



Wordcloud: Gemeinden mit der tiefsten Steuerbelastung. Je grösser der Gemeindegname desto tiefer ist die Steuerbelastung. Dargestellt ist die Steuerbelastung eines Doppelverdienerehepaares mit zwei Kindern und einem Haushaltseinkommen von CHF 150'000.
 Datenbasis: ESTV, Raiffeisen Economic Research

Raiffeisen Economic Research

Immobilien Schweiz – 3Q19

Zunehmend untragbar!

Editorial

Euro schwach, Immobilien stark	3
Marktüberblick	4

Marktumfeld

Wirtschaftliche Rahmenbedingungen	5
Hypothekarmarkt	6

Marktsegmente

Eigentumsobjekte	7
Mietwohnungen	10
Kommerzielle Immobilien	13

Fokus

Was, wenn die Zinsen doch steigen?	15
------------------------------------	----

Anhang	22
---------------	----

Herausgeber

Raiffeisen Economic Research
Martin Neff, Chefökonom
Brandschenkestrasse 110d
8002 Zürich

Autoren

Domagoj Arapovic
Michel Fleury
Francis Schwartz

economic-research@raiffeisen.ch

Weitere Raiffeisen-Publikationen

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

[Direkt-Link zur Webseite](#)

EURO SCHWACH, IMMOBILIEN STARK

Der Euro? Er schwächelt wieder, einmal mehr. Er ist aktuell für knapp einen Franken und zehn Rappen zu haben. Die Parität des Schweizer Frankens zum Euro rückt näher und näher. Gleichzeitig markieren die langfristigen Zinsen in der Schweiz neue historische Tiefs. Wer sein Geld heute in zehnjährige Bundesobligationen anlegt, muss dafür jährlich rekordhohe 0.7% bezahlen. Die abgeblasene Zinswende in den USA und die Skepsis der Europäischen Zentralbank (EZB), die jüngst verlauten liess, dass sie wieder aktiv werden müsse, haben dem Franken nochmals Flügel verliehen und gleichzeitig die Zinsen zu neuen Tiefen befördert. Das hat den Immobilienmarkt auch im Berichtsquartal beflügelt. Die Preise legen im Tempo der Vorquartale weiter zu. Der Markt reagiert zwar auf gestiegene Leerstände und die schwächere Nachfrage, aber der Anlagenotstand hält immer noch genug Investoren bei der Stange, so dass das Angebot nicht weiter einknickt. Entsprechend waren im zweiten Quartal 2019 eine Konsolidierung der Projektionstätigkeit und wiederum rekordverdächtig hohe Preise für Wohneigentum zu beobachten.

Marktkräfte ausgehebelt

Zweifellos nehmen die Investoren in Renditeliegenschaften zunehmend zur Kenntnis, dass sie bei neuen Projekten vorsichtiger kalkulieren müssen als auch schon. Die Leerstände von Mietwohnungen dürften mittlerweile schweizweit deutlich über 2% liegen und der Gipfel bei den Mieten ist überschritten. Das spüren die Player vornehmlich bei der Vermarktung neuer Wohnungen, die schwerer geworden ist, was seit geraumer Zeit entsprechend Druck auf die Mieten von Neubauten erzeugt. Noch steht diese Entwicklung ganz am Anfang und die Schere zwischen Neu- und Bestandsmieten wird sich zwar nicht schliessen, aber auch nicht mehr weiter aufgehen. Wir haben diese Dynamik in der vorliegenden Ausgabe unserer Immobilien Schweiz Publikation etwas näher durchleuchtet. Sie ist zwar nicht annähernd so ausgeprägt wie zu Beginn der Neunzigerjahre, aber sie wird sicherlich auch auf den Bestand Auswirkungen haben, wo es schwerer werden dürfte, Mietzinsüberwälzungen vorzunehmen. Der Immobilienmarkt ist aber traditionell träge und diese Anpassungsmechanismen gehen sehr langsam über die Bühne, aber sie sind lanciert.

Eigentumsmarkt allmählich gesättigt

Trotz der nochmals attraktiver gewordenen Finanzierungsbedingungen infolge neuer Tiefs bei den Hypothekenzinsen kühlt die Nachfrage nach Eigentumsobjekten weiter ab. Die regulatorischen Hürden beim Eigenheimwerb können von immer weniger Haushalten überhaupt noch überwunden werden. Die kalkulatorische Tragbarkeit ist der Spielverderber Nummer eins. Sie liegt meilenweit entfernt von der effektiven Tragbarkeit, was nun wirklich nicht mehr zeitgemäss ist. Darüber hinaus scheitert der Traum von den eigenen vier Wänden auch an den verschärften Eigenmittelvorgaben, welche heute mindestens zehn Prozent hartes Eigenkapital für einen Eigentumserwerb erforderlich machen. Nur knapp 30% der Schweizer Haushalte bzw. natürlichen Personen sind beim heutigen Preisniveau in der Lage, die nötigen Eigenmittel für ein durchschnittliches Einfamilienhaus aufzubringen. Das hat mittlerweile Spuren hinterlassen. Seit 2014 nimmt die Wohneigentumsquote in der Schweiz nicht mehr zu. Das ist insofern bemerkenswert, weil sich seitdem die tatsächliche Tragbarkeit eigentlich nochmals deutlich verbessert hat.

Entertainment statt Shopping

Die erneute Frankenstärke dürften die hiesigen Detailhändler mit Argwohn beobachten, denn sie dürfte den Einkaufstourismus weiter beflügeln. Zusätzliche Marktanteile gehen zudem an den Onlinehandel verloren. Der klassische Detailhandel wird mehr und mehr zu einem Sorgenkind, was natürlich auch auf den Markt für Handelsflächen durchschlägt - weniger in Form erhöhter Leerstände, dafür aber via höhere Fluktuation und einem Wandel der Mieter. Selbst an den Topadressen in den Innenstädten wird dies mittlerweile spürbar. Vermehrt halten Dienstleister Einzug, wo früher noch Ware gegen Geld über den Einkaufstisch wechselte. Das führt zu tieferen Renditen für die Investoren, da Dienstleistungsflächen vor allem an den Einkaufsmeilen einiges „günstiger“ sind als Retailflächen. Auch in den Shoppingcentern muss immer mehr in den Konsumfranken investiert werden. Kein Shopping mehr ohne Happening, so der Trend, mit entsprechenden Auswirkungen auf den Markt für Handelsflächen. Denn unterm Strich kommen die Preise dadurch ziemlich unter Druck.

Wir wünschen eine anregende Lektüre!

Nachfrage

→ Bevölkerung

Die Zuwanderung und das Bevölkerungswachstum sind wichtige Nachfragetreiber für Wohnimmobilien. Zwischen 2008 und 2016 betrug die mittlere Nettozuwanderung 75'000 Personen. Letztes Jahr lag sie noch bei 45'000. Im ersten Halbjahr 2019 ist der Wanderungssaldo gegenüber dem Vorjahr nochmals um 0.8% gefallen.

→ BIP

Die Weltwirtschaft verliert an Schwung, was auch in der Schweiz spürbar ist. Wir rechnen 2019 mit einem BIP-Wachstum von 1.2% nach 2.6% in 2018.

→ Einkommen

Das Beschäftigungswachstum lässt langsam nach. Gleichzeitig stagnieren die Reallöhne weiterhin, weshalb auch das Wachstum der aggregierten Haushaltseinkommen abnimmt.

↗ Finanzierungsumfeld

Zinserhöhungen seitens der EZB und der Fed sind nicht absehbar. Der Zinsausblick ist sogar eher weiter nach unten gerichtet. Für die Schweiz bedeutet dies, dass das Negativzinsumfeld noch lange anhalten wird. Hypotheken werden eher noch günstiger.

↗ Anlagen

Trotz hoher Leerstandsquote, sinkender Neumieten und einer anhaltenden starken Produktion bleiben Immobilien im aktuellen Tiefzinsumfeld bis auf Weiteres eine äusserst interessante Anlagealternative.

Angebot

→ Bautätigkeit

Obwohl die Anzahl der geplanten Bauvorhaben in den letzten 1-2 Jahren deutlich abgenommen hat, wird aufgrund der Attraktivität von Immobilienanlagen weiterhin viel gebaut. In den kommenden Jahren sollten aber weniger neue Wohnungen auf den Markt kommen als in den letzten Quartalen. Das attraktive Finanzierungsumfeld, ein grosser Arbeitsvorrat und das grosse Potential von Sanierungs-/Unterhaltsarbeiten am alternden Schweizer Gebäudepark dürften eine harte Landung in der Baubranche verhindern.

↗ Leerstände

Die Leerstände nehmen schweizweit weiter zu. Vor allem in periphereren, urbanen Gemeinden hat das Leerstandsniveau teilweise kritische Schwellen erreicht. Dass Investoren und Entwickler darauf mit einer Drosselung der Bautätigkeit reagiert haben, zeugt vom Einsetzen der sanften Landung am Mietwohnungsmarkt.

Preisausblick

→ Eigentum

Die starke Preisdynamik der letzten Jahre schwächt sich allmählich ab, da im Segment des Wohneigentums ein sehr hohes Preisniveau erreicht wurde und sich viele Haushalte ein Eigenheim kaum noch leisten können. Dennoch wird das attraktive Finanzierungsumfeld weiterhin die Nachfrage befeuern und in Kombination mit einem knappen Angebot für steigende Eigenheimpreise sorgen.

↘ Mieten

Die anhaltend rege Bautätigkeit im Mietwohnungssektor hat in vielen Regionen zu einem Überangebot geführt, welches immer stärkeren Druck auf die Marktmieten ausübt. Besonders in der urbanen Peripherie müssen Vermieter mit tieferen Mieteinnahmen bei Neuvermietung kalkulieren. Die sinkenden Mieten wirken aber zunehmend korrigierend auf die Bautätigkeit und leiten das „Soft-Landing“ im Markt für Renditeliegenschaften ein.

WIRTSCHAFTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN

Die globale Konjunktur schwächelt weiterhin, weshalb die „grossen“ Notenbanken die Geldpolitik lockern wollen. Auch die Schweizer Wirtschaft verliert an Fahrt; das Beschäftigungswachstum hat bereits leicht abgenommen. Der Baubranche droht indes kein Ungemach, da die Zinsen weiterhin extrem tief bleiben.

