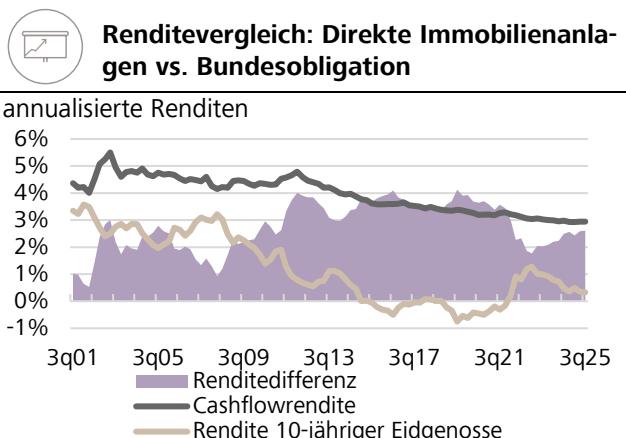
In Europa ist die geldpolitische Lockerung nach dem Ende der Hochinflationsphase hingegen bereits viel weiter fortgeschritten. Die EZB hat sich allerdings entschieden, beim Leitzinsniveau von 2.0% zu pausieren. Trotz der negativen Zolleffekte bleibt die Arbeitslosigkeit in der Eurozone nahezu rekordtief. Und nach dem Zoll-Deal, der die Unsicherheit verringert, bewertet die EZB die Wachstumsrisiken als ausgeglichener. Mit einem Inflationstrend nicht weit vom Zielwert entfernt, erachtet EZB-Präsidentin Lagarde die Notenbank unverändert in einer guten Position und sieht aktuell keinen Grund, die Zinsen vorsorglich weiter zu senken – vor allem nicht auf so tiefe Niveaus wie vor der Pandemie.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat nach sechs Zinssenkungen in Folge von 1.75% auf 0.0% ihren Leitzins im September ebenfalls unverändert belassen. Bereits bei der letzten Anpassung im Juni betonte SNB-Präsident Martin Schlegel, dass die Hürde für eine Wiedereinführung von Negativzinsen aufgrund negativer Nebeneffekte wesentlich höher ist als für Zinssenkungen im positiven Bereich. Diese Einschätzung wurde beim jüngsten Entscheid bestätigt.

Trotz der hohen US-Strafzölle geht die SNB von begrenzten Konjunktureffekten aus. Darüber hinaus hat sich der Abwärtstrend bei der unterliegenden Inflation zuletzt nicht fortgesetzt. Da zudem die schnellen Zinssenkungen seit März 2024 die Konjunktur nach Einschätzung der SNB weiter unterstützen, besteht derzeit kein zusätzlicher Lockerungsbedarf. Bei einer stärkeren Abwärtsbewegung wird zwar eine Rückkehr zu Negativzinsen nicht ausgeschlossen. Im Basisszenario dürfte es hingegen auch bei den längerfristigen Hypothekarzinsen bis auf weiteres wenig Bewegung geben.

# Immobilienanlagen

Die mit dem zurückgekehrten Tiefzinsumfeld hohe relative Attraktivität von Immobilienanlagen lässt wieder deutlich mehr Kapital in den Immobilienmarkt fliessen. Die Kapitalströme sind bereits grösser als zu Zeiten des «Anlagenotstands» während der letzten Jahre der Negativzinsära. Bauliche Impulse wurden durch diese bislang jedoch keine ausgelöst. Die in den Markt für Renditeobjekte fliessenden Mittel drohen angesichts der raumplanerischen Rahmenbedingungen weitgehend in Preiseffekten zu verpuffen, anstatt neue Wohnungen zu schaffen.



Die Rückkehr der tiefen Zinsen hat Investitionen in Renditeimmobilien wieder attraktiv gemacht. Während Investitionen in als risikolos geltende festverzinsliche Bundesobligationen kaum noch die Kaufkraft des investierten Kapitals erhalten, kann mit Investitionen in Betongold eine nominale Rendite von knapp 3% erwartet werden (siehe obere Grafik). Dies allein mit den eigennommenen Mietzinsen abzüglich der Unterhaltskosten, sprich ohne Berücksichtigung allfälliger Wertsteigerungen. Dank der längst besiegt Inflation fallen auch die realen Renditen von Immobilienanlagen ansehnlich aus und entschädigen Investoren wieder durchaus stattlich. Immobilien bieten gegenwärtig einen soliden Ertrag für überschaubare eingegangene Risiken.

## Sehr hohe Kapitalflüsse in den Immobilienmarkt

Wie hoch die relative Attraktivität von Immobilienanlagen für Investoren nach der Baisse aufgrund der zwischenzeitlichen höheren Inflation und der dadurch höheren Zinsen (2022-2024) wieder ist, lässt sich an den sehr grossen Kapitalflüssen in den Immobilienmarkt ablesen. Allein die bis Ende September bekannten Kapitalerhöhungen von Gefässen von Schweizer Immobilienanlagen für das Jahr 2025 belaufen sich auf knapp CHF 7 Mrd. Dieser ausserordentlich grosse Zufluss, der bis Ende Jahr noch zunehmen dürfte, liegt bereits wesentlich höher als in den Jahren 2020 und 2021 (siehe mittlere Grafik). Damals herrschten notabene Negativzinsen und ein entsprechend noch ausgeprägterer Anlagenotstand. Immobilien boten Anlegern eine rekordhohe, deutlich über den heutigen Werten liegende Überrendite. Im damals omnipräsenen Anlagenotstand zogen Immobilien verständlicherweise viel Kapital an.

## Gesunkene Risiken kompensieren Renditen

Dass die Kapitalflüsse 2025 die damaligen Werte, trotz der damals deutlich höheren absoluten und relativen Rendite, übertreffen, ist der heute grossen Knappheit im Wohnungsmarkt geschuldet. 2020 erreichte die Leerstandsquote mit 1.72% den Höhepunkt ihres Zyklus. Die Neu-mieten stagnierten oder sanken sogar. Dieses von Überangebot geprägte Marktumfeld hielt den Appetit von Investoren auf Betongold trotz hoher erwarteter Renditen ein-

## Marktumfeld

igermassen im Zaum. Denn die Erstellung von Wohnraum war damals alles andere als risikolos. Neubauten standen vielerorts länger leer oder fanden nur mit Preiskonzessionen Mieter, was Ansteckungseffekte bis hinein in den Markt der Bestandsliegenschaften auslöste.

Fünf Jahre später ist die Welt eine ganz andere. Die Leerstände belaufen sich auf blass 1% und die Zeichen stehen auf eine noch weitere Abnahme in den kommenden Jahren. Die hohe Knappheit hat zu stark steigenden Mieten geführt und damit das Ertragspotential von Immobilien erhöht (siehe untere Grafik auf der Vorseite). Vor allem aber haben sich die Risiken von Investitionen in Renditeobjekte deutlich verkleinert. Leerstandrisiken spielen sowohl im Bestand als auch bei Neubauprojekten meistens nur noch eine untergeordnete Rolle. Geringere Risiken und die Aussicht auf langfristig steigende Mieten lassen Investoren auch bei tieferer Rendite Kapital locker machen. Zumal in dieser Marktkonstellation auch wieder Hoffnungen auf eine attraktive Wertsteigerungsrendite bestehen.

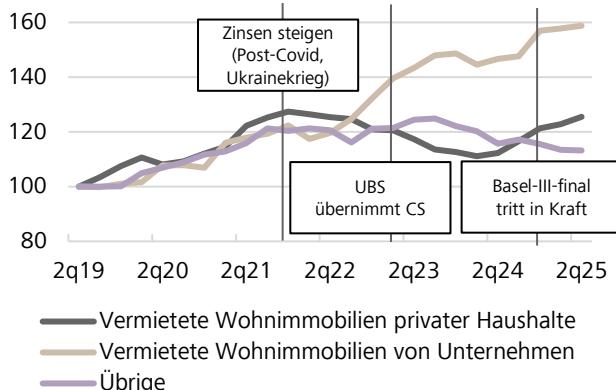
### Funktionierende Kapitalversorgung

Dass die Knappheitssignale am Investorenmarkt registriert werden und neues Kapital anziehen ist grundsätzlich eine erfreuliche Nachricht. Damit ist sichergestellt, dass für die nach wie vor dringend notwendige bauliche Angebotsausweitung das benötigte Eigenkapital vorhanden ist. Auch an der Fremdkapitalversorgung des Marktes mangelt es, entgegen zuletzt häufig vernommener Klagen von Bauherren und Projektentwicklern, nicht. Wie wir bereits in unserer Publikation [Immobilien Schweiz 2Q25](#) festgestellt haben, gibt es auch ein halbes Jahr später keine harten Zahlen, an denen sich die kolportierte Kreditklemme bei der Finanzierung von Renditeobjekten festmachen liesse. Trotz höherer regulatorischer Liquiditätsanforderungen für Banken, der



### Kreditlimiten neuer Hypotheken

indexiert, 100 = 2q19



Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

Einführung von «Basel III final» sowie dem Aus der Credit Suisse spielt der Kreditmarkt weiterhin. Die Volumina der neu gesprochenen Hypotheken für Wohnrenditeobjekte legen zu (siehe linke Grafik) und reagieren damit auf die etwas höhere Kreditnachfrage.

### Preis- statt Mengeneffekt

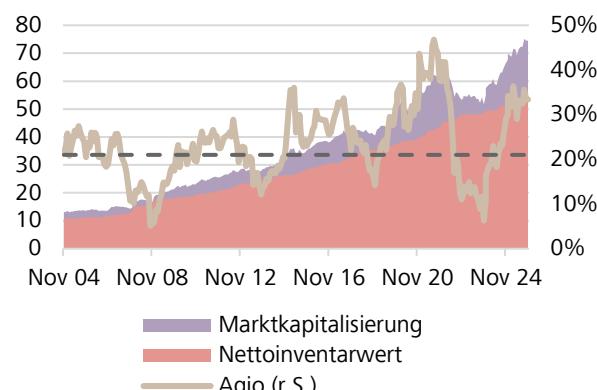
Bislang haben die eigentlich in ausreichendem Masse fließenden Eigen- und Fremdkapitalmittel aber keine Impulse auf die Projektionstätigkeit ausgelöst. Nach einem zwischenzeitlichen zaghaften Anstieg sinkt die Zahl der Wohnungen in eingereichten Baugesuchen bereits wieder (vgl. Kapitel Mietwohnungsmarkt). Weil den intakten Kapitalströmen aufgrund raumplanerischer Restriktionen und anderer struktureller Probleme (Einsprachen, Baukosten, Lärmschutz, Ortsbildschutz) nicht eine entsprechend höhere Zahl von realisierbaren Bauprojekten gegenübersteht, drohen die verfügbaren finanziellen Mittel weitgehend in Preiserhöhungen zu verpuffen, anstatt die dringend benötigten neuen Wohnungen zu schaffen.

Während man bauliche Impulse mit der Lupe suchen muss, lassen sich die Preiseffekte des zusätzlich in die Immobilienmärkte fließenden Kapitals dagegen bereits klar erkennen. Am deutlichsten ist dies an den Börsenbewertungen kotierter Immobilienaktien und -fonds abzulesen. Parallel mit den höheren Kapitalzuflüssen ab 2024 haben beispielsweise die Agios kotierter Immobilienfonds kräftig zugelegt. Der Preisaufschlag auf den Nettoinventarwert (NAV) beträgt im Schnitt wieder über 30% (siehe rechte Grafik). Aber nicht nur die Börsenkurse, welche neue Informationen jeweils am schnellsten reflektieren, steigen. Auch die Preisdynamik am Transaktionsmarkt zeigt wieder nach oben, je nach Indexkonstruktion und -anbieter sogar steil.



### Kotierte Immobilienfonds

Marktkapitalisierung und NAV in CHF Mrd.



Quelle: SFP, Raiffeisen Economic Research

# Wohneigentum

**Wohneigentum wird mit der Abschaffung des Eigenmietwertes noch attraktiver. Aber die Anreize, ein Eigenheim zu kaufen und damit Kosten gegenüber dem Wohnen zur Miete einzusparen, sind schon vor Umsetzung der Steuerreform sehr stark. Die hohen Eigenkapital- und Tragbarkeitshürden, die viele Kaufwillige daran hindern, dieses Einsparpotenzial auch tatsächlich zu realisieren, bleiben auch nach der Reform für die grosse Mehrheit der Haushalte unverändert unüberwindbar. Mit einer grossen Zusatznachfrage und spürbaren Preiseffekten ist daher nicht zu rechnen. Trotzdem bleibt die Preisdynamik beim Wohneigentum hoch – insbesondere beim vermeintlichen Auslaufmodell Einfamilienhaus.**

Die Rückkehr der tiefen Zinsen und insbesondere die Aussicht, dass diese auf absehbare Zeit sehr tief bleiben dürften, halten die Nachfrage nach Wohneigentum unverändert hoch. Die wieder äusserst attraktiven Finanzierungskonditionen machen Wohnen im Eigenheim für Neuerwerber wieder deutlich günstiger als das Wohnen zur Miete (siehe linke Grafik). Vorübergehend war dieser Wohnkostenvorteil für Wohneigentümer aufgrund des Zinsanstiegs ab 2022 weggebrochen und zeitweise sogar in einen Wohnkostennachteil gekippt. Je nach Finanzierung kann ein Käufer mit den heutigen Hypothekarzinsen bis zu einem Drittel der laufenden Wohnkosten gegenüber einer vergleichbaren Mietwohnung einsparen, wie das schon während der letzten Negativzinsära der Fall war.