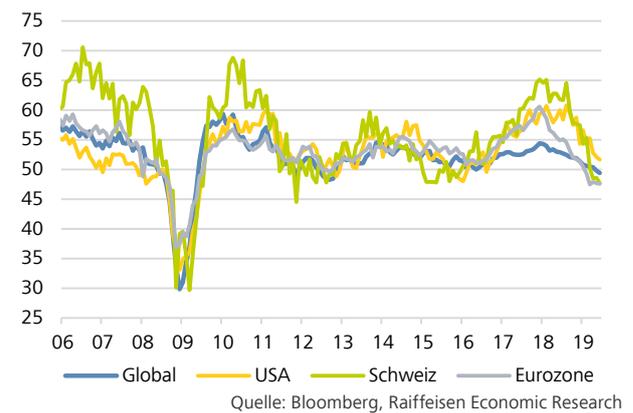
Die konjunkturellen Vorlaufindikatoren haben sich zuletzt weltweit weiter verschlechtert. Erstmals seit 2012 und dem Höhepunkt der Eurokrise ist der globale Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe unter die Expansionsschwelle von 50 gefallen, was auf eine Industrierezession hindeutet. In den USA liegt der PMI mittlerweile nur noch knapp über 50, in vielen anderen Ländern klar darunter, auch in der Schweiz. Die Entwicklung der Auftragsbücher deutet auf keine baldige Trendwende zum Positiven hin. Die Unternehmensstimmung wird zudem weiterhin durch latente Risiken wie z.B. die globalen Handelskonflikte belastet. Damit steigt die Gefahr, dass sich der Geschäftsrückgang in der exportorientierten Industrie vermehrt auf die Binnen-nachfrage niederschlägt, die im Allgemeinen wie auch in der Schweiz noch robust ist.

Weniger Nachfrageimpulse für den Wohnmarkt

Aufgrund des Konjunkturabschwungs lässt das Schweizer Beschäftigungswachstum langsam nach (siehe Grafik). Damit nimmt das Wachstum der aggregierten Haushaltseinkommen ab, da die Schweizer Reallöhne weiterhin stagnieren. Die Nominallöhne steigen derzeit um 0.5% und halten damit nur knapp mit der Inflation Schritt. Für den Immobilienmarkt hat dies zur Folge, dass die Nachfrageimpulse etwas weniger stark ausfallen. Die rückläufige Zuwanderung hat den gleichen Effekt; im ersten Halbjahr 2019 ist der Wanderungssaldo um 0.8% gegenüber der Vorjahresperiode gefallen. Insgesamt stellt die aktuelle Konjunkturlage aber keine Gefahr für den Schweizer Immobilienmarkt dar. Die Zinsen bleiben äusserst tief oder sinken sogar noch weiter (siehe nächste Seite), was Immobilien attraktiv hält. Die Wohnbauaktivität, die zuletzt nur noch leicht rückläufig war, bleibt damit gut unterstützt. Das Soft Landing dürfte sich also fortsetzen. Ein besonderes Augenmerk legen wir hingegen auf den Wirtschaftsbau, also Büro- und Gewerbebauten. Hier hat die rege Bautätigkeit trotz der Wachstumsdelle in der Industrie zuletzt nochmals kräftig zugelegt. Gleichzeitig verharren die Arbeitsvorräte auf hohem Niveau, weshalb Überkapazitäten drohen und somit über kurz oder lang auch ein Verdrängungsprozess.

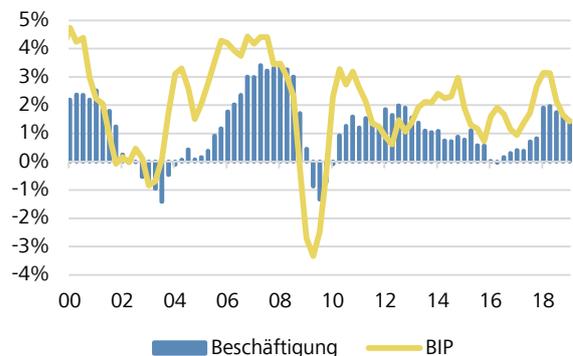
Weiterhin schwache Vorlaufindikatoren

Einkaufsmanagerindex, Verarbeitendes Gewerbe



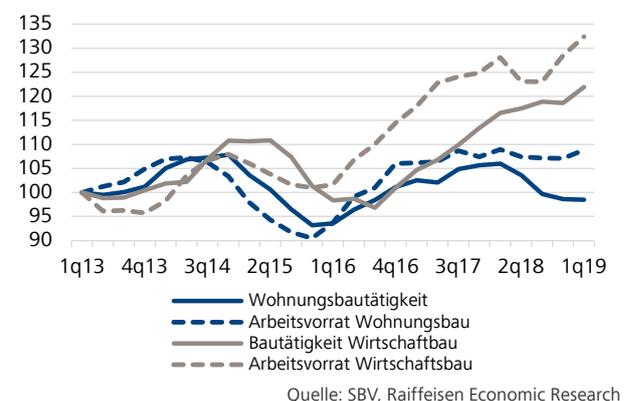
Beschäftigungswachstum lässt nach

Schweizer Beschäftigung (VZÄ) und BIP, yoy



Sanfte Landung der Wohnbautätigkeit

Bauaktivität, indexiert, 12-Monatssummen, 3q12 = 100



HYPOTHEKARMARKT

Die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank (EZB) schalten in den Lockerungsmodus. Damit steigt der Druck auf die SNB, die mit einem wiedererstarkten Franken konfrontiert ist. Der Markt preist sogar einen noch höheren Negativzins ein. Derweil sinken die Hypothekarzinsen von Rekordtief zu Rekordtief.

Die US-Notenbank Fed befindet sich erstmals seit der Finanzkrise wieder im Zinssenkungsmodus. Grund dafür ist vor allem die schwache Entwicklung der Weltwirtschaft und teilweise wohl auch der politische Druck durch Donald Trump. Auf der anderen Seite des Atlantiks stehen die Weichen ebenfalls auf niedrigere Leitzinsen. Der grosse Unterschied ist aber, dass die EZB und die Schweizerische Nationalbank in den letzten Jahren nicht einmal eine einzige Zinserhöhung vorgenommen haben. Ihre Leitzinsen sind immer noch negativ, weshalb zinspolitisch nur wenig Handlungsspielraum besteht. Die EZB dürfte daher die Käufe von europäischen Staatsanleihen wieder aufnehmen, während die SNB aufgrund des wiedererstarkten Frankens zu neuen Devisenmarktinterventionen gezwungen werden könnte. Die Kapitalmarktzinsen haben sich als Folge der geldpolitischen Kehrtwende abermals stark verringert. Über drei Viertel der europäischen Staatsanleihen weisen mittlerweile Negativzinsen aus und in der Schweiz notiert fast die gesamte Zinskurve unter der Nullgrenze.

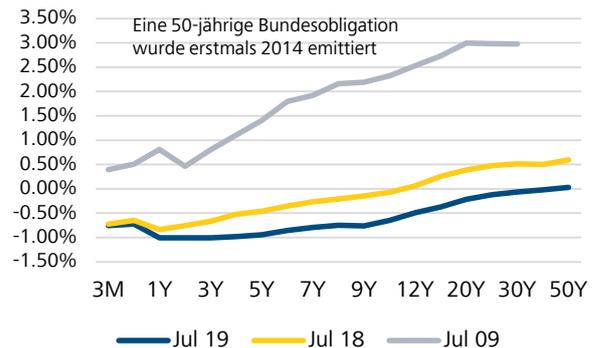
Hypotheken so günstig wie nie

Die Schweizer Hypothekarzinsen sind in den letzten Monaten ebenfalls spürbar gesunken. Im Juli waren Hypotheken über alle Laufzeiten hinweg so günstig wie noch nie. Bei einigen Anbietern lagen die Hypozinsen für 10-jährige Festhypotheken erstmals unter 1.0%. Langfristige Festhypotheken sind nur noch unwesentlich teurer als kurzfristige. Das zeigt, wie niedrig die langfristigen Zinserwartungen mittlerweile sind. Vereinzelt kommen institutionelle Kunden sogar zu Hypotheken mit Negativzinsen.

Aufgrund der Kehrtwende der Notenbanken dürften die Hypothekarzinsen sehr niedrig bleiben, wenn nicht sogar noch weiter sinken. Damit bleibt Wohneigentum finanziell nach wie vor sehr attraktiv. Bei den Neuabschlüssen waren zuletzt besonders Langfristhypotheken (über 7 Jahre) gefragt. Das Hypothekenwachstum bleibt dabei stabil bei ca. 3%, denn rekordtiefe Zinsen hin oder her: Die kalkulatorische Finanzierungshürde, welche vielen Schweizer Haushalten den Erwerb von Wohneigentum verwehrt, bleibt unverändert hoch.

Zinskurve fast durchgängig unter der Nullgrenze

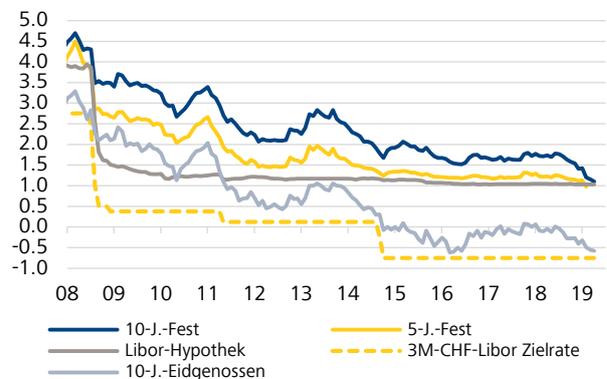
Schweizer Geld- und Kapitalmarktzinsen



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Economic Research

Hypothekarzinsen auf neuen Rekordtiefs

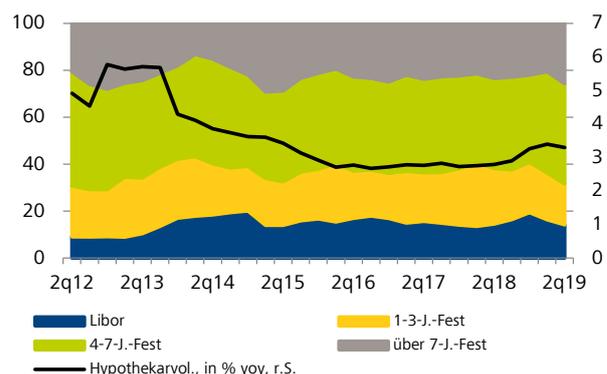
Zinssätze für Neugeschäfte, Mittelwert, in %



Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

Langfristhypotheken gefragt

Laufzeitstruktur neue Hypotheken Raiffeisen, in %



Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

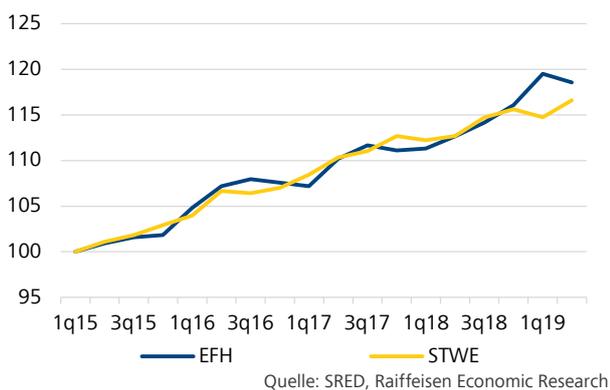
EIGENTUMSOBJEKTE

Die Preise für Wohneigentum steigen auch dieses Jahr weiter an. Die hohen Preise verunmöglichen vielen Schweizern den Traum vom Eigenheim. Dies zeigt sich z.B. an der gesunkenen Eigentumsquote. Aufgrund hoher regulatorischer Hürden kann sich vielerorts nur eine Minderheit ein Einfamilienhaus leisten.