### Eigenmietwert-Aus erhöht Wohnkostenvorteil

Wird die von Volk und Ständen im September definitiv beschlossene Abschaffung des Eigenmietwertes, wie derzeit erwartet, auf das Steuerjahr 2028 hin umgesetzt, wird sich der bereits sehr grosse Wohnkostenvorteil in den eigenen vier Wänden ab diesem Zeitpunkt noch weiter ausdehnen. Die mit der Reform einhergehenden Steuerersparnisse sind zwar für das Gros der Haushalte durchaus beträchtlich (vgl. [Immobilien Schweiz 1Q25](#)), aber im Verhältnis zum ohnehin schon hohen Wohnkostenvorteil verblassen die neuen

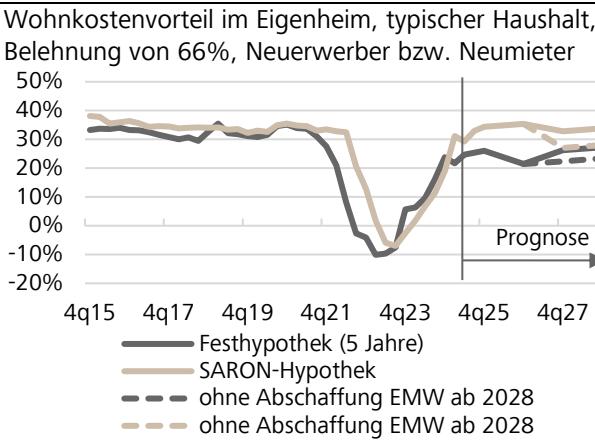
Steuerprivilegien für Eigentümer etwas. Dies ist aus der linken Grafik, in welcher die Prognosen der Entwicklung des Wohnkostenvorteils ab 2028 mit und ohne Reform dargestellt sind, abzulesen.

### Kaum Beschleunigung der Preisdynamik zu erwarten

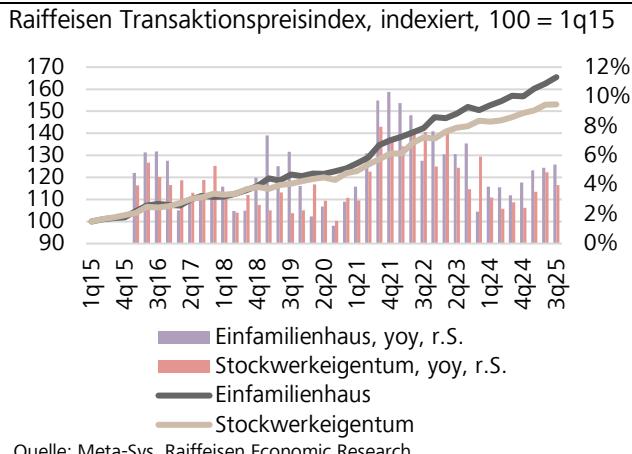
Da mittel- und vor allem langfristig wieder mit einem leicht höheren Zinsniveau zu rechnen ist, dürfte der negative Zinseffekt auf die Wohnkosten den positiven Steuereffekt durch die Reform in etwa kompensieren. Damit würde der herrschende hohe Wohnkostenvorteil per Saldo lediglich konserviert aber nicht weiter vergrössert. Aber selbst ohne steigende Zinsen würde die Nachfrage – und damit auch die Preiseffekte der Steuerreform – überschaubar ausfallen. Denn limitierend für die Preisdynamik sind längst nicht mehr die tatsächlichen Wohnkostenvorteile, welche schon heute bedeutend höhere Eigentumspreise rechtfertigen würden, sondern viel mehr die hohen und für immer mehr Haushalte unüberwindbaren regulatorischen Eigenkapital- und Tragbarkeitshürden. Selbst eine noch höhere finanzielle Attraktivität von Wohneigentum kann sich dadurch nicht direkt in einer höheren, echten Nachfrage niederschlagen und für grössere Preiseffekte sorgen. Mit einer übermässigen Beschleunigung der mit über 4% pro Jahr schon wieder respektablen Preisdynamik (siehe rechte Grafik) durch die Steuerreform ist daher nicht zu rechnen.



### Mieten vs. Kaufen



### Preise Wohneigentum

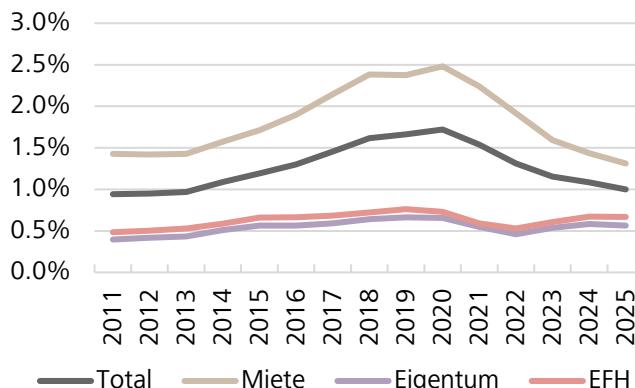


## Marktsegmente



### Leerstände

Leerstehende Wohnungen im Verhältnis zum Wohnungsbestand

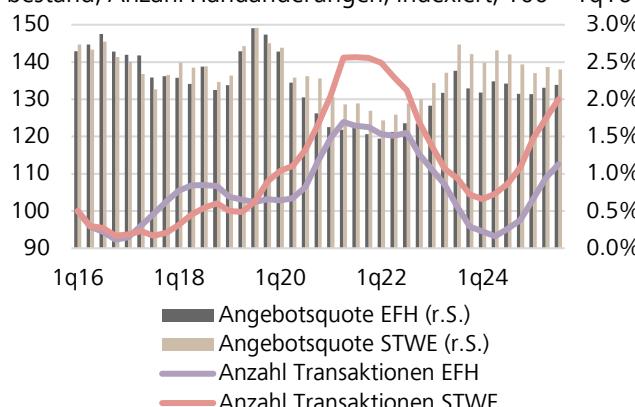


Quelle: ARE, BFS, Raiffeisen Economic Research



### Angebotsquote und Handänderungen

Inserierte Eigenheime im Verhältnis zum Wohnungsbestand, Anzahl Handänderungen, indexiert, 100 = 1q16

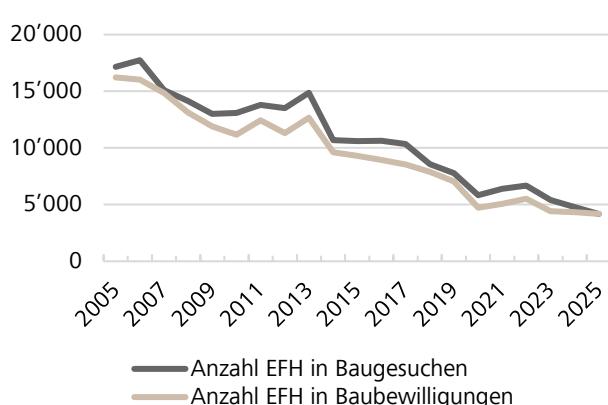


Quelle: Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research



### Baugesuche und -bewilligungen für Einfamilienhäuser

Anzahl EFH in Baugesuchen und -bewilligungen, Neubau, von Juli des Vorjahres bis Juni des jeweiligen Jahres



Quelle: Infopro Digital, Raiffeisen Economic Research

### Knappheit hält Preisdynamik hoch

Die hohe vorherrschende Preisdynamik dürfte aber bis auf weiteres anhalten. Denn neben der zinsbedingt starken Nachfrage bleibt auch die angebotsseitige Knappheit am Eigenheimmarkt gross. So ist die seit Jahrzehnten äusserst tiefe Leerstandsquote beim Wohneigentum 2025 wieder leicht gesunken. Dies, nachdem sie zuvor zwei Jahre entgegen dem Trend auf dem Mietwohnungsmarkt zinsbedingt leicht zugelegt hatte (siehe obere Grafik). Neben den Leerstandszahlen zeugen auch die trotz höherer Insertionstätigkeit seitwärts tendierenden Angebotsquoten und und stark steigenden Transaktionszahlen von einer hohen Absorptionsfähigkeit des Eigenheimmarktes und dem anhaltend hohen Nachfrageüberhang (siehe mittlere Grafik).

### Hoher Nachfrageüberhang bei Einfamilienhäusern

Die Knappheit ist in beiden Segmenten des Eigenheimmarktes gross. Noch ausgeprägter als beim Stockwerkeigentum (STWE) ist der Nachfrageüberhang jedoch bei den Einfamilienhäusern (EFH). Zwar ist die Leerwohnungsziffer bei den EFH leicht höher als bei den Eigentumswohnungen, das liegt aber einerseits daran, dass Teile der EFH im strukturell von höheren Leerständen betroffenen Mietwohnungssegment angeboten werden. Andererseits ist dies aber vor allem dem Umstand geschuldet, dass EFH überproportional in Gemeinden und Regionen stehen, die strukturell stets höhere Leerstände aufweisen (ländlicher Raum, äussere Agglomerationsgürtel). Die Angebotsquote bei den EFH, aus der Mietobjekte herausgerechnet werden, ist dagegen seit ein paar Jahren leicht tiefer als diejenige bei den Eigentumswohnungen. Dies ist Ausdruck der noch ausgeprägteren Knappheit bei den Einfamilienhäusern.

### EFH-Preise legen stärker zu

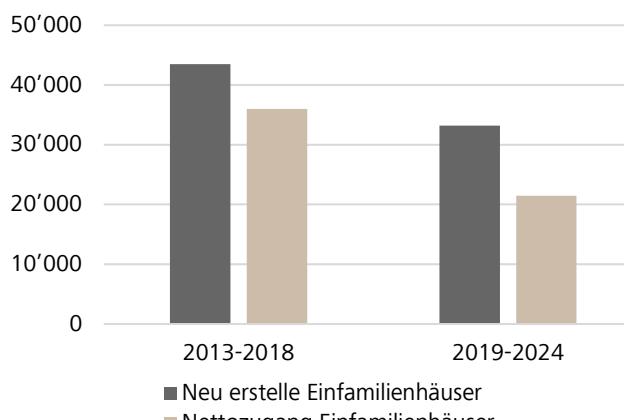
Die angespanntere Situation am Häusermarkt spiegelt sich aber vor allem in einer seit längerem spürbar höheren Preisdynamik wider. In den letzten zehn Jahren haben die Preise von EFH über 10 Prozentpunkte stärker zugelegt als diejenigen von STWE. Dies mag auf den ersten Blick überraschen, gilt das Einfamilienhaus doch als nicht mehr zeitgemäßes Auslaufmodell des letzten Jahrtausends. Es passt eigentlich nicht mehr zu unserer immer individualisierten Lebensweise und widerspricht dem raumplanerischen Gebot, haushälterisch mit dem knappen Gut Boden umzugehen. Dass die Hauspreise trotzdem derart weitersteigen, liegt daran, dass das Angebot diesen Trends viel stärker folgt als die Nachfrage. So ist die Zahl der Baugesuche für EFH in den

## Marktsegmente



### Baulicher Zugang

Anzahl neu erstellte EFH, brutto vs. netto

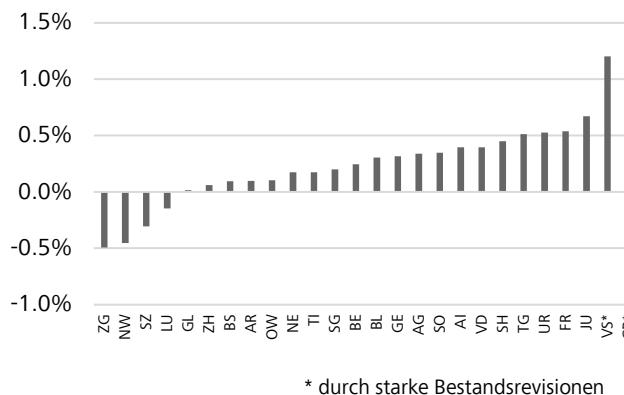


Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



### Regionaler Nettozugang EFH

Annualisierte Veränderung des EFH Bestands 2019-2024 nach Kantonen

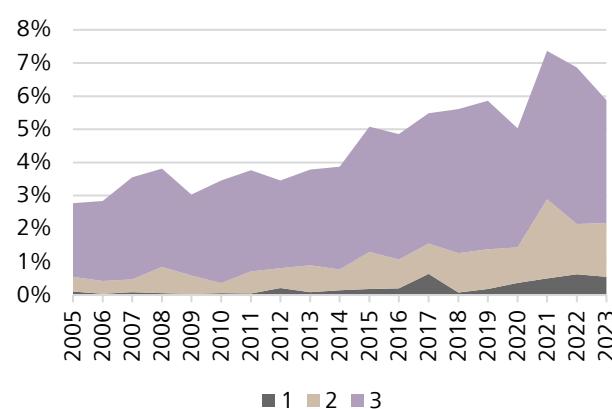


Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



### Tiny Houses

Anteil neu erstellter EFH nach Zimmerzahl



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

den letzten 20 Jahren förmlich implodiert. Um knapp drei Viertel ist die Zahl der EFH in Baugesuchen während der letzten zwei Dekaden gesunken. Mittlerweile werden nur noch etwas über 4'000 neue EFH pro Jahr bewilligt (siehe untere Grafik auf der Vorseite).