Auch in der ersten Hälfte des Jahres 2019 lässt sich bei den Eigenheimpreisen ein anhaltender Trend beobachten: Die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen steigen immer weiter in die Höhe. Gegenüber dem ersten Quartal sind die Preise für Einfamilienhäuser zwar um -0.8% leicht zurückgegangen, im Vergleich zum 2. Quartal des Vorjahres sind sie aber um rund 5% gestiegen. Das Preisniveau für Eigentumswohnungen ist nach dem leichten Rückgang im Vorquartal aktuell wieder um 1.6% gestiegen. Auch hier zeugt der Preisanstieg um mehr als 3% seit dem 2. Quartal 2018 vom Trend des immer teurer werdenden Wohneigentums. Wie wir in den letzten Ausgaben unserer Immobilien Schweiz Publikation bereits detailliert besprochen haben, ist dies primär auf die Kombination aus historisch tiefen Zinsen, welche für eine starke Nachfrage sorgen, sowie eine knappe Angebotsmenge zurückzuführen. Aktuell gibt es keine Anzeichen, welche auf eine Veränderung der tiefen Zinsen oder eine starke Zunahme des Angebotes deuten würden. Wir rechnen daher weiterhin mit steigenden Preisen am schweizerischen Eigenheimmarkt.

Schere zwischen EFH und STWE schliesst sich wieder

Raiffeisen Transaktionspreisindizes, 1q15 = 100



Die Aufschlüsselung auf die einzelnen Grossregionen zeigt, dass sich die auf nationaler Ebene gemessene Preissteigerung auch in allen Schweizer Regionen feststellen lässt. Im Segment der Einfamilienhäuser waren in den letzten 4 Quartalen in der Innerschweiz (+7.7%) und der Ostschweiz (+7%) im Schnitt die höchsten Preisanstiege zu verzeichnen. In der Westschweiz sind die

EFH-Preise unverändert geblieben. Beim Stockwerkeigentum hingegen liegt die Westschweiz mit einem Preiswachstum von 5.6% vor der Innerschweiz (+5.5%) und der Genferseeregion (+5.3%) an der Spitzenposition. Im gemittelten Vorjahresvergleich sind die Preise in der Südschweiz durchschnittlich mit 1.5% am wenigsten stark gestiegen. Auch in den Regionen Nordwestschweiz (+2.3%), Zürich (+2.4%) und Genfersee (+2.4%) waren verhältnismässig eher kleinere Preisanstiege zu verzeichnen.

Regionale Preisentwicklung

Wachstumsraten Transaktionspreisindex, Stand 2q19
Aktuell: gleitendes Mittel der Vorjahresveränderungen über 4 Quartale in %

	EFH		STWE	
	ø 13-18	aktuell	ø 13-18	aktuell
Schweiz	3.1	4.8	3.3	2.9
1 Zürich	3.7	3.6	4.1	2.4
2 Ostschweiz	2.5	7.0	4.8	3.1
3 Innerschweiz	2.7	7.7	3.9	5.5
4 Nordwestschw.	3.5	2.3	4.1	2.3
5 Bern	3.9	6.4	4.4	5.3
6 Südschweiz	2.2	3.1	2.5	1.5
7 Genfersee	0.8	5.4	1.9	2.4
8 Westschweiz	2.2	-0.1	4.6	5.6

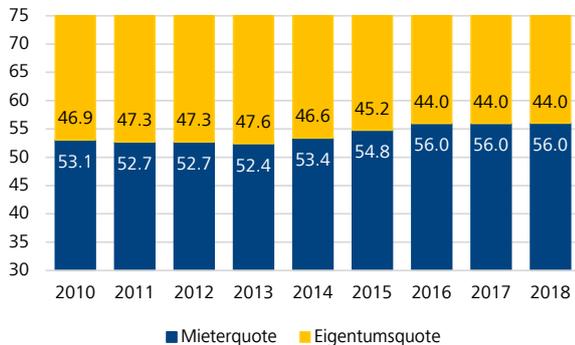
Quelle: SRED, Raiffeisen Economic Research

Hohe Preise verbauen den Traum vom Eigenheim

Für Besitzer von Wohneigentum sind stetig steigende Preise natürlich sehr willkommen, da das Eigenheim jedes Jahr deutlich an Wert zulegt. Obwohl der Erwerb von Wohneigentum aufgrund der historisch tiefen Zinsen noch nie so attraktiv war wie heute, wird es für grosse Teile der Schweizer Bevölkerung aber immer schwieriger, sich den Traum vom Eigenheim zu erfüllen. Die regulatorischen Beschränkungen und die rasante Preisentwicklung zwingen potentielle Interessenten dazu, immer mehr Eigenkapital aufzubringen und immer höhere Einkommen erzielen zu müssen, um überhaupt eine Hypothekendarfinanzierung zu erhalten.

Sinkende Eigentumsquote aufgrund hoher Preise

Anteil der Haushalte die zur Miete und im selbstgenutzten Wohneigentum wohnen, in %



Quelle: SAKE, Raiffeisen Economic Research

Natürlich hat diese Entwicklung strukturelle Folgen für die Wohnsituation der Schweizer Haushalte. Traditionellerweise ist die Schweiz mit einer Wohneigentumsquote von rund 40% das europäische Schlusslicht. Die historische Entwicklung zeigt, dass sich der Anteil Wohneigentümer seit den 1990er Jahren kontinuierlich vergrössert hat. Diese Entwicklung lässt sich mithilfe der Daten der Schweizerischen Arbeitskräfteerhebung (SAKE) zwischen 2010 und 2013 ebenfalls aufzeigen. Im Jahr 2013 lebten 47.6% der Schweizer Haushalte in einer im eigenen Besitz befindlichen Wohnimmobilie. Aufgrund der sehr hohen Preise kehrt sich diese Entwicklung ab 2014 aber um. Da sich immer weniger Haushalte Wohneigentum leisten können, steigt die Mieterquote wieder an. Bis 2016 sank der Anteil Haushalte, der in selbstgenutzten Wohneigentum lebt auf 44%. Bis heute verweilt die Eigentümerquote auf diesem tiefen Niveau. Die höheren Eigentümeranteile dieser Erhebung im Vergleich zur Eigentümerquote des Bundesamts für Statistik lassen sich durch eine unterschiedliche Messmethode erklären.

Eigenkapital als hohe, aber überwindbare Hürde

Um in der Schweiz heute an einen Hypothekarkredit für selbstgenutztes Wohneigentum zu kommen, müssen Käufer mindestens 20% des Kaufpreises selbst aufbringen können, wobei maximal 10% aus obligatorischen Vorsorgegeldern stammen dürfen. Die unten stehende Tabelle listet den mittleren Einfamilienhauspreis und das mittlere Vermögen der natürlichen Personen laut Definition der Eidgenössischen Steuerverwaltung (ESTV) pro Kanton auf. Es zeigt sich, dass in den meisten Kantonen das Durchschnittsvermögen für den Kauf eines typischen Hauses mit 5 Zimmern reichen würde. Es gilt aber zu beachten, dass das Durchschnittsvermögen durch wenige sehr wohlhabende Personen in die Höhe ge-

trieben wird. Betrachtet man den Anteil der natürlichen Personen, welche sich im jeweiligen Kanton das typische Haus nicht leisten könnten, verändert sich das Bild deutlich. Je nach Kanton variiert der Anteil zwischen rund der Hälfte und mehr als 80%. Es muss angemerkt werden, dass die ESTV natürliche Personen als Steuersubjekte definiert und verheiratete Paare hierbei als eine natürliche Person erfasst sind. Da Rund 52% der erwachsenen Bevölkerung verheiratet ist, sind ca. ein Drittel der hier erfassten natürlichen Personen Ehepaare.