### Per Saldo werden kaum mehr Häuser gebaut

Der tatsächliche Nettozugang an EFH ist jedoch noch viel kleiner als die Bewilligungszahlen suggerieren. Zum einen, weil viele bewilligte Projekte nie realisiert werden. Vor allem aber, weil immer mehr bestehende Einfamilienhäuser im Zuge der Umsetzung der raumplanerischen Verdichtungsbestrebungen abgerissen werden und Mehrfamilienhausneubauten weichen müssen. Von 2019 bis 2024 wurden rund 33'000 neue EFH erstellt. Der Bestand hat in dieser Periode aber lediglich um rund 21'000 Häuser zugelegt (siehe obere Grafik). Unter der Annahme, dass auf allen Parzellen, auf denen ein Haus abgerissen wurde, auch neue Wohnbauten erstellt wurden, mussten somit rund 12'000 EFH neuen Mehrfamilienhäusern weichen. Das entspricht einem jährlichen Verlust von rund 2'000 Häusern in den letzten sechs Jahren. Setzen sich diese Trends fort, dürfte der schweizweite Bestand an EFH, der aktuell noch leicht wächst, bald einmal seinen Höhepunkt erreichen und schliesslich schon in wenigen Jahren allmählich zurückgehen.

### Häuserschwund in der Zentralschweiz

In einigen Kantonen ist dieser EFH-Peak längst überschritten (siehe mittlere Grafik). In den steuergünstigen Kantonen der Zentralschweiz ist dabei der «Artendruck» auf das EFH am höchsten. Aber auch in den wirtschaftlich boomenden Kantonen Zürich und Basel-Stadt wächst der EFH-Bestand praktisch nicht mehr. In diesen Regionen, in denen die Immobilienpreise und Mieten mitunter am steeisten steigen, sind die finanziellen Anreize am grössten, Häuser abzureißen und durch Wohnungen zu ersetzen.

### Tiny Houses auf dem Vormarsch

EFH werden aber nicht nur immer seltener gebaut, diejenigen, die noch gebaut werden, sind immer kleiner (siehe untere Grafik). Mittlerweile haben bereits über 5% der neu erstellten EFH lediglich drei oder weniger Zimmer. Damit sind Kleinwohnformen, wie z.B. Tiny Houses, zwar immer noch eine Nische, aber mittlerweile durchaus etablierte Wohnlösungen. Als Kompromisslösung sind sie ebenfalls Ausdruck des grossen Drucks, der auf dem Segment der Einfamilienhäuser lastet. Die platz- und kostensparenden EFH-Wohnformen sind eine Möglichkeit, den Traum vom EFH auch unter den neuen raumplanerischen Rahmenbedingungen und angesichts des hohen Preisniveaus noch in

## Marktsegmente

die Realität umzusetzen. Mit Blick auf die Tatsache, dass rund 55% der EFH von zwei oder weniger Personen bewohnt werden und 17% sogar nur von einer einzigen, ist diese Entwicklung durchaus zu begrüßen.

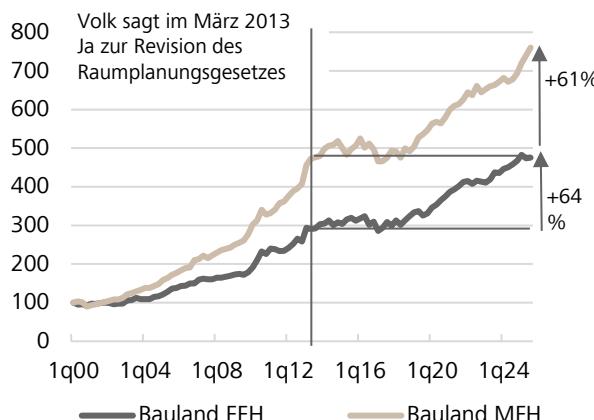
### Raumplanung setzt EFH vermehrt Konkurrenz aus

Der hohe Verdrängungsdruck auf das EFH ist vor allem den raumplanerischen Verdichtungsbestrebungen geschuldet. Mit der Annahme der Revision des Raumplanungsgesetztes im Jahr 2013 wurde die Siedlungsentwicklung nach innen gesetzlich verankert und auf Bundesebene die rechtliche Basis geschaffen, welche die Verdichtung auf bestehendem Siedlungsgebiet vorantreiben soll. Nach und nach wurden diese Vorgaben in kantonalen und kommunalen Bauordnungen umgesetzt. Die Bauordnungen lassen heute vielerorts höhere Ausnutzungen zu und heben auch andere Beschränkungen auf, die vormals dazu geführt hatten, dass auf gewissen Parzellen praktisch nur EFH gebaut werden konnten. Die alten Bauordnungen hatten aufgrund ihrer Einschränkungen zur Folge, dass es faktisch zwei Märkte für Bauland gab. Einen für EFH- und einen für MFH-Bauland. Die Preise konnten sich auf den jeweiligen Märkten entsprechend unterschiedlich entwickeln. Der EFH-Markt war damit teilweise von den Entwicklungen auf den MFH-Märkten abgeschirmt. Unter dem neuen Raumplanungsregime wird diese Zweiteilung des Baulandmarktes zusehends aufgelöst. Ein Bauherr hat heute vermehrt die Wahl, ob er auf einer Parzelle ein EFH oder ein MFH bauen will. Damit befindet sich das EFH heute immer häufiger in keinem geschützten Markt mehr und steht zunehmend in direkter Nutzungskonkurrenz mit dem MFH. Die zuvor isolierten Baulandmärkte sind heute kaum mehr voneinander zu trennen und haben sich seit der Raumplanungsreform denn auch praktisch im Gleichschritt entwickelt (siehe linke Grafik).



### Wohnbaulaulandpreise

Indexiert, 100 = 1q00



Quelle: Fahrländer Partner, Raiffeisen Economic Research

Unter dem alten Raumplanungsregime wurde durch Neueinzonungen an den bestehenden Bauzonenrändern häufig vor allem für EFH attraktives Bauland zur Verfügung gestellt, auch weil Gemeinden damit gute Steuerzahler anlocken wollten. Dieses sich laufend ausdehnende Angebot hat dazu geführt, dass die Preisdynamik von EFH-Bauland viel tiefer war als diejenige von MFH-Bauland. Die Gesetze der Ökonomie führen auf einem nicht mehr geschützten Markt nun aber dazu, dass auf einer Baulandparzelle grundsätzlich dasjenige Projekt realisiert wird, welches den höchsten Wert generiert. Und wo die Wahl besteht, ob ein EFH oder MFH gebaut werden soll, da lohnt sich der Mehrfamilienhausbau in der Regel eher und das EFH zieht immer häufiger den Kürzeren.

### Rückzug der Privaten

Neben der Verdrängung durch das MFH ist auch der Rückzug der privaten Bauherren für die Bauflaute bei den EFH verantwortlich. Traditionell wurden die meisten EFH von Privathaushalten für ihren Eigengebrauch selbst erstellt. Seit Anfang der 2010er Jahre nimmt jedoch der Anteil der Privaten am EFH-Bau immer stärker ab (siehe Grafik). Der Druck auf die Wohnform EFH ist damit auch der Überforderung der Privaten sowie der zunehmenden Professionalisierung der Baubranche geschuldet (vgl. dazu auch Fokus [Immobilien Schweiz 2Q24](#))

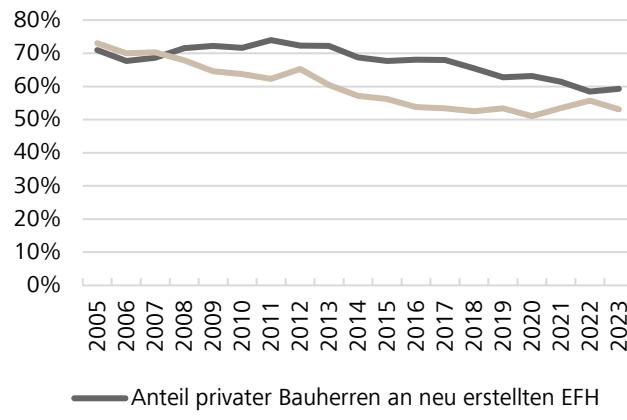
### Begehrtes Auslaufmodell

Mit einer weiterwachsenden Bevölkerung, einer weiter zunehmenden Individualisierung, immer kleineren Haushalten, einer abnehmenden Eigentumsquote und noch verstärkten Verdichtungsbestrebungen wird der Druck auf das Einfamilienhaus auf absehbare Zeit hoch bleiben. Weil das EFH-Angebot wohl künftig noch stärker zurückgehen dürfte und die Nachfrage trotz der erwähnten Trends hoch bleibt, ist beim vermeintlichen Auslaufmodell Einfamilienhaus mit weiter kräftig steigenden Preisen zu rechnen.



### Private als EFH-Bauherren

Anteil privater Bauherren an neu erstellten EFH



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

# Mietwohnungen

Trotz einem für Investoren günstigen Marktumfeld bleiben bauliche Angebotsimpulse am Mietwohnungsmarkt weiterhin aus. Nur die konjunkturbedingt spürbar rückläufige Zuwanderung verhindert derzeit eine noch stärkere Akzentuierung der herrschenden Wohnraumknappheit. Angesichts einer etwas geringeren Anspannung am Mietwohnungsmarkt besteht die Gefahr, dass die nach wie vor ungelösten strukturellen Probleme bei der Wohnraumversorgung weiter verschleppt werden.

Am Mietwohnungsmarkt reagiert die Angebotsseite stets mit grosser Trägheit auf die Entwicklungen in seinem Marktumfeld. Dies weil von der Planung eines Projekts bis zur schlüsselfertigen Übergabe einer Wohnung in der Regel Jahre vergehen. Selbst bei äusserst sportlichem Fahrplan dauert es in der Regel aufgrund aufwändiger und komplizierter Planungs-, Bewilligungs- und Bauprozesse mindestens zwei Jahre von der Projektidee bis zur Fertigstellung. Bei komplizierteren Grossprojekten müssen zumeist noch deutlich längere Fristen in Kauf genommen werden. Aufgrund der langen Erstellungsprozesse steht im Wesentlichen schon heute fest, wie viele neue Wohnungen in den nächsten zwei bis drei Jahren in etwa auf den Markt kommen werden.

### Keinerlei Angebotsimpulse

Die Zahl der Wohnungen in eingereichten Baugesuchen ist dabei ein guter Indikator für die angebotsseitigen Entwicklungen im Zwei- bis Dreijahreshorizont. Die aktuellen Kennzahlen zerschlagen allerdings die jüngst zaghaft aufgekeimten Hoffnungen auf eine bauliche Reaktion auf die seit Jahren sinkenden Leerstände. Nach einem nur zwischenzeitlichen Aufbauen auf eine Jahressumme von über 50'000 Wohn-

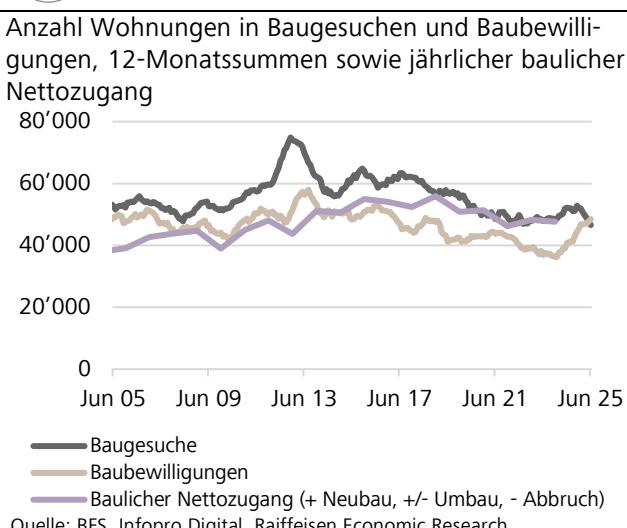
ungen in der zweiten Jahreshälfte 2024, wurden von Juli 2024 bis Juni 2025 wiederum nur noch knapp 47'000 Wohnungen in Baugesuchen gezählt (siehe linke Grafik). Damit entspricht das heutige Niveau der Planungstätigkeit trotz der überdeutlichen und sich weiter akzentuierenden Knappheitssignale ziemlich genau dem Wert des Jahres 2020, als die Leerstände im Schweizer Wohnungsmarkt den Höhepunkt ihres Zyklus erreicht hatten.

### Aufgelöster Bewilligungsstau

Der deutlich sichtbare Anstieg der Bewilligungszahlen am aktuellen Rand wird verschiedentlich als Marktreaktion auf die grossen Knappheitssignale gelesen. Das wäre jedoch eine Fehlinterpretation. Zum einen sind dafür in erster Linie Grossprojekte in der Region Genf verantwortlich (vgl. [Immobilien Schweiz 3Q25](#) und siehe rechte Grafik). Dass diese Projekte, deren Planung schon vor vielen Jahren begann, nun bewilligt wurden, ist eher zufällig und keine unmittelbare Reaktion auf den akuten Wohnraummangel. Zum anderen wird mit den steigenden Bewilligungen lediglich ein vor rund drei Jahren entstandener Bewilligungsstau aufgelöst. Einige lange blockierte, grössere Projekte wurden nun endlich bewilligungsfähig.

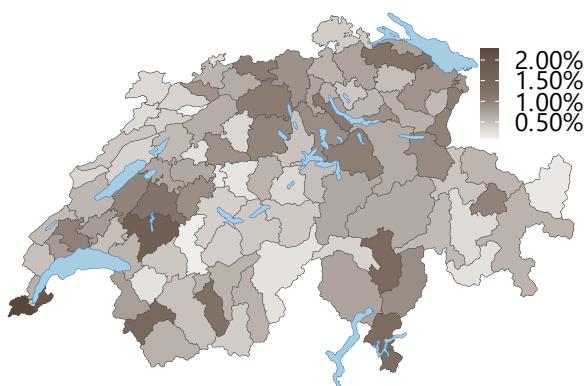


### Baugesuche, Baubewilligung und Nettozugang



### Baubewilligungen

Anzahl bewilligter Wohnungen im Verhältnis zum Wohnungsbestand, 3q23-2q25, annualisiert



Quelle: BFS, Infopro Digital, Raiffeisen Economic Research

## Marktsegmente

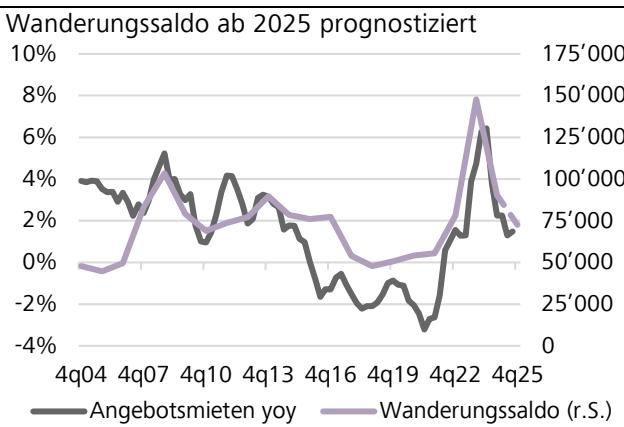
Die in historischer Perspektive durchaus stattliche Zahl von 48'000 bewilligten Wohnungen in den letzten 12 Monaten reicht lediglich aus, um die Bewilligungslücke von Anfang 2022 bis Mitte 2024 zu schliessen. Auf dem Höhepunkt des Bewilligungsstaus 2023 war die Zahl der bewilligten Wohnungen auf ein Rekordtief von blos noch 36'000 Einheiten pro Jahr regelrecht eingebrochen. Diese Bewilligungsdelle schlägt aufgrund der langen Planungs- und Bauzeiten erst allmählich auf den baulichen Wohnungszugang durch. Sie wird erst in den kommenden Quartalen und Jahren verstärkt zu spüren sein. 2025 und 2026 ist daher im Vergleich mit den jüngsten Zahlen mit einem noch tieferen Neubauzugang zu rechnen. Erst 2027/2028 dürften die Projekte, die zuletzt grünes Licht erhalten haben, die Folgelücke im Neuzugang an Wohnungen füllen.

### Zu enges Korsett

Der über die nächsten 2-3 Jahre gemittelte bauliche Zugang wird sich damit weiterhin ungefähr auf dem heutigen Niveau bewegen. Bauliche Impulse sind also keine zu erwarten. Eine adäquate Reaktion auf die sich weiter akzentuierenden Knappheitssignale ist unter dem herrschenden Raumplanungsregime sowie anderer Hemmnisse (Einsprachen, Baukosten, Komplexität des Bauens usw.) nicht möglich. Und das selbst in einem für Projektentwickler eigentlich äusserst günstigen Marktumfeld. Tiefe Zinsen, eine funktionierende Kapitalversorgung (vgl. dazu auch Anlageteil dieser Publikation), steigende Mieten und kaum vorhandene Leerstandsrisiken sollten die Projektierungstätigkeit eigentlich beflügeln.



### Angebotsmieten und Wanderungssaldo



Quelle: BFS, Wüst Partner, Raiffeisen Economic Research

### Rückläufige Zuwanderung reduziert Anspannung

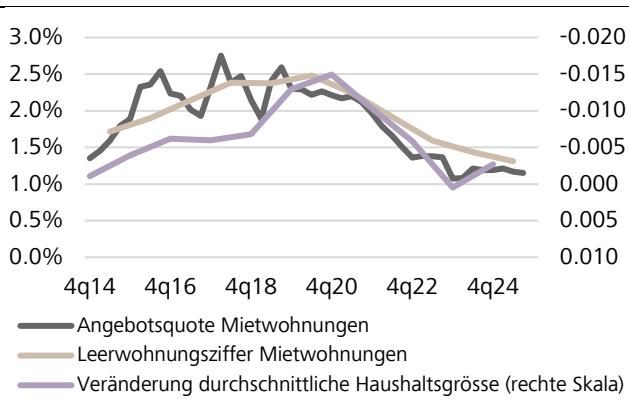
Etwas weniger träge als die Angebotsseite reagiert jeweils die Nachfrage nach Wohnungen auf sich verändernde Rahmenbedingungen. Der wichtigste Faktor für die Nachfrage nach Mietwohnungen ist dabei die Zuwanderung. Diese hat sich aufgrund der wirtschaftlichen Abkühlung zuletzt weiter abgeschwächt. In den ersten drei Quartalen 2025 lag der Wanderungssaldo nochmals 14% tiefer als im Vorjahr. Damals lag er bereits – Personen mit Schutzstatus S ausgeklammert – knapp 16% unter dem Jahr 2023. Die sich allmählich wieder auf einem tieferen Niveau einpendelnde Zuwanderung hat zu einer spürbaren Beruhigung der zwischenzeitlich aus dem Ruder gelaufenen Mietpreisdynamik geführt. Diese war u.a. auch wegen der Zusatznachfrage durch ukrainische Flüchtlinge zwischenzeitlich hochgeschnellt (siehe linke Grafik).

### Knappheit weitet sich aus

Die verminderde Zuwanderungsdynamik genügt ange-sichts der weiterhin zu tiefen Bautätigkeit allerdings nicht, um für eine Entspannung im Mietwohnungs-markt zu sorgen. So verharrrt die Angebotsquote von Mietwohnungen auch im 3. Quartal 2025 auf unverändert tiefem Niveau (siehe rechte Grafik). Und die im September publizierten Leerstandszahlen zeigen weiter deutlich nach unten. Immerhin hat die Dynamik des Rückgangs etwas abgenommen. Dies hat aber teilweise auch damit zu tun, dass sich die Leerstände langsam Niveaus nähern, die nicht mehr allzu stark sinken können.



### Mietwohnungsangebot



Quelle: BFS, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

## Marktsegmente

### Rückläufige Zuwanderung hat Grenzen

Die Zuwanderung dürfte sich auch im 4. Quartal 2025 sowie Anfang 2026 weiter abschwächen. Ein grösserer Rückgang des Wanderungssaldos ist aber nicht mehr zu erwarten. Denn die hiesige Wirtschaft hat nach wie vor einen grossen Bedarf für ausländische Arbeitskräfte. Hauptsächlich, weil die Pensionierung der Babyboomer einen hohen Ersatzbedarf zur Folge hat. Die Zahl der offenen Stellen verharrt nach einem starken Rückgang ab Anfang 2024 nun seit einigen Monaten auf hohem Niveau (siehe linke Grafik). Die offenen Stellen können offensichtlich nicht mit dem inländischen Arbeitskräftepotential gedeckt werden. Auch nicht in einem Umfeld mit wieder ansteigender Arbeitslosigkeit. Offensichtlich passen die verfügbaren inländischen Arbeitskräfte nicht auf die ausgeschriebenen Stellenprofile. Eine Reduktion der Zuwanderung durch das Ausschöpfen des inländischen Arbeitskräftepotentials ist daher nur beschränkt möglich.

### Inländer stehen bereit

Während Inländer die Rolle der Ausländer auf dem Arbeitsmarkt meist nicht übernehmen können oder wollen, kompensieren sie auf dem Wohnungsmarkt jedoch eine zuwanderungsbedingte schwächernde Nachfrage jeweils in bedeutendem Ausmass.

Dies zeigt sich daran, dass die seit 2024 rückläufige Zuwanderung nicht nur zu einer Verringerung der Mietpreisdynamik geführt hat, sondern auch der vorübergehend gestoppte Individualisierungstrend eine Fortsetzung erfährt. 2024 kam es wieder zu einer Verkleinerung der Haushalte, sprich einer zunehmenden Haushaltsbildung durch Inländer, nachdem diese 2023 aufgrund der grossen Wohnraumknappheit erstmals seit Jahrzehnten ausblieb. Werden freie Wohnungen

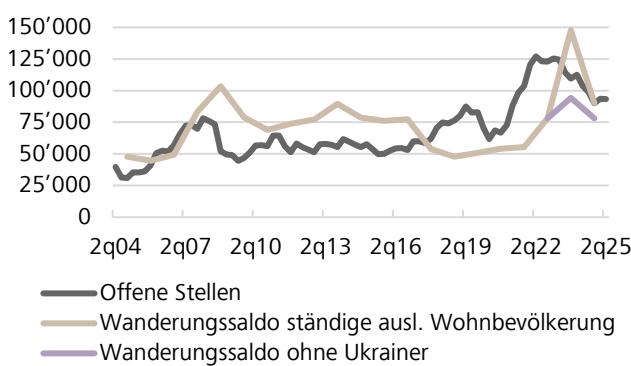
nicht durch ausländische Zuzüger gefüllt, steht stets eine Schar von Inländern, die gerne einen eigenen Haushalt gründen oder ihre Wohnsituation verbessern wollen, bereit. Zumal bei der Individualisierung und Haushaltsgründung aufgrund der Entwicklung der letzten Jahre ein grosses, aufgestautes Potenzial besteht.

### Wohnungshunger bleibt gross

Selbst wenn die Zuwanderung noch weiter fallen sollte, würde sich dies noch lange nicht in spürbar steigenden Leerständen niederschlagen. Das Bedürfnis der Inländer, sich in kleineren Haushalten niederzulassen und neue Haushalte zu gründen ist sehr stark und dürfte auch noch ein paar schwächere Migrationsjahre locker kompensieren. Im Kielwasser der leichten Entspannung auf der Nachfrageseite aufgrund nachlassender Zuwanderung, droht nun das zuletzt weit oben auf der politischen Agenda stehende Problem der mangelnden Wohnraumversorgung an Relevanz zu verlieren. Dies ohne, dass die strukturellen Probleme auf der Angebotsseite auch nur ansatzweise gelöst wurden. Eine Bauoffensive wäre auch bei noch tiefem Zuwanderungsniveau dringend notwendig. Für einen funktionierenden Immobilienmarkt und damit auch eine weiterwachsende offene Volkswirtschaft ist es zentral, dass die Angebotsseite auf eine höhere Wohnraumnachfrage und Knappheitssignale mit einer Ausweitung der Produktion reagieren kann. Ein Aufschieben der vor allem durch eine mangelhafte Umsetzung der neuen Raumplanungsordnung verursachten Probleme, wäre nicht opportun. Zumal in den nächsten Jahren weitere politische Markteingriffe drohen, welche die falschen Anreize setzen und die Angebotsblockade noch weiter verschärfen dürften.



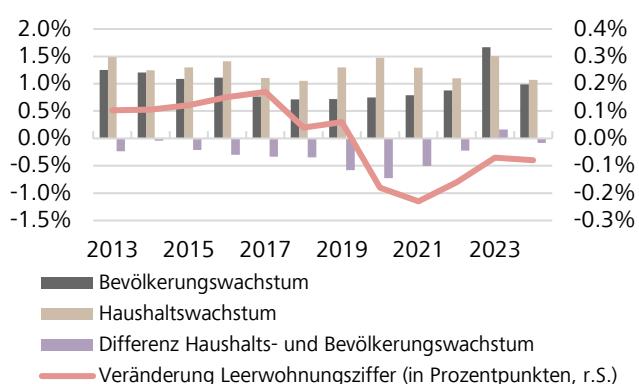
### Offene Stellen und Wanderungssaldo



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



### Leerstände und Haushaltsbildung



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

# Büroflächen

**Der Schweizer Büroflächenmarkt sieht sich aktuell gegenläufigen, nachfrageseitigen Entwicklungen ausgesetzt. Während viele Unternehmen ihre Mitarbeiter in den letzten Quartalen vermehrt ins Büro zurückbeorderten, haben sich die konjunkturellen Aussichten im Jahresverlauf spürbar eingetrübzt. Zudem werfen die rasanten KI-Fortschritte grundsätzliche Fragen zur künftigen Beschäftigungsentwicklung in typischen Bürobranchen auf. Damit einhergehend entwickelt sich der Büroflächenmarkt zurzeit wenig dynamisch.**

Die Rückkehr in die Büros hält in der Schweiz an. Die Home-office-Angebote vieler Unternehmen werden kontinuierlich reduziert und durch eine verstärkte Präsenzarbeit ersetzt. Das im Nachgang der Coronapandemie vielbeschworene Ende der klassischen Büroarbeit war damit zweifellos zu vorzeitig. Mit dem Revival der Präsenzarbeit in den Schweizer Büros hat auch dessen Flächenmarkt zuletzt etwas Aufwind erfahren. Denn die breite, kontinuierliche Ausweitung der Büropräsenz hat in Kombination mit dem Beschäftigungswachstum klassischer Bürobranchen die Nachfrage nach den in den letzten Jahren weniger gefragten Officeflächen erhöht (vgl. [Immobilien Schweiz 2Q2025](#)).