EFH-Preise und Vermögen von Privatpersonen

Modellierter EFH-Preis (5 Zimmer, 5 Jahre alt, 800m³ Kubatur, 600m² Grundstücksfläche), mindestens benötigtes Eigenkapital, Durchschnittsvermögen und Anteil natürlicher Personen (laut ESTV) ohne genügend Eigenkapital

	EFH-Preis	Benötigtes Eigenkapital	Ø -Vermögen	Nat. Personen ohne genug Kapital
CH	1'147'000	229'400	342'188	71%
UR	937'000	187'400	289'731	56%
AI	977'000	195'400	396'968	58%
GR	1'002'000	200'400	349'316	58%
AR	967'000	193'400	492'708	61%
NW	1'201'000	240'200	1'052'693	61%
SZ	1'391'000	278'200	1'138'951	61%
SG	899'000	179'800	335'965	62%
GL	824'000	164'800	285'496	63%
TG	959'000	191'800	339'919	64%
AG	1'001'000	200'200	296'929	67%
SH	985'000	197'000	255'324	68%
ZG	2'079'000	415'800	832'002	69%
BE	949'000	189'800	253'845	70%
LU	1'020'000	204'000	341'435	70%
OW	1'294'000	258'800	473'411	70%
ZH	1'441'000	288'200	450'471	70%
JU	595'000	119'000	155'248	72%
VS	944'000	188'800	179'533	74%
TI	1'080'000	216'000	254'170	75%
VD	1'338'000	267'600	316'067	75%
NE	1'004'000	200'800	181'187	78%
BL	1'252'000	250'400	253'227	79%
FR	880'000	176'000	165'519	80%
BS	1'665'000	333'000	443'265	81%
SO	894'000	178'800	164'237	81%
GE	1'908'000	381'600	415'344	82%

Quelle: ESTV, SNB, SRED, Raiffeisen Economic Research

Beim Kauf von Wohneigentum sind meist 2 Personen beteiligt und daher ist vor allem das Haushaltsvermögen relevant. Naturgemäss können Mehrpersonenhaushalte

das für ein Einfamilienhaus benötigte Eigenkapital eher aufbringen als Einzelpersonen. Ein weiterer wichtiger, das Eigenkapital betreffender Aspekt ist das Erben von Vermögenswerten sowie Schenkungen in Form von Erbvorbezügen. In der Schweiz werden jährlich durch Erbgänge CHF 63 Mia. zwischen den Generationen weitergegeben. Jedes Jahr wird etwa gleichviel vererbt, wie schweizweit angespart wird. Zudem werden Schenkungen zu Lebzeiten mit einem Volumen von schätzungsweise CHF 15 bis 20 Mia. getätigt. Es werden also jährlich hohe Summen an jüngere Generationen weitergereicht, was das Erreichen der Eigenkapitalanforderungen für Betroffene natürlich deutlich erleichtert.

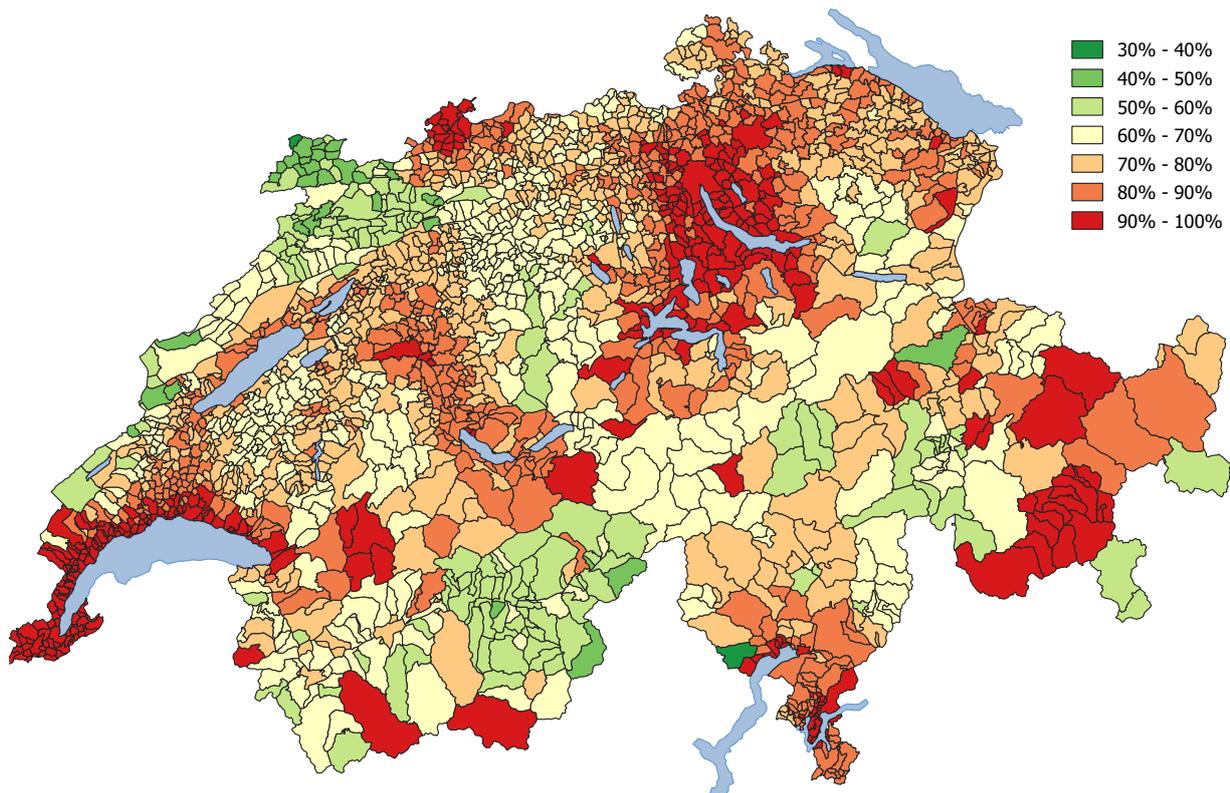
Kalkulatorische Tragbarkeit als Spielverderber

Möchte ein Schweizer Haushalt ein im Schweizer Schnitt eher günstiges Einfamilienhaus für CHF 1 Mio. erwerben und kann dafür das 20%-Minimum an Eigenkapital aufbringen, so muss er für die Bankhypothek von CHF 800'000 ein Jahreseinkommen von mindestens CHF 176'000 aufweisen. Erst ab diesem Einkommen ist sichergestellt, dass die im Selbstregulatorium der Banken verwendeten kalkulatorischen Hypothekarzinsen von durchschnittlich 5% sowie je 1% des Belehnungswertes für Amortisation und Unterhalt nicht ein Drittel des Haushaltseinkommens übersteigen. Im Jahr 2018 lag der jährliche Bruttomedian-

lohn für Vollzeitangestellte in der Schweiz bei CHF 81'000. Selbst wenn also zwei Personen Vollzeit berufstätig wären, würde der Medianlohn nicht ausreichen, um die Tragbarkeitsbedingungen einer solchen Belehnung zu erfüllen. Aus der Karte weiter unten ist ersichtlich, welcher Anteil der Haushalte sich die Maximalbelehnung eines typischen Hauses mit 5 Zimmern in einer Gemeinde nicht leisten kann. Es sticht sofort ins Auge, dass sich im Einzugsgebiet grösserer Städte über 80% der Haushalte ein Durchschnittshaus aufgrund der Tragbarkeitsberechnung nicht leisten können. Besonders gravierend erscheint die Situation in der Region Zürich und um den Genfersee. Es vermag daher kaum zu erstaunen, dass sich Personen aus diesen Regionen beim Eigenheimkauf vermehrt in ländlicheren Lagen umschauchen. Grössere Gebiete, in denen die Mehrheit der Haushalte die Tragbarkeitsbedingungen für ein Durchschnittshaus erfüllen, finden sich nur noch in den sehr ländlichen und eher strukturschwachen Regionen des Jurabogens. In fast allen Gemeinden der Schweiz verbaut die hohe Hürde des kalkulatorischen Zinssatzes der Mehrheit der Bevölkerung den Traum vom Einfamilienhaus. Angesichts der aktuell extrem niedrigen Zinsen und der berechtigten Zweifel, ob das Zinsniveau in absehbarer Zeit überhaupt wieder (stark) ansteigen kann, wirft dies deutliche Fragen zur Angemessenheit der regulatorischen 5%-Hürde auf.

Tragbarkeitsregeln als unüberwindbare Hürde für die meisten Haushalte

Anteil der Haushalte, welche bei einer 80%-Belehnung ein typisches EFH in ihrer Gemeinde nicht tragen könnten.



Quelle: HABE, SRED, Raiffeisen Economic Research

MIETWOHNUNGEN

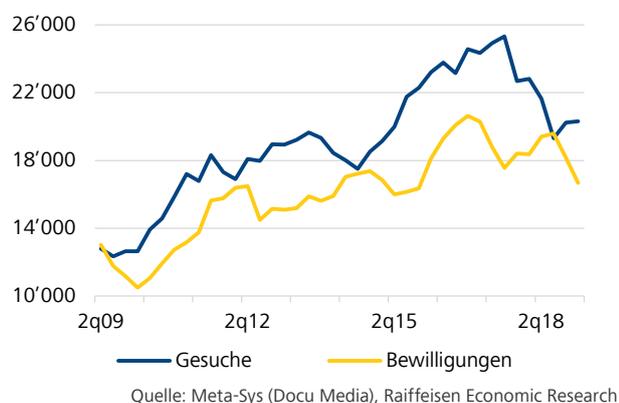
Nach einem deutlichen Rückgang in den letzten Quartalen hat sich die Zahl der Baugesuche für Renditeliegenschaften seit Anfang des Jahres stabilisiert. Während sich der Sinkflug der Angebotsmieten nochmals akzentuiert hat, steigen die Bestandsmieten weiter an. Diese unterschiedliche Entwicklung ist die Folge der starken Bautätigkeit und der laufenden Sanierung des Wohnungsbestands.

Die Anzahl der Baugesuche für neue Mietwohnungen tendiert seit Anfang Jahr seitwärts. Damit wurde der Abwärtstrend der vorherigen Quartale gestoppt. Die tiefen Zinsen, aber insbesondere auch die Erwartung, dass diese noch länger tief bleiben werden, kompensieren in den Renditekalkulationen der Investoren und Projektentwickler die negativen Aussichten bezüglich Mietpreisentwicklung, Leerständen und Zuwanderung. Investitionen in Renditeliegenschaften bleiben schlichtweg mangels Alternativen für Investoren attraktiv. Es mehren sich im Markt derzeit sogar die Fälle, bei denen institutionelle Immobilieninvestoren mit guter Bonität Geld für das Aufnehmen einer Hypothek bekommen. Einige Banken bezahlen lieber einen kleinen Promillesatz an Kreditnehmer mit guter Bonität als überschüssiges Geld auf den Girokonten der Nationalbank zum Strafzins von -0.75% zu parkieren.

Obwohl das Niveau der Projektionstätigkeit aktuell um 20% tiefer ist als zum Höchststand Mitte 2017, werden nach wie vor mehr Wohnungen geplant, als dies die Nachfrageentwicklung verlangen würde. Wenn die Immobilienbranche bei der Bautätigkeit nicht stärker auf die Bremse drückt, werden die Leerstände in den nächsten Jahren unvermindert zunehmen und der Druck auf die Angebotsmieten wird noch grösser.

Projektionstätigkeit immer noch rege

Wohneinheiten für MWG (Neubau, 12-Monatssummen)



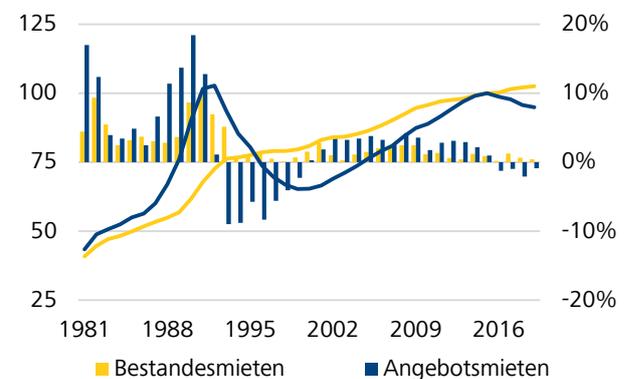
Sinkende Angebots-, steigende Bestandsmieten

Seit dem Jahr 2015 sinken in der Schweiz die Angebotsmieten für Mietwohnungen. Eine Mietwohnung ist heute 5.1% günstiger im Angebot als zum Höhepunkt des aktuellen Zyklus im Jahr 2015. Dies ist nicht verwunderlich, angesichts der Marktlage, die durch eine starke Bautätigkeit, historisch hohe Leerstände und eine rückläufige Zuwanderung geprägt ist. Die Preisbildung am gesamtschweizerischen Mietwohnungsmarkt folgt damit den natürlichen Gesetzen von Angebot und Nachfrage.

Die Bestandsmieten im Mietpreisindex des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) des Bundesamts für Statistik (BFS) sind in der gleichen Periode hingegen nicht gesunken, sondern sogar um 2.5% gestiegen.

Divergierende Preisindizes

Indiziert (I.S.), Wachstum gegenüber Vorjahr (r.S.)
2019, annualisiert, Jahr 2015=100

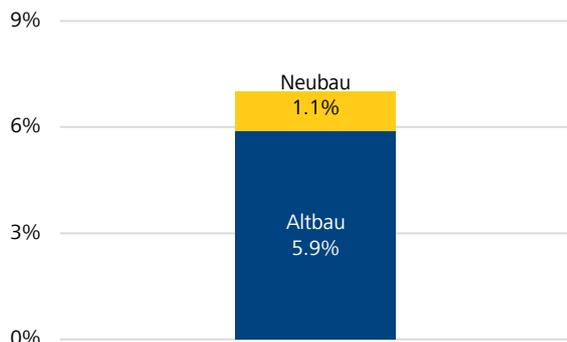


Die Divergenz mag auf den ersten Blick verblüffen. Sie ist aber nur ein scheinbarer Widerspruch. Denn die beiden Indizes messen nicht dasselbe und können sich deshalb unterschiedlich entwickeln. Ein Angebotspreisindex misst die Preisentwicklung des sich auf dem Markt befindlichen Angebots, also derjenigen Wohnungen, die jeweils zur Vermietung ausgeschrieben sind. Dies sind sowohl Neubauwohnungen als auch bestehende Wohnungen, in denen Mieterwechsel stattfinden. Der LIK-Mietpreisindex stellt dagegen dar, wie sich die Miete für sämtliche Wohnungen entwickelt. Es werden also

auch Wohnungen miterfasst, die nicht auf den Markt kommen. Da pro Jahr nur etwa 7% aller Wohnungen „umgeschlagen“ werden, misst dieser Index vor allem die Entwicklung der Bestandsmieten.

Anteil von Neubau und Altbau am Angebot

Anzahl Inserate im Verhältnis zum Mietwohnungsbestand, Schweiz, 2018



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

Regional unausgewogene Neubautätigkeit

Mit ein Grund für die unterschiedliche Entwicklung der Indizes liegt in der regionalen Struktur der Neubautätigkeit der letzten Jahre. Ein Grossteil der Neubauten entstand in urbanen und suburbanen Gemeinden. Dadurch ist in vielen Gemeinden ein Überangebot entstanden. Dies liess die Leerstände steigen und brachte regional die Neumieten unter Druck. Durch Preiskonzessionen werden Neubauten relativ zu den Altbauten attraktiver. Bei einem Umzug von Mietern von Altbauten in Neubauten sind zwei Inserate einer Region mit sinkender Preistendenz auf den Immobilienportalen relevant. Sie fliessen in den Angebotspreisindex ein.

Da der Angebotspreisindex eine Gewichtung nach historischen Angebotsmengen vornimmt, misst er verstärkt die Preisentwicklung in den Regionen mit hohem Wohnungsumschlag. Also im aktuellen Umfeld vor allem diejenigen Regionen mit grossem Angebot sowie einer negativen Preisdynamik und nicht diejenigen Regionen mit knappem Angebot, tiefem Umschlag und nach wie vor steigenden Preisen. Dies sind beispielsweise die grossen Städte Zürich, Bern und Genf (vgl. Karte auf der nächsten Seite).

Der Bestandspreisindex misst dagegen eine für die gesamte Schweiz repräsentative Mietpreisentwicklung, dabei werden die Regionen nach deren Mietwohnungsbestand gewichtet. Der Index berücksichtigt damit die Preisentwicklung der bevölkerungsreichen Regionen mit tiefem Umschlag und hoher Mieterquote stärker als der Angebotspreisindex. Damit haben im aktuellen Umfeld die Regionen mit positiver Preisentwicklung ein stärkeres Gewicht.

Bestandsmieter geniessen Vertragslaufzeitprämie

Der Bestandsmietpreisindex steigt, wenn die Angebotsmieten ein höheres Niveau als die Bestandsmieten aufweisen und sich gleichzeitig die durchschnittliche Mietvertragsdauer der Mieter verkürzt.

Bei identischen Merkmalen sind Wohnungen, in denen die Bewohner schon länger leben, günstiger als solche, in denen die Bewohner erst seit kurzem wohnen. Die Gründe dafür liegen im Mietrecht, welches die Bestandsmieter vor Anpassungen ihrer Mieten an das Marktniveau schützt. Je länger jemand in seiner Wohnung lebt, desto grösser ist diese „Vertragslaufzeitprämie“, denn von 2000 bis 2015 sind die Angebotsmieten viel stärker gestiegen als die Bestandsmieten.

Zieht nun jemand von einer seit längerer Zeit bewohnten Altbau in andere Wohnung, verliert er diese Vertragslaufzeitprämie und zahlt neu eine Marktmiete ohne diesen Abschlag. Es gibt verschiedene Gründe, warum jemand seine Vertragslaufzeitprämie verliert. Manche Mieter müssen aus beruflichen oder familiären Gründen umziehen, andere finden im aktuellen Umfeld eine vergleichsweise attraktivere Neubauwohnung. Wieder andere müssen ihre Wohnung verlassen, weil eine Totalsanierung ihrer Immobilie mit Leerkündigung sie dazu zwingt.

Von Ende 2015 bis Ende 2018 hat sich die durchschnittliche Vertragsdauer der Schweizer Mieterverträge von 10.1 auf 8.7 Jahre deutlich verkürzt. Dieser Rückgang der Vertragsdauer kommt einer Auflösung von Vertragslaufzeitprämien gleich. Er führte zu einem starken Anstieg der Bestandsmieten. Angebotsmieten messen diesen Effekt nicht, da bei neuen Mietverhältnissen keine Vertragslaufzeitprämie besteht.

Überkompensation des Referenzzinssatzeffektes

Diese preistreibenden Effekte auf die Bestandsmieten überlagern die Auswirkungen der sinkenden Angebotsmieten und des gesunkenen Referenzzinssatzes. Ein sinkender Referenzzinssatz berechtigt die Bestandsmieter theoretisch, eine Senkung des Mietzinses einzufordern. Seit Mitte 2015 ist der Referenzzinssatz trotz nochmals deutlich gesunkener Zinsen nur einmal um 0.25 Prozentpunkte gesunken. Diese Senkung hätte, wenn alle Mieter die Mietzinsanpassung eingefordert und alle Vermieter sie gewährt hätten ceteris paribus zu einer Senkung der Bestandsmieten um 3% während der letzten 4 Jahre geführt. Tatsächlich werden aber nur jeweils bei rund 20% der bestehenden Mietverhältnisse aufgrund von Referenzzinssatzsenkungen Mieten angepasst. Deshalb betrug der annualisierte

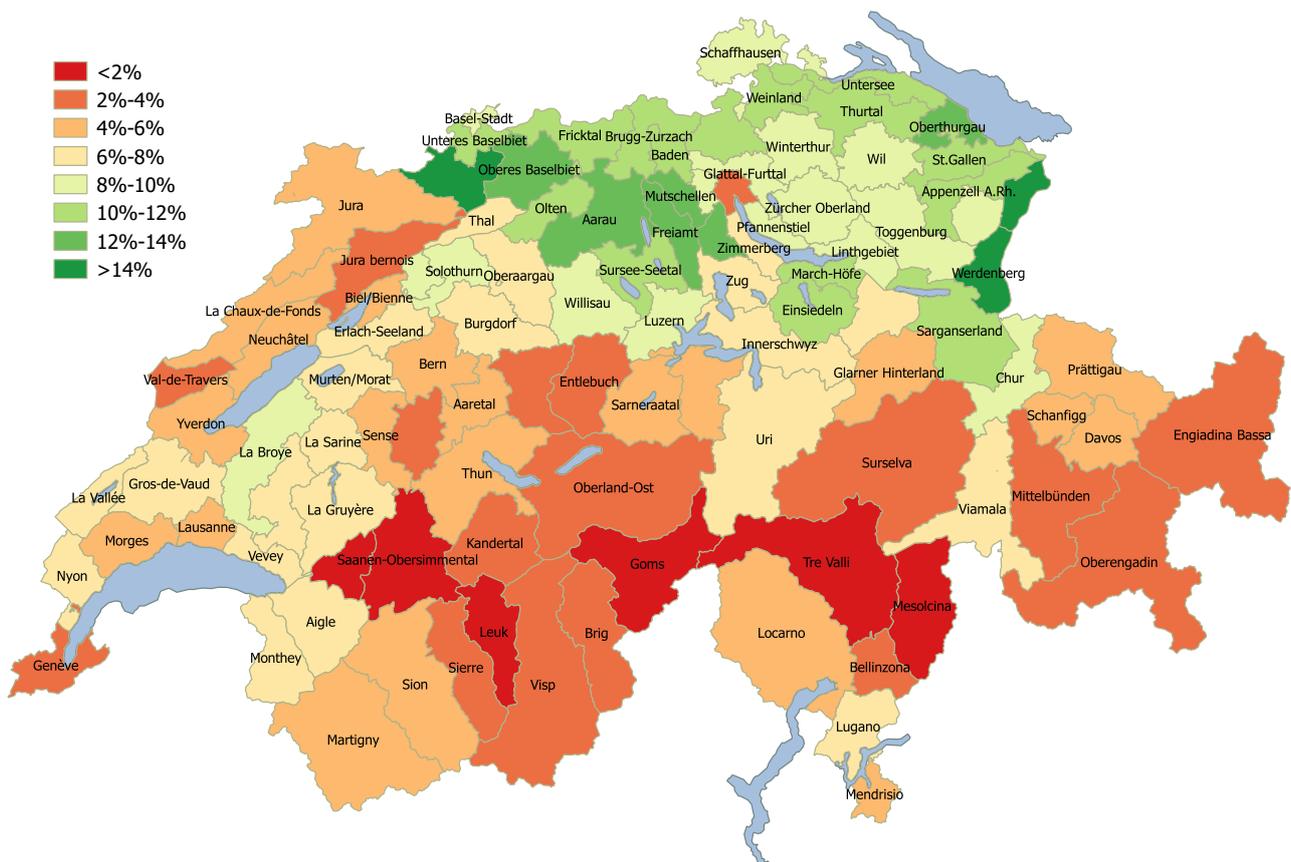
Effekt der Referenzzinssatzsenkung auf die Bestandsmieten seit 2015 nur gerade 0.15% pro Jahr. Der Effekt der sinkenden Angebotsmieten ist vergleichsweise klein, weil diese jährlich nur 7% des Wohnungsbestands ausmachen. Beide Effekte zusammen sind nicht stark genug, um die beschriebenen Auswirkungen der aufgelösten Vertragslaufzeitprämien und der stärkeren Gewichtung der Regionen mit positiver Preisentwicklung zu kompensieren. Darum steigen die Bestandsmieten weiter.