### Gedämpfte Marktreaktion

Damit haben sich für Vermieter von Büroflächen die Aussichten, nach einigen wenig perspektivreichen Jahren, zuletzt aufgehellt. Die Marktreaktionen auf diesen Nachfrageschub können ebenfalls ausgemacht werden. So hat sich die Zahl der im Internet ausgeschriebenen Büroflächen in den letzten Quartalen kontinuierlich reduziert (siehe linke Grafik). Auch die Angebotsmieten für Büroflächen haben sich mittlerweile, nach einem mehrjährigen, stetigen Rückgang wieder deutlich erhöht (siehe linke Grafik). Seit ihrem Tiefstand Ende 2023 haben sie um 3.5% zugelegt. Allerdings scheint dieser Marktbelebung schon wieder die Luft auszugehen. So stagnieren die Neumieten seit Jahresbeginn auf den nun

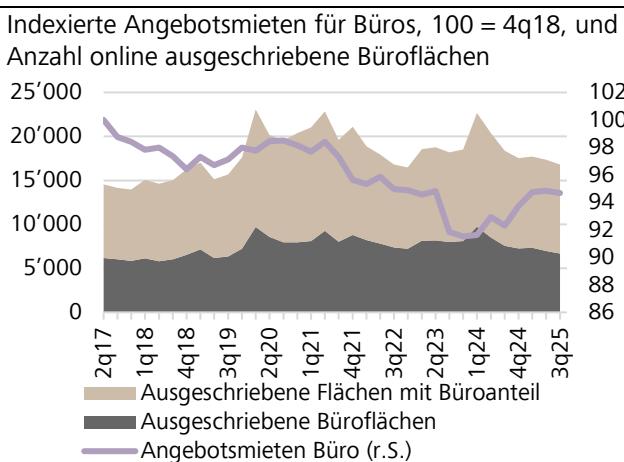
zwar wieder etwas höheren, aber nach wie vor vergleichsweise tiefen Niveaus.

### Neue Herausforderungen am Horizont

Mit Blick auf die anhaltend schwache Bautätigkeit im Bürosegment (siehe rechte Grafik) ist dies ein deutliches Indiz dafür, dass die Nachfrage nach Büroflächen wieder ins Stocken geraten ist. Angesichts der Zollwirren und geopolitischen Unsicherheiten und sich dadurch stärker eintrübenden Konjunkturerwartungen ist eine in vielen Unternehmen zurückhaltendere Beschäftigungspolitik keine Überraschung. Zudem wirft die rasante Entwicklung von Künstlicher Intelligenz neue grundlegende Fragen zur künftigen Beschäftigungsstruktur in diversen klassischen Bürobranchen auf. So machen sich beispielsweise in IT-Berufen, welche bis vor kurzem noch als Garant einer wachsenden Beschäftigung galten, in jüngster Zeit die grossen Automatisierungspotentiale am Arbeitsmarkt schon deutlich bemerkbar. Es ist davon auszugehen, dass sich die rasant fortschreitende KI-Entwicklung in nächster Zeit auch in anderen typischen Bürobranchen niederschlagen wird. Eine wachsende Zurückhaltung bei der Planung künftig benötigter Flächen erscheint in diesem Zusammenhang daher durchaus rational. Am Markt für Büroflächen winkt nach der kurzweiligen Homeoffice-Revolution damit bereits das nächste Schreckgespenst am Horizont.



### Angebot und Mieten

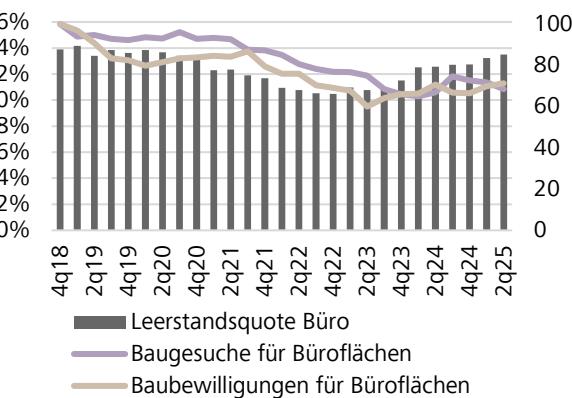


Quelle: Meta-Sys, Wüst Partner, Raiffeisen Economic Research



### Bautätigkeit und Leerstand

Quote leerstehender Büros sowie Anzahl Baugesuche und -bewilligungen mit Büroanteil (indexiert, 100 = 4q18)



Quelle: REIDA, Infopro Digital, Raiffeisen Economic Research

# Immobilien-Transaktionssteuern

**Durch die Abschaffung des Eigenmietwertes drohen dem Fiskus hohe Steuerausfälle. Allerdings treibt die öffentliche Hand auch nach der Steuerreform noch stattliche Steuererträge bei den Besitzern inländischer Immobilien ein. Dank der Grundstücksgewinnsteuer und diversen Handänderungsabgaben sind Kantone und Gemeinden direkt an den Wertzuwächsen der Immobilienbesitzer beteiligt. Hohe und schnell steigende Immobilienpreise haben in den letzten Jahren diese Immobilientransaktionssteuern immer stärker sprudeln lassen.**

Am 28. September 2025 ist Historisches passiert. Nach unzähligen Anläufen mit insgesamt vier Volksabstimmungen wurde das System der Eigenmietwertbesteuerung durch Volk und Stände endgültig begraben. Während sich für professionelle Immobilienbesitzer wenig ändert, stellt dieser Systemwechsel für Eigenheimbesitzer einen starken Bruch mit der bisherigen Besteuerungspraxis von Immobilien in der Schweiz dar. Während der Kapitalwert des Wohneigentums über die Vermögenssteuer (und mancherorts zusätzlich mit einer Liegenschaftssteuer) besteuert wird, schöpfte der Fiskus im bald abgeschafften System über den Eigenmietwert auch einen Teil des Kapitalertrags der Eigenheimbesitzer ab. Denn die eingesparte Miete entspricht letztlich dem Ertrag, welcher mit dem im Wohneigentum investierten Kapital erzielt wurde. Damit wurde der selbstbewohnte Immobilienbesitz grundsätzlich anderen klassischen Investitionsformen gleichgesetzt. Ob man sein Kapital nun in Aktien, Obligationen, Mietwohnungen oder sein Eigenheim investierte, die Besteuerung des Vermögens und dessen Erträge folgte im alten System im Grundsatz der gleichen Logik. Mit der Abschaffung der Eigenmietwertbesteuerung entfällt nun beim selbstgenutzten Immobilienbesitz die Kapitalertragsbesteuerung, was beim aktuellen Zinsniveau in den kommenden Jahren zu spürbaren Steuerausfällen führen wird.

## Ausserordentliche Kapitalgewinnsteuer

Trotz der Abschaffung der Eigenmietwertbesteuerung profitiert die öffentliche Hand weiterhin stark von den Eigenheimbesitzern. Denn halten Privatpersonen Immobilien, werden diese in der Schweiz – im Gegensatz zu anderen Anlageformen – zusätzlich steuerlich belastet: Wer eine Immobilie verkauft, unterliegt der Grundstücksgewinnsteuer. Diese entspricht einer Besteuerung realisierter Kapitalgewinne. Bei den von natürlichen Personen gehaltenen Vermögenswerten unterliegen hierzulande aus politischen und steuertechnischen Gründen nur Immobilien diesem Steuerkonzept. In dieser Hinsicht werden Wohneigentümer mit der Abschaffung des Eigenmietwertes von ihrer ausserordentlichen Besteuerung etwas entlastet. Ganz im Gegensatz zu Besitzern von Renditeliegenschaften oder einzelner Mietwohnungen. Angesichts der jüngsten politischen Debatten über die ge-

rechte und sinnvolle Besteuerung der Immobilienbesitzer lohnt sich ein genauerer Blick auf die Besteuerung der Grundstückgewinne.

## Grundstücksgewinnsteuer

Mit der Grundstücksgewinnsteuer wird der mit dem Immobilienbesitz erzielte Kapitalgewinn vom Erwerbs- bis zum Verkaufszeitpunkt besteuert. Dabei spielt es keine Rolle, ob man ein Haus, eine Wohnung, ein Renditeobjekt, ein Baugrundstück oder ein Stück Agrarland besitzt. Im Gegensatz zur Vermögens- und Einkommenssteuer ist sie als Objektssteuer ausgestaltet und nimmt damit keine Rücksicht auf die Vermögenssituation der veräußernden Person.

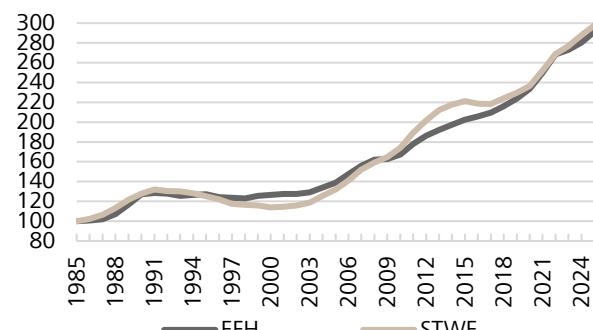
Grundsätzlich folgt die Ermittlung des bei einem Immobilienverkauf erzielten, steuerrelevanten Grundstückgewinnes folgender Logik: Vom Verkaufspreis werden die Anlagekosten sowie allfällige Verkaufsnebenkosten abgezogen. Die Anlagekosten entsprechen dabei dem ursprünglichen Kaufpreis inklusive Kaufnebenkosten (z.B. Notariats- und Grundbuchgebühren zuzüglich Handänderungsabgaben) sowie allen wertvermehrenden Investitionen. Die Verkaufsnebenkosten beinhalten alle Auslagen, welche die Veräußerung mit sich bringt. Üblicherweise setzen sich diese aus der Maklerprovision sowie allfälliger, durch den Verkäufer übernommene Handänderungsabgaben zusammen.

Neben der Erzielung von Steuereinnahmen ist der politische Zweck dieser Sondersteuer hauptsächlich die Eindämmung spekulativer Immobiliengeschäfte durch die Benachteiligung



## Preisentwicklung

Indexierte Preisentwicklung von Wohneigentum, 100 = 1985



Quelle: Wüst Partner, Raiffeisen Economic Research

gung kurzfristig erzielter Gewinne. Zudem wird die Grundstückgewinnsteuer nicht in jedem Fall sofort fällig. Unter bestimmten Voraussetzungen kann sie aufgeschoben werden. Die gängigsten Gründe sind dabei eine Ersatzbeschaffung beim Verkauf seines Eigenheims oder die erbrechtliche Weitergabe einer Immobilie. Allerdings gilt: Aufgeschoben ist nicht aufgehoben. Bei einem späteren Verkauf werden die Grundstückgewinne sämtlicher vorhergehender Aufschübe für die Besteuerung aufsummiert.

### Starke Preisanstiege in den letzten Jahren

Die Immobilienpreise sind in den letzten Jahrzehnten bekanntlich sehr stark gestiegen. Die Grafik auf der vorhergehenden Seite zeigt das imposante Preiswachstum, welches seit dem Ende der Immobilienkrise der 1990er-Jahre ununterbrochen angehalten hat, am Beispiel der Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen. Im langfristigen Trend sinkende Zinsen und eine dynamische Zuwanderung haben die Nachfrage nach Wohneigentum in den letzten Jahrzehnten stetig hochgehalten. Angebotsseitig hat eine durchgehend zu tiefe Bautätigkeit im Eigenheimsegment vielerorts für steigige Angebotsknappheit gesorgt. Dank diesem über Jahrzehnte anhaltenden Nachfrageüberhang haben Eigentumsobjekte sehr ansehnliche Preissteigerungen erfahren. In den letzten fünf Jahren sind die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen um rund 25% gestiegen. Innerhalb der letzten zehn Jahre waren es 43% bzw. 35%. Und in den vergangenen 20 Jahren haben sich die Preise sogar mehr als verdoppelt.

### Preisdynamik befeuert Grundstückgewinne

Dank dieser starken Preisanstiege haben langjährige Immobilienbesitzer sehr grosse Kapitalgewinne auf ihren Wohn-

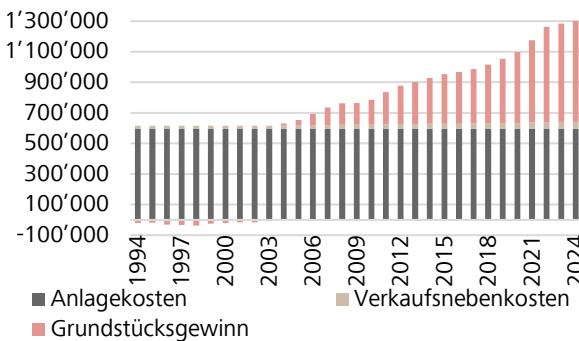
ungen und Häusern erzielt. Die unten links aufgeführte Grafik zeigt die Entwicklung des Grundstückgewinnes für einen durchschnittlichen Wohneigentümerhaushalt, welcher sein typisches Einfamilienhaus (6 Zimmer, 550 m<sup>2</sup> Grundstückfläche) vor rund 30 Jahren zum Marktpreis (knapp CHF 600'000) erworben hat. Es wird davon ausgegangen, dass während dieser Zeit keine wertvermehrenden Investitionen getätigt wurden, das Haus aber dank regelmässigen, nicht von der Grundstückgewinnsteuer abzugsfähigen Unterhalts- und Sanierungsarbeiten in einem neuwertigen Zustand gehalten wurde. Aufgrund der Preisentwicklung nach der Immobilienkrise der 1990er-Jahre erwirtschaftete dieser Beispielshaushalt in den ersten zehn Besitzjahren noch keinen nennenswerten Grundstücksgewinn. Mit den starken Preisanstiegen ab Mitte der Nullerjahre konnten danach aber sehr grosse Gewinne auf dem ursprünglich investierten Kapital erzielt werden. Lag der Grundstücksgewinn 2010 noch bei CHF 160'000 (17% des ursprünglichen Kaufpreises), ist er bis Ende 2024 auf CHF 660'000 angestiegen. Dies entspricht einem Grundstücksgewinn von über 110% des Kaufpreises. Dabei haben besonders die Jahre des Eigenheimbooms der Coronakrise zu ausserordentlichen Schüben bei den Kapitalgewinnen beigetragen.

Auch die zweite Grafik verdeutlicht den starken Anstieg der Grundstückgewinne in den letzten Jahren. Sie stellt den erzielten Gewinn beim Verkauf des durchschnittlichen Einfamilienhauses Ende 2024 für CHF 1.3 Mio. in Abhängigkeit der Haltedauer dar. Bei einem Kauf 2022 hätten die Verkaufsnebenkosten den Gewinn komplett aufgefressen. Bei einem Kauf 2019 und damit einer Besitzdauer von fünf Jahren wäre der Grundstücksgewinn bereits bei über CHF



### Entwicklung des Grundstückgewinns

Erzielter Grundstücksgewinn eines typischen EFH, welches 1994 zum Marktpreis gekauft wurde nach Verkaufsjahr. Annahme: 3.5% Verkaufsnebenkosten

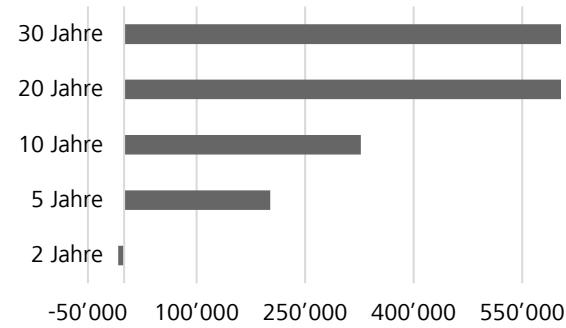


Quelle: Wüst Partner, Raiffeisen Economic Research



### Grundstücksgewinn 2024 nach Haltedauer

Erzielter Grundstücksgewinn eines typischen EFH, welches Ende 2024 verkauft wurde, nach Haltedauer. Annahme: 3.5% Verkaufsnebenkosten



Quelle: Wüst Partner, Raiffeisen Economic Research

## Fokus

200'000. Bei einer Besitzdauer von zehn Jahren würde der Kapitalgewinn rund CHF 325'000 und bei 20 Jahren CHF 625'000 betragen. Dies stellt nur noch eine geringe Differenz zur soeben dargestellten 30-jährigen Haltedauer dar.

### Kantonaler Steuerwildwuchs

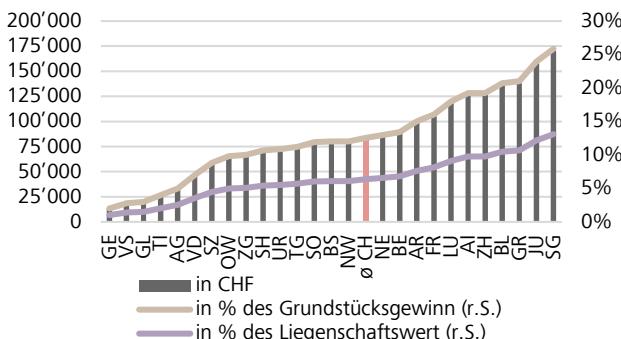
Obwohl die Besteuerung der Grundstückgewinne in der ganzen Schweiz grundsätzlich denselben Prinzipien folgt, unterscheiden sich die kantonalen Steuersysteme in der konkreten Ausgestaltung sehr stark. Dies betrifft unter anderem die Handhabung der Anlagekosten bei längeren Haltedauern. In vielen Kantonen darf nach sehr langer Besitzdauer ein historischer Steuerwert als sogenannter Ersatzwert eingesetzt werden. Auch Inflationsbereinigungen oder eine Pauschalisierung der Anlagekosten finden in einigen Kantonen Anwendung. Zudem kann die Definition wertvermehrender Investitionen zwischen den Kantonen stark variieren. Dies kann – je nach Situation – einen sehr grossen Einfluss auf den tatsächlich zu versteuernden Grundstücksgewinn ausüben. So würde der steuerbare Gewinn im vorherigen Beispiel je nach Standort des verkauften Einfamilienhauses stark variieren.

Eindrücklich sichtbar wird der kantonale Steuerwildwuchs, wenn die in den einzelnen Kantonen fällige Grundstücksgewinnsteuer anhand eines Beispiels aufgezeigt wird. Die Grafik auf dieser Seite zeigt den theoretisch fälligen Steuerbetrag beim Verkauf des vorhin besprochenen, durchschnittlichen Schweizer Einfamilienhauses nach 30 Jahren. Auf dem in diesem Beispiel zu erwartenden Grundstücksgewinn von rund CHF 660'000 werden je nach Kanton sehr unterschiedliche Steuerbeträge eingefordert. Während der Kanton Genf für diesen Verkaufsgewinn nur ca. CHF 13'000 verlangt (2% des Grundstücksgewinnes), sind es im Kanton St. Gallen fast



### Grundstücksgewinnsteuer

Fällige Grundstücksgewinnsteuer bei einem Gewinn von CHF 660'000 nach 30 Jahren, nach Kanton



Quelle: Kantonale Steuerämter, SSK, Raiffeisen Economic Research

CHF 170'000, was 25.7% des erzielten Kapitalzuwachs entspricht. Im Durchschnitt aller Kantone beträgt die Steuerlast mit 12.6% des Grundstücksgewinnes in diesem Beispiel ca. CHF 83'000.

### Grosser kantonaler Spielraum

Die Besteuerung der Kapitalgewinne aus Immobilienverkäufen ist per Bundesgesetz zwar allen Kantonen vorgeschrieben. In guter föderalistischer Tradition haben sie – mit Ausnahmen weniger, verbindlicher Grundsätze zur Definition von Handänderungen und steueraufschiebenden Tatbeständen – aber fast unbeschränkte Freiheit in der Besteuerung dieser Gewinne. Dementsprechend sind vielseitige Berechnungsmethoden entstanden, welche selbst bei einem identischen Grundstücksgewinn zu sehr unterschiedlichen Steuerbelastungen führen.

So unterscheiden sich die kantonalen Systeme bereits in der Frage, wer die Grundstücksgewinnsteuer überhaupt erheben darf. Mehrheitlich erfolgt die Steuererhebung durch den Kanton, welcher die Gemeinden anschliessend an den Erträgen teilhaben lässt. In Zug und Zürich erheben hingegen alleinig die Gemeinden diese Sondersteuer. Und die Kantone Bern, Obwalden, Fribourg, Basel-Stadt, Schaffhausen, Graubünden und Jura kennen ein Mischsystem, in denen sowohl die Gemeinden als auch der Kanton ihren jeweiligen Steueranteil direkt beim Verkäufer einziehen.

### Degression, Progression und Steuerhöhe

Einer der wenigen bindenden Grundsätze besagt, dass kurzfristig erzielte Gewinne steuerlich stärker belastet werden müssen als langfristige. Dementsprechend kennen alle Kantone ein Berechnungssystem, welches Abschläge bei einer langen Besitzdauer gewährt. Diverse Kantone verrechnen ausserdem, zum Teil beträchtliche, Aufschläge bei sehr kurzen Haltedauern. Die Höhe sowie die Progression- bzw. Degressionsstufen dieser Zu- und Abschläge variieren jedoch sehr stark zwischen den verschiedenen Steuersystemen (siehe linke Grafik auf nächster Seite). Zudem erheben viele Kantone aber auch einen progressiven Steuertarif in Bezug auf die Gewinnhöhe. Je höher der Grundstücksgewinn ausfällt, umso grösser ist dort der Anteil, der durch die öffentliche Hand abgeschöpft wird. Auffällig dabei ist, dass sich bei der Einführung dieser Progressionsstufen die Grundstücksgewinne offensichtlich noch in völlig anderen Sphären bewegen. Denn eine durchschnittliche Handänderung innerhalb der Bauzonen wird heute meistens automatisch in die höchste Progressionsstufe fallen. Die Kombination aus

## Fokus

unterschiedlichsten Berechnungsmethoden und Progressionsstufen sowie des allgemeinen Besteuerungsniveau führen zu diesen riesigen Unterschieden in der steuerlichen Behandlung erzielter Grundstückgewinne.

### Sehr hohe Beträge werden fällig

Die Grundstückgewinnsteuer stellt zumeist die einzige steuerliche Belastung dar, mit der ein privater Immobilienverkäufer konfrontiert ist. Aufgrund der grossen Preissteigerungen der letzten Jahre fallen die einzelnen absoluten Steuerbeträge aber sehr hoch aus, was eine abschreckende Wirkung entfaltet. Fällige Steuerbeträge von über CHF 100'000 sind heute keine Seltenheit mehr. Eine beispielhafte Aufstellung des zu erwartenden Erlöses nach Abzug von Fremdkapital, Verkaufsnebenkosten und Grundstückgewinnsteuer des bereits mehrfach dargestellten, typischen Einfamilienhauses ist in der Grafik unten rechts abgebildet.

Wer als Privatperson eine Immobilie verkauft, muss sich angesichts der sehr hohen Steuerbeträge unbedingt über die Steuerfolgen bewusst sein, da diese den tatsächlich erzielten Grundstückgewinn stark schmälern können. Angesichts der teilweise grossen Komplexität der Besteuerungssysteme und der grossen, drohenden finanziellen Folge, ist ein Austausch mit der eigenen Bank, einem Steuerberater und der kantonalen Steuerverwaltung bei Verkaufsabsicht sehr empfehlenswert. Nur so lassen sich böse Überraschungen sicher verhindern.

### Der Staat schöpft aber noch mehr ab

Die öffentliche Hand gibt sich aber vielenorts allein mit der Besteuerung der Grundstückgewinne bei Immobilientransaktionen noch nicht zufrieden. So erhebt die grosse Mehr-

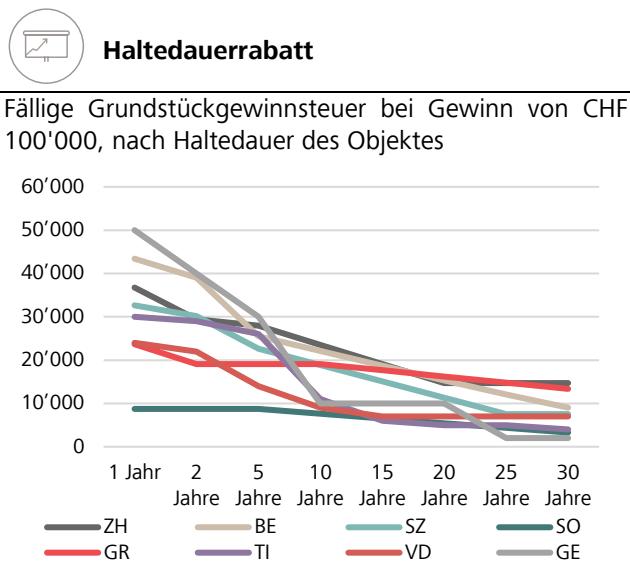
heit der Kantone (Ausnahmen: ZH, UR, SZ, GL, ZG, SH, AG, TI) zusätzlich eine direkte Handänderungssteuer. Damit werden sämtliche Immobilientransaktionen unabhängig vom tatsächlich erzielten Gewinn zusätzlich besteuert. Die Normsteuersätze liegen je nach Kanton zwischen 1% und 3,3% des Kaufpreises der transaktionsierten Liegenschaft. In der Regel kommt dabei der Käufer für diese Steuern auf. Einige Kantone sehen aber eine grundsätzliche Kostenteilung zwischen Veräußerer und Erwerber vor. Aufgrund der direkten Koppelung an die Preisentwicklung, haben sich die bei Immobilientransaktionen fälligen Steuerbeträge in den letzten Jahren mit dem starken Anstieg der Immobilienpreise ebenfalls deutlich erhöht.

### Weitere Handänderungsgebühren

Die öffentliche Hand verdient aber mit Immobilientransaktionen oft noch mehr. Denn Handänderungen bedürfen grundsätzlich einer öffentlichen Beurkundung und müssen im Grundbuch eingetragen werden. Die dabei anfallenden Grundbuchgebühren fließen direkt in die Staatskasse. Und in Kantonen mit öffentlich geführten Notariaten gehen auch weitere Kauf- und Verkaufsnebenkosten, wie beispielsweise Beurkundungsgebühren, sehr oft direkt zugunsten des kantonalen oder kommunalen Staatshaushalts. Auch die Grundbuch- und Notariatsgebühren richten sich in den meisten Kantonen direkt nach der Vertragssumme der zu beurkundenden Handänderung und sind damit in den letzten Jahren stark angestiegen.