Kein Naturgesetz

Dass die Bestandsmieten weiter steigen, ist aber kein Naturgesetz. In der langen Frist folgen Angebots- und Bestandsmieten denselben Trends. Aufgrund der anhaltend tiefen Zinsen erwarten wir, dass der Referenzzinssatz im Jahr 2020 nochmals um einen Viertelprozentpunkt sinkt. Dies wird die Bestandsmieten belasten. Durch die nach wie vor grosse Bautätigkeit werden auch die Angebotsmieten weiter sinken. Dadurch schrumpft die Vertragslaufzeitprämie, was wiederum das Potential für Erhöhungen der Bestandsmieten reduziert.

Umschlag Mietwohnungen

Anzahl inserierter Mietwohnungen im Verhältnis zum Mietwohnungsbestand, 2018



Quelle: Meta-Sys, BFS, Raiffeisen Economic Research

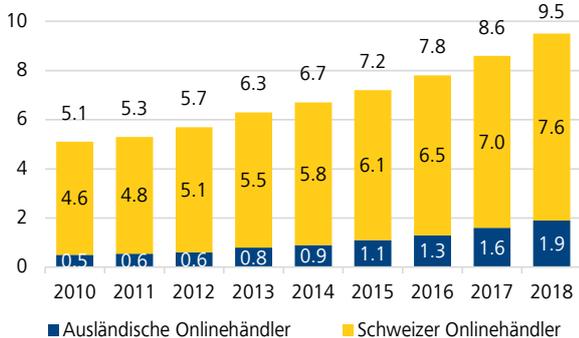
KOMMERZIELLE IMMOBILIEN - RETAIL UND SHOPPINGCENTER

Die anhaltende Verlagerung ins Onlinegeschäft und ein starker Einkaufstourismus verursachen nach wie vor grossen Druck auf den stationären Handel. Ob im Stadtzentrum oder im grossen Einkaufszentrum, der starke Strukturwandel hinterlässt seine Spuren im Markt für Retailliegenschaften.

Nach wie vor ist der stationäre Detailhandel in der Schweiz stark unter Druck durch den immer stärker werdenden Onlinehandel. 2018 machten Onlinehändler 9.5 Mia. Franken Umsatz. Dies entspricht fast 10% des Gesamtumsatzes der Detailhandelsbranche. Besonders beachtlich ist das jährliche Wachstum. Im Vergleich zum Vorjahr ist der Onlinehandel 2018 um 10% oder CHF 900 Mio. gewachsen. Während im Food-Segment erst rund 2.5% des Umsatzes durch E-Commerce generiert wird, sind es im Non-Food-Bereich bereits 16%, wobei die Heimelektronik mit 33% Online-Umsatz die Rangliste anführt.

Stetig wachsender Onlinehandel

Umsätze im Onlinehandel in Mia. CHF aufgeteilt nach Schweizer und ausländischen E-Commerce-Plattformen



Quelle: GfK, VSV, Raiffeisen Economic Research

Ein Blick auf die Umsatzzahlen der Detailhandelsbranche, zu der der Onlinehandel mitzählt, verdeutlicht die weiteren grossen Herausforderungen. So sieht man, dass gegen Ende der Nullerjahre die jährlichen Umsatzwachsraten deutlich abflachten. Dies kann auf die Konsumsättigung der Schweizer Haushalte zurückgeführt werden, welche einen immer kleineren Anteil ihres Privatkonsums im Detailhandel tätigen. Deutlich sichtbar ist ebenfalls der Effekt des Frankenschocks, welcher ab Januar 2015 das Einkaufen im Ausland (online und stationär) drastisch attraktiver machte. Obwohl sich der relative Preisvorteil ausländischer Händler in den letzten Jahren verringert hat, werden jährlich schätzungsweise noch immer rund CHF 10 Mia. im grenznahen Ausland ausgegeben.

Die rückläufigen Umsatzzahlen und die weiterhin eher düsteren Zukunftsaussichten haben zu Filialschliessungen,

Flächenreduktionen und Personalabbau geführt. Damit einhergehend hat sich die Nachfrage nach Verkaufsflächen durch die klassischen Abnehmer reduziert. Dies zeigt sich beispielsweise deutlich an den abnehmenden Angebotspreisen für Retailflächen. Nach dem starken Rückgang der Preise zwischen 2013 und 2016 haben sich die Neumieten aktuell wieder etwas stabilisiert (siehe nächste Grafik). Obwohl der Strukturwandel im Retailgeschäft weiter anhält, gibt es kein Anzeichen für die Entstehung von Geisterstädten: In Zürich beläuft sich die von CBRE ausgewiesene, unseres Erachtens aber unterschätzte Leerstandsquote auf 0.8%, in Luzern auf 0.9%, in Basel auf 1.9% und in Lausanne auf 2.1%. Schweizweit gab es nur bei 1.1% der gesamten Verkaufsfläche Leerstände. Es zeigt sich also, dass trotz rückläufiger Nachfrage durch die Detailhändler sich Retailflächen nach wie vor gut vermieten lassen. Leergewordene Flächen an guten Lagen werden, besonders wenn der Preis sinkt, für andere Abnehmer attraktiv. So kann beobachtet werden, dass in Innenstädten leerstehende Ladenflächen neu durch Gastronomiebetriebe genutzt werden. Zudem bieten sich damit auch Räume für die immer wichtiger werdenden persönlichen Dienstleistungen an guten, bisher unerschwinglichen Lagen. Das Verschwinden von Modehäusern oder Elektronikfachhändlern schafft also Chancen für neue Anbieter und Konzepte. Allerdings müssen Vermieter mit tieferen Mieteinnahmen kalkulieren, da diese Abnehmer oft eine tiefere Produktivität aufweisen. Dies generiert für die Immobilienbranche aber eher Probleme als die Leerstände.

Umsatzeinbussen verursachen Druck auf die Mieten

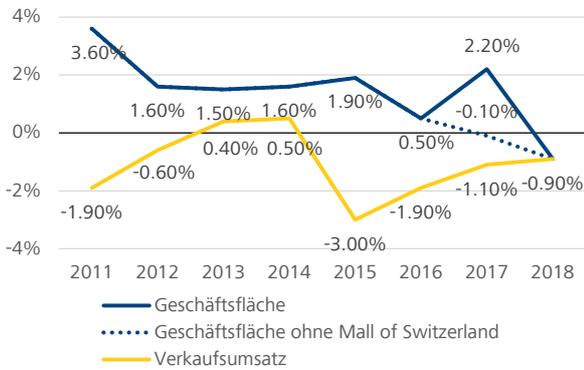
Umsätze im Detailhandel, ohne Treibstoffe in Mia. CHF und Angebotsmiete für Verkaufsflächen, indiziert



Quelle: Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Shoppingcenter in der Krise?

Veränderung der Umsätze und Verkaufsfläche von Shoppingcentern, ohne Bahnhöfe und Airport-Center, in % yoy



Quelle: GfK, Raiffeisen Economic Research

Genau wie der städtische Detailhandel sind auch Shoppingcenter dem Druck des Strukturwandels ausgesetzt. Seit 2014 nehmen die Umsätze der 191 Schweizer Shoppingcenter jährlich ab. In den kommenden 5 bis 10 Jahren werden schätzungsweise rund 1'000 der 5'500 Ladengeschäfte in Einkaufszentren schliessen. Es besteht also dringend Handlungsbedarf. Umbau, Revitalisierung oder Erweiterungen stehen in vielen Centern an, welche mit einem Altersdurchschnitt von 30 Jahren durchaus in die Jahre gekommen sind. Neben baulichen Veränderungen müssen Shoppingcenter sich in einer von Digitalisierung, Onlineshopping und Multichanneling geprägten Detailhandelswelt neu erfinden. So kann analog zu Stadtzentren eine Veränderung des Mietermixes hin zu mehr Gastronomie und anderen Dienstleistungen festgestellt werden. Auch hier hilft dies, die tatsächliche Leerstandsquote tief zu halten, schlägt aber auf die Mieterträge durch. Während Innenstädte von sich aus auf eine schöne Umgebung, Sehenswürdigkeiten sowie ein vielfältiges Konsum- und Unterhaltungsangebot zählen können, muss in Shoppingcentern die Kundschaft stärker mit Angeboten „angelockt“ werden, um für Mieter attraktiv zu bleiben. In Zeiten, in denen der reine Akt des Einkaufens für viele kein Grund mehr ist, in eine Mall zu gehen, muss eine hohe Kundenfrequenz auf andere Weise erreicht werden. Unterhaltung, kulturelle Angebote und das Ambiente werden immer wichtiger. Urban Entertainment Center, welche auch Wohnungen, Büros oder Hotels in ihrer Liegenschaft beherbergen und gut auf die Bedürfnisse ihrer Umgebung angepasst sind, werden wohl weiter zukunftsweisend sein. Der Trend zum Verzicht auf reine Geschäftsfläche zugunsten anderer Angebote wird immer sichtbarer. Wenn der Flächenzuwachs durch die Eröffnung der Mall of Switzerland vernachlässigt

wird, nimmt die tatsächliche Verkaufsfläche seit 2017 schweizweit ab.