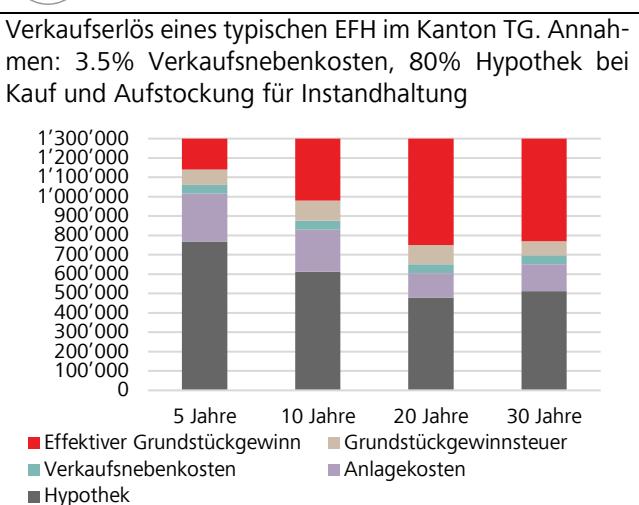
### Handänderungsabgaben erhöhen Staatseinnahmen

Eine beispielhafte Auflistung aller Steuern und Abgaben, die bei einer einfachen Handänderung im Kanton Thurgau fällig werden, findet sich in der Tabelle auf der nächsten Seite.



Quelle: Kantonale Steuerämter, SSK, Raiffeisen Economic Research

### Aufgliederung des Verkaufserlöses



Quelle: Raiffeisen Economic Research



### **Staatliche Gesamteinnahmen bei einem Hausverkauf**

Steuern und Abgaben einer Freihandtransaktion eines typischen EFH im Kanton Thurgau.

Annahmen: Verkaufspreis CHF 1.3 Mio., 20 Jahre Besitz.

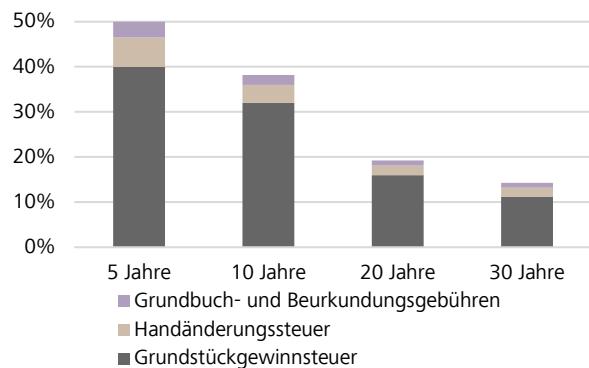
Grundstückgewinnsteuer	16.0%	100'000
Handänderungssteuer	1.0%	13'000
Grundbuchgebühren	0.4%	5'200
Beurkundungsgebühren	0.1%	1'300
MwSt.	8.1%	527
Publikationsgebühr		50
Total Steuern		113'527
Total Gebühren		6'550
<b>Total staatliche Einnahmen</b>		<b>120'077</b>
in % des Grundstückgewinns		19.2%
in % des Liegenschaftswerts		9.2%

Quelle: StV TG, GNI TG, Raiffeisen Economic Research



### **Abschöpfung des Grundstückgewinnes**

Anteil der Steuern und Abgaben am Grundstückgewinn beim Verkauf des typischen EFH (6 Zimmer, 550m<sup>2</sup> Grundstück) im Kanton TG nach Besitzdauer

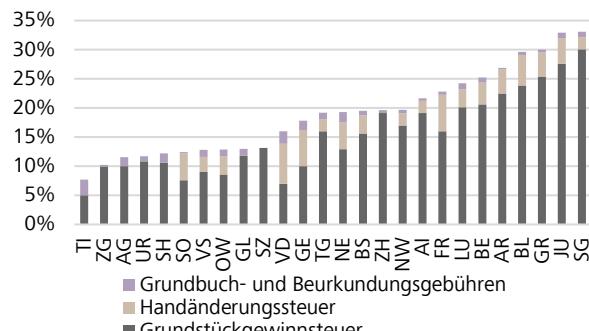


Quelle: Raiffeisen Economic Research



### **Höhe kantonaler Transaktionsabgaben**

Anteil der Steuern und Abgaben am Grundstückgewinn beim Verkauf des typischen EFH (6 Zimmer, 550m<sup>2</sup> Grundstück) nach 20 Jahren, nach Kanton



Quelle: Kantonale Steuerämter, Raiffeisen Economic Research

Wiederum dient das typische Einfamilienhaus mit einem Verkaufspreis von CHF 1.3 Mio. als Beispiel. Nach einer 20-jährigen Haltedauer schöpft der Kanton 16% des erzielten Grundstückgewinnes von CHF 625'000 ab. Zusätzlich muss der Käufer 1% des Kaufpreises als Handänderungssteuer an den Fiskus abführen. Das Grundbuch und das öffentliche Notariat verrechnen zusätzlich 0.4% bzw. 0.1% des Kaufpreises für ihre Dienstleistungen. Schlussendlich verlangt auch der Bund seine übliche Mehrwertsteuer auf den durch Notariat und Grundbuch erbrachten Dienstleistungen. Insgesamt verdient die öffentliche Hand an dieser beispielhaften Handänderung etwa CHF 120'100. Dies entspricht 19.2% des erzielten Grundstückgewinnes oder 9.2% des Wertes des Einfamilienhauses. Anzumerken bleibt, dass sich im Falle einer Anpassung des Grundpfandes oder der Gewährung von allfälligen, neuen Dienstbarkeiten zusätzliche Handänderungsgebühren verrechnet werden.

Die Aufstellung sämtlicher Transaktionsabgaben in Relation zum Grundstückgewinn nach Haltedauer zeigt, wie stark der Staat insbesondere bei kürzeren Besitzdauern von den Immobilienwertsteigerungen der letzten Jahre profitiert (siehe mittlere Grafik). Bei einer 5-jährigen Haltedauer schöpft die öffentliche Hand in unserem Thurgauer Beispiel schlussendlich 50% des erzielten Grundstückgewinnes des Verkäufers ab. Wobei rund 10% über die Handänderungsabgaben des Käufers eingenommen werden, welcher von den vorangegangenen Wertsteigerungen nicht profitieren konnte. Bei einer 10-jährigen Haltedauer liegt die Gewinnabschöpfung noch immer bei 38%, wobei rund 6% auf die Handänderungsabgaben entfallen.

Wiederum führen die unterschiedlichen kantonalen Regelungen bezüglich ihrer Steuern und Abgaben bei Immobilentransaktionen zu sehr unterschiedlichen Steuerbelastungen für Verkäufer und Käufer (siehe unterste Grafik).

### **Stark steigende Steuereinnahmen**

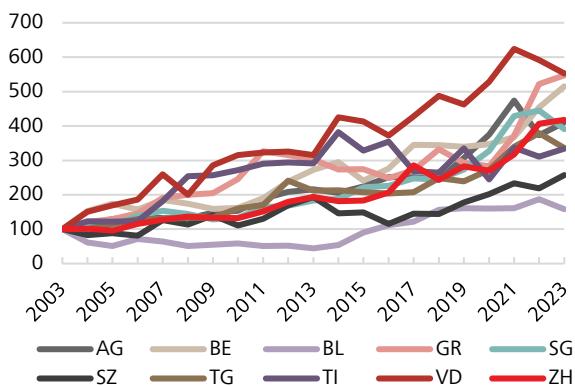
Die Steuereinnahmen von den Verkäufern und Käufern von Immobilien sind in den letzten Jahren kräftig gestiegen. Denn die direkte Koppelung der Grundstückgewinn- und der Handänderungssteuer an die Immobilienpreise lässt diese bei einer dynamischen Preisentwicklung markant ansteigen. Damit einhergehend haben die Kantone und Gemeinden von den grossen Wertsteigerungen der letzten 20 Jahre ordentlich profitiert. Die obere Grafik auf der nächsten Seite zeigt die Entwicklung der Steuereinnahmen durch die sogenannten Vermögensgewinnsteuern durch Kantone und Gemeinden. Neben der Grundstückgewinnsteuer werden hier zwar auch allfällige Mehrwertabgaben infolge von

## Fokus



### Einnahmen Vermögensgewinnsteuer

Entwicklung der Einnahmen durch die Vermögensgewinnsteuer ausgewählter Kantone und deren Gemeinden, indexiert 100 = 2003

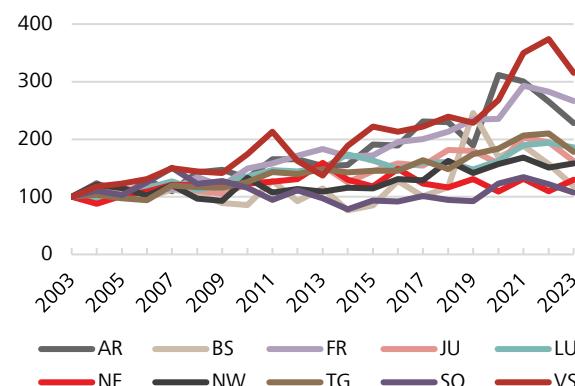


Quelle: EFV, Raiffeisen Economic Research



### Einnahmen Vermögensverkehrsteuer

Entwicklung der Einnahmen durch die Vermögensverkehrsteuer ausgewählter Kantone und deren Gemeinden, indexiert 100 = 2003

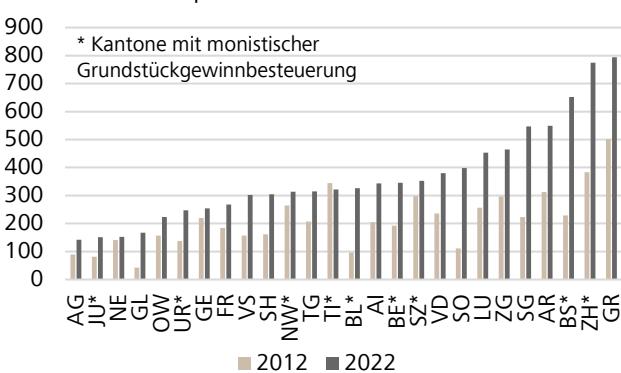


Quelle: EFV, Raiffeisen Economic Research



### Vermögensgewinnsteuer pro Person

Vermögensgewinnsteuereinnahmen der Kantone und ihrer Gemeinden pro Person



Quelle: EFV, Raiffeisen Economic Research

Umzonungen eingerechnet. Allerdings fallen diese angesichts der sehr grossen Summen der Grundstücksgewinnsteuer in der Regel kaum ins Gewicht. Die massiven Anstiege, die in einigen Kantonen in den letzten 20 Jahren verzeichnet wurden, sind hauptsächlich auf die Entwicklung der Grundstücksgewinne zurückzuführen. Zunahmen der kantonalen und kommunalen Grundstücksgewinnsteuererträge von mehreren eihundert Prozent sind hierbei eher die Regel als die Ausnahme.

Ähnliches zeigt sich bei der Entwicklung der Handänderungssteuer, welche in der eidgenössischen Finanzstatistik auch als Vermögensverkehrssteuer bezeichnet wird (siehe mittlere Grafik). Obwohl diese Steuererträge nicht ganz so stark zugelegt haben, wie diejenigen der Grundstücksgewinnsteuer, sind die Zunahmen ebenfalls beachtlich.

### Wachsender Teil der Gesamteinnahmen

Die Schweiz hat in den letzten Jahrzehnten neben einem starken Anstieg der Immobilienpreise auch ein starkes Bevölkerungswachstum erlebt. Zudem sind die Einkommen und Vermögen ebenfalls gestiegen. Daher müssen die Einnahmen der Immobilien-Transaktionssteuern für eine faire Beurteilung der Anstiege auch ins Verhältnis zu anderen Kenngrössen gestellt werden. Doch auch pro Kopf zeigt sich eine starke Zunahme. Der nationale Schnitt der Vermögensgewinnsteuerbelastung betrug 2012 noch CHF 238 pro Person. 2022 lag er bei CHF 426, wobei eine kantonale Bandbreite zwischen CHF 142 und CHF 794 beobachtet werden kann (siehe untere Grafik).

Auch das Verhältnis dieser Immobiliensteuern zum gesamten Steuereinkommen der Kantone und Gemeinden spricht eine deutliche Sprache (siehe linke Grafik auf nächster Seite). In den meisten Ständen und Kommunen machen Grundstücksgewinnsteuer und Handänderungssteuer einen immer grösseren Anteil des gesamten Fiskaleinkommens aus. Vielerorts stellen sie mittlerweile einen bedeutenden Anteil am Staatshaushalt dar.