Bahnhöfe laufen Einkaufszentren den Rang ab

Umsatz pro m² Verkaufsfläche der umsatzstärksten Shoppingcenter und Bahnhöfe, Stand 2017 bzw. 2018



Quelle: GfK, Raiffeisen Economic Research

Einkaufsmäulen an Bahnhöfen und Flughäfen können vom Prinzip her auch als Einkaufszentren betrachtet werden. Beachtlich ist da die hohe Produktivität im Vergleich zu den klassischen Shoppingcentern. Der Bahnhof Bern setzt pro m² mehr als das Dreifache des Schnitts der 6 umsatzstärksten Einkaufszentren um (siehe Grafik oben). Dies erklärt sich primär mit der Lage der Händler an stark frequentierten Bahnhöfen. So benützen am HB Zürich täglich rund eine halbe Million Menschen die Nah- und Fernverkehrszüge. Neben der hohen Wichtigkeit der Kundenfrequenz verdeutlicht dies auch einen weiteren wichtigen Aspekt der heutigen Retailbranche: die Wichtigkeit und das Potential von Convenience. Die Möglichkeit sich auf dem Arbeitsweg zu verköstigen, Lebensmittel zu kaufen oder die Apotheke zu besuchen, wird von vielen Personen rege genutzt. Deshalb planen die Betreiber die Zukunft mit noch mehr Gastronomie und Convenience-Angeboten.

Shoppingmall der Zukunft

Es wird deutlich, dass das traditionelle Geschäftsmodell der Konsumtempel nicht mehr zeitgemäss ist. Es stellt sich die Frage, ob der Begriff des Einkaufszentrums in Zukunft überhaupt noch zutreffend ist. Die Entwicklungen gehen eindeutig weg vom Detailhandel hin zum Entertainment mit Convenience, Gastronomie und Unterhaltung. In diesem Kontext ist es nicht erstaunlich, dass einem Projekt wie „The Circle“ am Flughafen Zürich grosses Potential zugesprochen wird. Die Kombination aus Arbeitsstätte und Verkehrsknotenpunkt mit Gastronomie, Detailhandel und Entertainment könnte durchaus das zukünftig erfolgreiche Modell der „Shoppingmall“ sein.

WAS, WENN DIE ZINSEN DOCH STEIGEN?

Warum sind die Zinsen auf ein historisch tiefes Niveau gefallen? Was müsste passieren, damit es zu einer Zinswende mit einem grösseren Zinsanstieg kommt? Und wie gravierend wären die Folgen eines Zinsschocks für den Schweizer Immobilienmarkt?

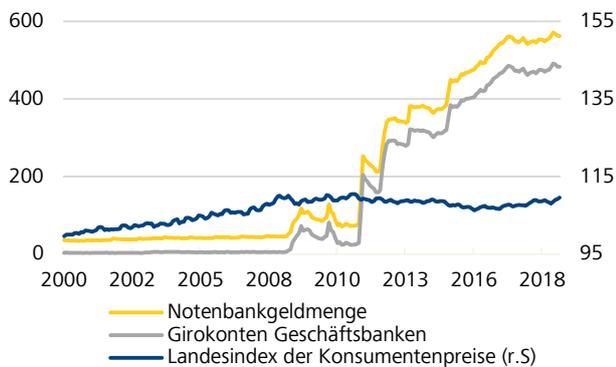
Das herrschende Tiefstzinsumfeld war, ist und bleibt der Haupttreiber für die Entwicklungen auf dem Schweizer Immobilienmarkt. Neben der expansiven Geldpolitik gibt es viele fundamentale Ursachen für ein anhaltend tiefes Zinsniveau. Noch Jahre tiefer Zinsen bleiben daher unser Hauptszenario. Mit einem grösseren Zinsanstieg oder gar einem Zinsschock rechnen wir nicht. Weil man aber mit Prognosen bekanntlich falsch liegen kann, macht es Sinn, auch über unwahrscheinliche Szenarien nachzudenken. Denn einer Zinswende werden teilweise verheerende Folgen für den Immobilienmarkt und die Gesamtwirtschaft nachgesagt. Was ist da dran?

Immer mehr Geld und trotzdem keine Inflation

In den klassischen ökonomischen Modellen der Monetaristen um den Nobelpreisträger Milton Friedman führt eine übermässige Geldmengenausweitung mittelfristig immer zu Inflation. Wird das Geldangebot grösser, steigen die Preise, weil eine nominelle Geldeinheit so weniger Wert hat. Trotz jahrelanger expansiver Geldpolitik kommt es aber seit Jahren nicht zu einer Inflation der Konsumentenpreise. Ökonomen reden angesichts dieser Tatsache von einem Mysterium.

Entkoppelung von Geldmenge und Inflation

In CHF Mia. (l.S.), indexiert (r.S.)

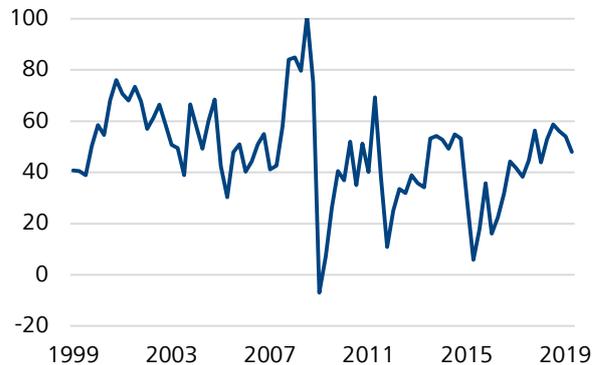


Echte Inflation herrscht schon seit Jahren nicht mehr und auch die Inflationserwartungen zeigen keinen Trend zu einer stärkeren Inflation (Siehe Grafik rechts). Ein Grund dafür ist, dass die Nachfrage nach Geldhaltung der Banken und der Privaten im Nachgang der Finanzkrise

aufgrund unsicherer Zukunftsaussichten und geringerer Kreditnachfrage gestiegen ist – die Gelder werden auf dem sicheren Konto gehalten und nicht investiert. Die Effekte der Geldmengenausweitung haben so nicht auf die Realwirtschaft durchgeschlagen. Die expansive Geldpolitik trägt somit vor allem einer Vergrösserung der Geldnachfrage Rechnung und ist damit nicht alleine für die tiefen Zinsen verantwortlich. Die Zentralbanken haben mit ihrer expansiven Politik vor allem dafür gesorgt, dass die Nominalzinsen durch diese Zusatznachfrage nach Geld nicht gestiegen sind.

Kein Trend bei den Inflationserwartungen

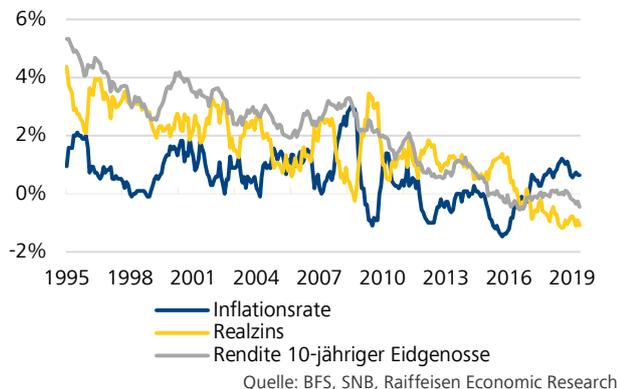
Von Schweizer Konsumenten erwartete Preisentwicklung Index, 0 = unveränderte Inflation, 100 = höhere Inflation



Fundamentale Gründe für tiefe Zinsen

Der Nominalzins setzt sich aus den Inflationserwartungen und dem Realzins zusammen. Für die stark sinkenden Zinsen der letzten Jahre muss bei nur leicht rückläufigen Inflationserwartungen also vor allem die Realzinskomponente verantwortlich sein. Dieser Realzins kann nach gängiger Lehrmeinung mittelfristig nicht von der Geldpolitik bestimmt werden. Die beobachtbare Vermögenspreis-inflation, die sich in gestiegenen Aktienkursen und Immobilienpreisen manifestiert, hat also wohl vor allem fundamentale Gründe und weniger monetäre, wie in Diskussionen um die expansive Geldpolitik der Zentralbanken suggeriert wird. Der Trend der sinkenden Realzinsen hält schon seit 20 Jahren an. Es existieren verschiedene Erklärungsansätze für diese Entwicklung.

Sinkender Schweizer Realzins



Determinanten des Realzinses

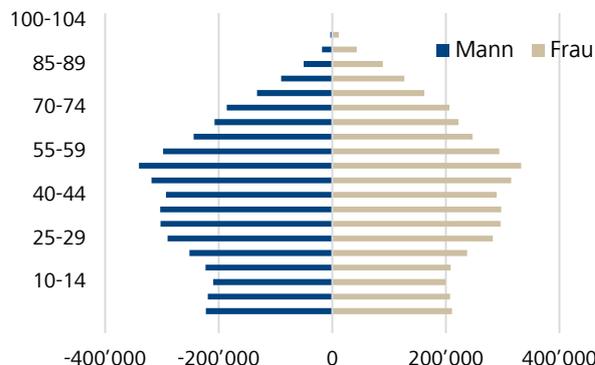
Der Realzins ist nichts anderes als der Preis für den heutigen Konsumverzicht. Dieser Preis wird auf dem Markt für Spargelder gebildet. Das Angebot auf diesem Markt ist durch die Ersparnisse bestimmt, die Nachfrage dagegen durch Investoren, die ihre Projekte nicht selbst finanzieren können oder wollen. Der Realzins ist der Preis, der dafür sorgt, dass sich Ersparnisse und Investitionen im Gleichgewicht befinden. Ein veränderter Realzins geht also entweder mit einer Veränderung der Sparneigung oder einer Veränderung der Investitionsneigung einher – oder mit beidem.