Die zusätzlichen öffentlichen Handänderungsabgaben sind hierbei noch nicht einmal erfasst. Zudem muss angemerkt werden, dass in vielen Kantonen die tatsächlich mit Immobilientransaktionen erzielten Staatseinnahmen hier deutlich unterschätzt werden dürften. Denn in der Mehrheit der Kantone, in denen die Grundstücksgewinne mit dem sogenannten dualistischen System besteuert werden, sind die Einnahmen der Grundstücksgewinne juristischer Personen nicht erfasst. Im Gegensatz zu den monistischen Steuersystemen (ZH, BE, UR, SZ, NW, BS, BL, TI, JU) erfolgt die Besteuerung dieser Erträge von Immobilienfirmen, Bauunternehmern

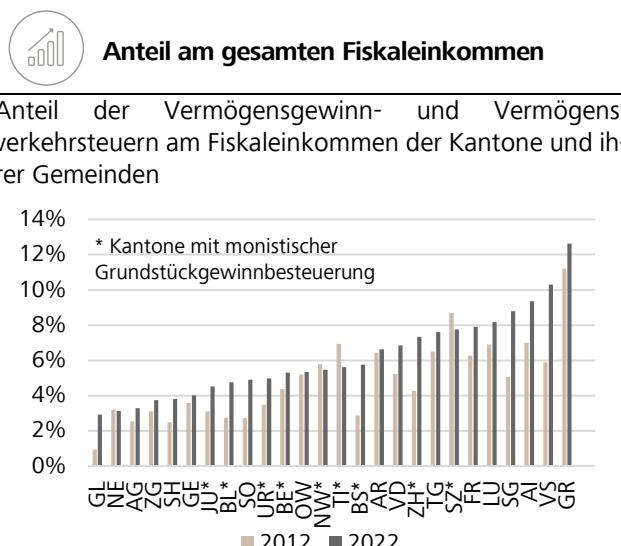
und anderen Rechtspersönlichkeiten über die übliche Gewinnbesteuerung juristischer Personen. Damit sind diese Einnahmen, die angesichts der starken Professionalisierungstendenzen im Immobilienmarkt einen zunehmenden Anteil der erzielten Grundstücksgewinne ausmachen dürfen, leider nicht direkt ermittelbar.

## **Erträge werden weiter steigen**

Die hier besprochenen, bereits heute wichtigen staatlichen Einnahmequellen dürften künftig sogar weiter an Bedeutung gewinnen. Denn dank der Rückkehr des Tiefzinsumfeldes und einer anhaltend dynamischen Zuwanderung wird die Nachfrage nach Immobilien sehr hoch bleiben. Dies trifft sowohl auf selbstgenutztes Wohneigentum als auch auf Renditeliegenschaften zu. Angesichts der gleichzeitig grossen Angebotsknappheit und der sehr verhaltenen Bautätigkeit ist auf absehbare Zeit mit dynamisch steigenden Preisen zu rechnen. Auch wenn die tiefe Bautätigkeit tendenziell für eine stagnierende Zahl an Handänderungen spricht, dürften die anhaltend starken Preisanstiege für spürbar weitersteigende Einnahmen durch Grundstücksgewinnsteuer, Handänderungssteuer und Handänderungsabgaben bei Gemeinden und Kantonen führen.

**Nebeneffekte verstärken sich ebenfalls**

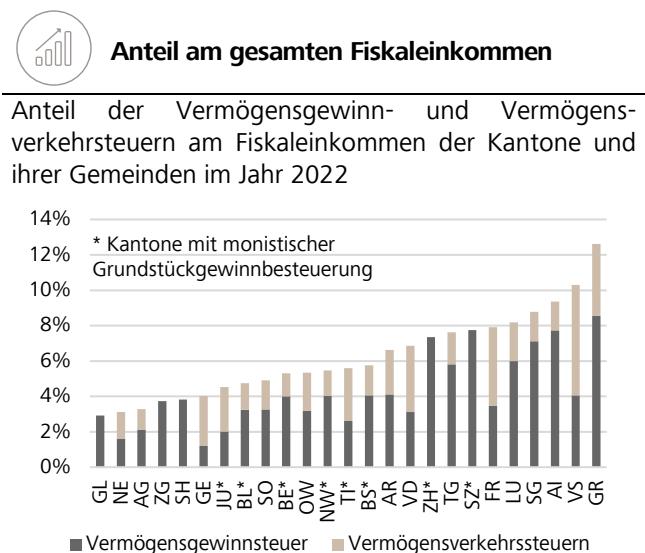
Steuerliche Massnahmen führen, wie alle staatlichen Markt-eingriffe, stets zu vielseitigen gewollten und ungewollten Nebeneffekten. Insbesondere die direkte Besteuerung von Transaktionen nimmt starken Einfluss auf das Anreizsystem von Käufern und Verkäufern. Wie beabsichtigt, reduziert die Grundstücksgewinnsteuer beispielsweise die Attraktivität von kurzfristigen, spekulativen Immobilienkäufen. Allerdings entfalten die hohen, stark steigenden Beträge der Grund-



Quelle: EFV Raiffeisen Economic Research

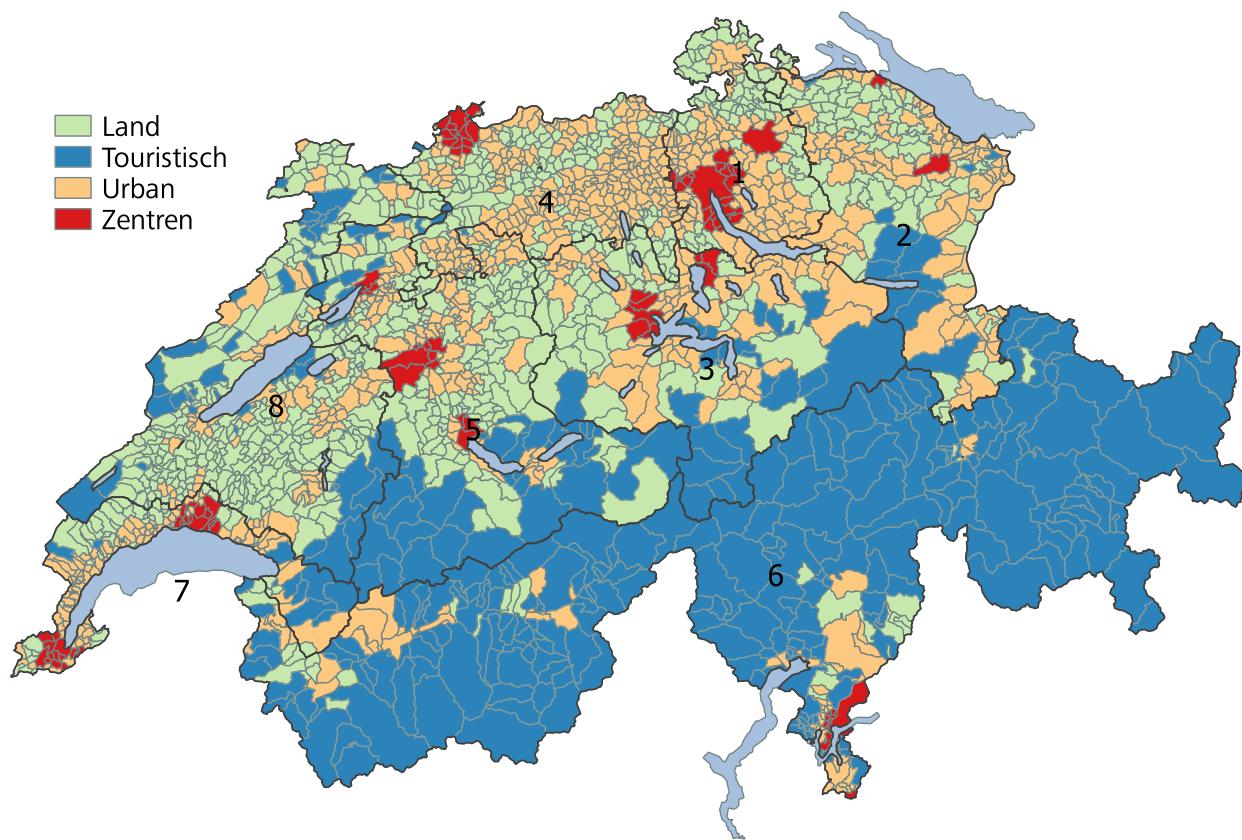
stückgewinnsteuer für viele potenzielle Verkäufer langjährig gehaltener Immobilien eine zunehmend abschreckende Wirkung. Sie können die Kalkulation für Besitzer von Wohneigentum, Renditeliegenschaften oder Baulandparzellen so stark beeinflussen, dass ein Verkauf trotz vorhandener Veräußerungsabsicht ausbleibt. Ein Immobilienbesitzer im Pensionsalter hat beispielsweise grosse Anreize seine Liegenschaft an die nächste Generation zu vererben, statt sie noch zu Lebzeiten zu verkaufen. Dies schränkt schlussendlich die bereits sehr geringe Mobilität der Wohneigentümer zusätzlich ein, was die Fehlallokation des Wohnraums im Eigenheimsegment noch mehr verschärft. Zudem wird die Liquidität am Immobilienmarkt allgemein gehemmt. Leere Bau-landflächen, in die Jahre gekommene Renditeliegenschaften oder noch nicht ideal verdichtete Parzellen, die aus steuerlichen Überlegungen nicht an Projektentwickler oder private Bauherren veräussert werden, lassen dringend benötigtes Verdichtungspotenzial unausgeschöpft.

Und auf der Käuferseite führen die mit den Preisen schnell steigenden Handänderungsabgaben zu einer zusätzlichen Verteuerung der ohnehin sehr hohen Kaufpreise. Dies erschwert obendrein für viele Haushalte den bereits heute kaum möglichen Zugang ins Wohneigentum. Aber auch im Mietwohnungssegment wirken sich diese Abgaben am Ende kostenerhöhend aus. Denn sie blähen für Projektentwickler den Kaufpreis einer zu überbauenden oder zu verdichtenden Parzelle auf. Und für Käufer bereits bestehender Renditeliegenschaften erhöhen die staatlichen Transaktionsgebühren schlicht die Anlagekosten einer getätigten Immobilieninvestition. In beiden Fällen werden diese künstlichen Kostensteigerungen 1:1 an die Mieterschaft überwälzt.



Quelle: EFV, Raiffeisen Economic Research

# Gemeindetypen und Regionen



	Leerwohnungsziffer (2025) in %					Baubewilligungen (2024) in % des Wohnungsbestands				
	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
<b>Schweiz</b>	1	0.7	1.2	1.2	1	0.9	1	1	1	0.5
<b>1 Zürich</b>	0.5	0.3	0.7	1	-	0.9	0.9	1	1.2	-
<b>2 Ostschweiz</b>	1.3	2	1.2	1	1.1	1	0.8	1.1	1.1	0.9
<b>3 Innerschweiz</b>	0.6	0.7	0.5	0.7	0.7	1.1	1	1.2	1.2	0.9
<b>4 Nordwestschweiz</b>	1.2	0.9	1.4	1.1	0.2	1	0.5	1.3	1.3	0.9
<b>5 Bern</b>	1.1	0.7	1.4	1.3	0.8	0.6	0.7	0.5	0.4	0.4
<b>6 Südschweiz</b>	1.3	2.7	1.7	1.5	0.9	0.8	1.3	1.1	1.8	0.5
<b>7 Genfersee</b>	0.6	0.5	0.9	1.8	1.5	1.3	1.4	0.9	0.5	0.5
<b>8 Westschweiz</b>	1.5	0.8	1.6	1.5	1.5	0.8	0.5	0.8	0.9	0.5

	Bevölkerung (2024) Wohnbev., Total und in %					Steuerbares Einkommen (2022) Durchschnitt, in CHF				
	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
<b>Schweiz</b>	9'136'884	33.8	48.1	12	6.1	64'000	69'000	64'000	58'000	51'000
<b>1 Zürich</b>	1'720'306	52.4	42.3	5.3	-	74'000	77'000	72'000	68'000	-
<b>2 Ostschweiz</b>	1'002'590	11.6	72.1	14.4	1.9	58'000	56'000	59'000	57'000	50'000
<b>3 Innerschweiz</b>	900'618	29	51.3	15.8	3.9	78'000	83'000	82'000	60'000	64'000
<b>4 Nordwestschweiz</b>	1'530'914	26.9	64.7	8.3	0.1	64'000	72'000	62'000	61'000	47'000
<b>5 Bern</b>	1'072'214	36.3	39.8	18	5.8	56'000	58'000	56'000	52'000	51'000
<b>6 Südschweiz</b>	873'292	12.3	40	4.3	43.5	52'000	64'000	51'000	50'000	50'000
<b>7 Genfersee</b>	1'175'138	71.2	24.3	3	1.6	70'000	64'000	88'000	71'000	52'000
<b>8 Westschweiz</b>	861'812	8	49.5	37.9	4.7	55'000	54'000	54'000	55'000	53'000

# Verwendete Abkürzungen

<b>ARE</b>	Bundesamt für Raumentwicklung	<b>MWG</b>	Mietwohnung
<b>BFS</b>	Bundesamt für Statistik	<b>REIDA</b>	Real Estate Investment Data Association
<b>BFF</b>	Ehemaliges Bundesamt für Flüchtlinge	<b>SFP</b>	Swiss Finance and Property
<b>BWO</b>	Bundesamt für Wohnungswesen	<b>SBV</b>	Schweizerischer Baumeisterverband
<b>ESTV</b>	Eidgenössische Steuerverwaltung	<b>SECO</b>	Staatssekretariat für Wirtschaft
<b>EFH</b>	Einfamilienhaus	<b>SEM</b>	Staatssekretariat für Migration
<b>EFD</b>	Eidgenössisches Finanzdepartement	<b>SNB</b>	Schweizerische Nationalbank
<b>EMF</b>	European Mortgage Federation	<b>SRED</b>	Swiss Real Estate Datapool
<b>FINMA</b>	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht	<b>STWE</b>	Stockwerkeigentum
<b>FRED</b>	Federal Reserve Economic Research Database	<b>OECD</b>	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
<b>KOF</b>	Konjunkturforschungsstelle	<b>EFV</b>	Eidgenössische Finanzverwaltung

#### **Rechtlicher Hinweis**

##### **Kein Angebot**

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

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

##### **Keine Haftung**

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

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

##### **Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse**

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