Alternde Bevölkerungen sparen mehr

Ein Hauptgrund für die sinkenden Realzinsen sind die steigende Lebenserwartung und die stark alternden Gesellschaften in vielen der wirtschaftlich stärksten Regionen der Welt, vor allem in Europa, China und Japan. Die Menschen leben immer länger und haben weniger Kinder. Gleichzeitig nimmt ihre Arbeitszeit eher ab. Da der kommende Ruhestand durch Ersparnisse finanziert werden will, ist die Sparquote in diesen Regionen hoch. Die Ersparnisse fließen zwecks Erzielung einer Rendite in die Kapitalmärkte. Die steigende Nachfrage nach Investitionsmöglichkeiten lässt folglich die Vermögenspreise steigen. Insbesondere der Einfluss der dynamischen Wirtschaftsentwicklung in China der letzten Jahre dürfte über diesen Kanal einen starken Effekt auf die globalen Realzinsen gehabt haben und auch weiterhin haben. Aufgrund des starken Wirtschaftswachstums, aber auch des Wandels der Gesellschaft von einer traditionellen, in der die Kinder für ihre Eltern im Ruhestand aufkamen, hin zu einer, in der der Kapitalmarkt diese Rolle übernimmt, fließen via Sozialversicherungen und private Ersparnisse grosse Kapitalströme in die Finanzmärkte.

Babyboomer arbeiten und sparen immer noch

Alterspyramide Schweiz



Digitalisierung spart Kapital und verschärft Wettbewerb

Gleichzeitig sind durch die fortschreitende Digitalisierung und die anhaltende Entwicklung von Industrie- zu Dienstleistungsgesellschaften immer mehr Unternehmen auf dem Vormarsch, die vergleichsweise wenig Kapital für die Erbringung ihrer Leistungen benötigen. Diese bieten weniger Volumen für Investitionsmöglichkeiten. Der Mangel an alternativen Investitionsmöglichkeiten treibt die Preise in die Höhe, was den Realzins verringert. Damit nicht genug, die Digitalisierung verschärft zusätzlich noch den Wettbewerb in nahezu allen Branchen, was die Gewinnmargen gesamtwirtschaftlich unter Druck setzt. Dadurch werden Investitionen immer weniger lohnenswert. Dies reduziert die Nachfrage nach Kapital und schmälert den Realzins. Sharing Economics, die Plattformökonomie sowie künstliche Intelligenz akzentuieren diese Entwicklungen noch zusätzlich.

Globalisierung führt zu Preisdruck

Durch die zunehmende Globalisierung verschärft sich die Konkurrenzsituation in nahezu allen Märkten laufend. Firmen stehen dabei nicht nur immer stärker mit der ausländischen Konkurrenz im Wettbewerb. Bei den Industriegütern intensiviert sich auch der Kampf mit der inländischen Konkurrenz im Dienstleistungsbereich durch Globalisierungsphänomene, weil jede Firma für ortsungebundene Tätigkeiten auf ein schier unerschöpfliches Reservoir an billigen und produktiven Arbeitskräften in Fernost oder in Osteuropa zurückgreifen kann. Dies schmälert die Margen und damit den Gewinn pro eingesetzter Kapitaleinheit. Die Nachfrage nach Investitionen nimmt ab, auch dies bringt den Realzins unter Druck. Ausserdem kommt es heute bedingt

durch die globalen Arbeitsmärkte sogar dann nicht mehr zu einer Lohnpreisspirale, wenn die Konjunktur auf Hochtouren läuft, da Firmen Arbeiten ins Ausland verlagern können. Darum steigen die Reallöhne kaum.

Keine kurzlebigen Trends

Die erwähnten Entwicklungen sind langfristiger Natur und werden auch die kommenden Jahre prägen. Ein Wegbrechen dieser Trends in der kurzen Frist ist ausgeschlossen. Ihre dämpfende Wirkung auf den Realzins wird damit weiter anhalten. Aus fundamentaler Sicht spricht also vieles für ein Jahre anhaltend tiefes Zinsniveau. Aufgrund der Langfristigkeit und Trägheit der Trends werden - wenn überhaupt - nur langsame Anpassungsprozesse in Gang gesetzt, sodass der Zins frühestens mittelfristig wesentlich steigen wird.

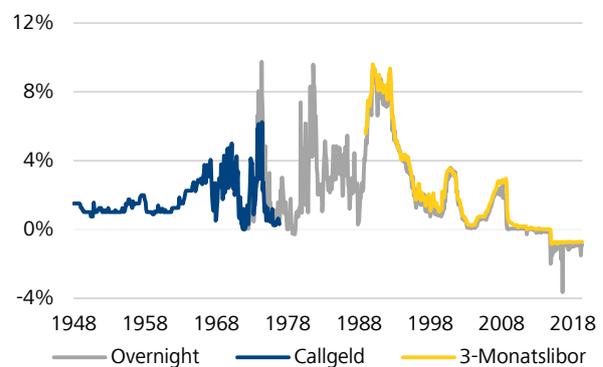
Was könnte die Zinsen trotzdem steigen lassen?

Dafür, dass die Zinsen in der Schweiz kurzfristig plötzlich ansteigen, gibt es grundsätzlich zwei Szenarien. Das erste ist ein unerwartet kräftiges Anziehen der Weltwirtschaft, insbesondere auch ein breit abgestütztes Wachstum in Europa als mit Abstand bedeutendstem Markt für die Schweizer Wirtschaft. Im Windschatten der EZB, die, um Überhitzungserscheinungen wie Inflation und der Fehlallokationen von Kapital entgegenzuwirken, eine restriktivere Geldpolitik betreibt, könnte die SNB ihre Zinsen erhöhen, ohne den Franken unter Aufwertungsdruck zu bringen. Derzeit zeichnet sich jedoch eher das Gegenteil ab, denn die jüngsten Indikatoren deuten gar auf eine wirtschaftliche Abkühlung hin. Sowohl die amerikanische als auch die europäische Notenbank haben sich in den letzten Wochen in Position gebracht, den sich abzeichnenden Abschwung der Konjunktur mit weiteren geldpolitischen Stimuli zu bekämpfen. Sollte es wider Erwarten trotzdem zu diesem Zinsanstiegsszenario kommen, wäre dieses für den Immobilienmarkt aber vergleichsweise ungefährlich. Die Vermögenspreise, inkl. Immobilienpreise, würden durch den Effekt eines höheren Zinses etwas unter Druck geraten. Das positive wirtschaftliche Umfeld würde die Preise in diesem Szenario durch zusätzliche Nachfrageimpulse aber gegen unten absichern.

Das zweite Szenario ist etwas unberechenbarer – und potentiell gefährlicher. Mit der ultraexpansiven Geldpolitik, den Negativzinsen und dem Aufblähen ihrer Bilanzen haben die Notenbanken unerforschtes Neuland betreten. Für viele Ökonomen ist es ein Mysterium, warum eine derart expansive Geldpolitik bisher nicht zu einer Konsumpreisinflation führt. Der langfristige Ef-

fekt dieses Experimentes ist nach wie vor offen. Eine plötzlich sprunghaft anziehende Inflation und ein massiver Zinsanstieg zu deren Bekämpfung bei gleichzeitig schwacher Wirtschaft wären der schlimmstmögliche Ausgang dieses Experimentes. Zwar sehen wir derzeit keine Anzeichen dafür, aber aufgrund der historisch einmaligen Konstellation, in der wir uns befinden, kann man für Prognosen nicht auf die von Ökonomen geliebte Vergangenheit verweisen, Parallelen zu dieser aufzeigen und die Muster der Geschichte zwecks Blick in die Zukunft extrapolieren.

Kurzfristige Schweizer Zinsen lagen selten über 5%



Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

Historische Zinswenden

Obwohl diesmal natürlich - wie immer in der Geschichte der Ökonomie - alles anders ist, lohnt sich ein Blick auf die Vergangenheit. An der Zinsfront ging es früher wiederholt turbulent und hektisch zu. Ein stetes auf und ab mit grossen Ausschlägen war historisch der Normalfall. Bei den kurzfristigen Sätzen kam ein Anstieg von mehreren Prozentpunkten innerhalb eines Jahres in den letzten 60 Jahren sehr häufig vor, sogar Zinsschocks um mehr als 8% innert Jahresfrist gab es zweimal – und auch Zinsen nahe Null anfangs der 70er Jahre oder unter Null wie Ende der 70er Jahre gab es schon. Wenn in diesem Text von kurzfristigen Zinsen die Rede ist, ist damit nachfolgend jeweils der 3-Monatslibor gemeint.

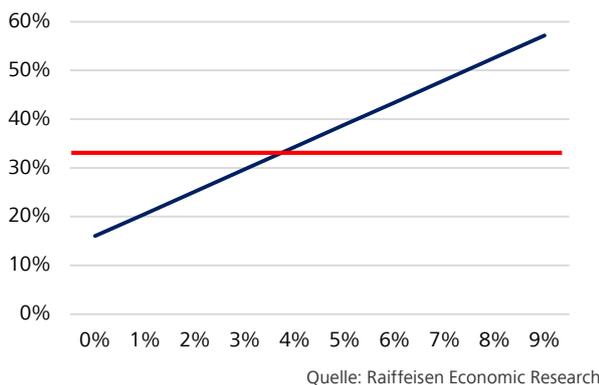
Wie trifft ein Zinsanstieg die Eigenheimbesitzer?

Kurzfristig ausgerichtete Grenzfinanzierer von Eigenheimen, gemeint sind damit solche, die ihre Immobilie mit einer Geldmarkthypothek maximal belehnt haben und bei denen die Tragbarkeit nur gerade knapp gegeben ist, wären von einem abrupten Zinsanstieg am stärksten betroffen. Dies weil bei ihnen eine Zinserhöhung sofort und mit grossem Effekt im Portemonnaie spürbar würde.

Die Tragbarkeit bei selbstgenutzten Eigenheimen ist gegeben, wenn die kalkulatorischen Wohnkosten weniger als ein Drittel des Haushaltseinkommens ausmachen. Die kalkulatorischen Wohnkosten ergeben sich aus den mit 5% veranschlagten kalkulatorischen Zinszahlungen plus den Amortisationszahlungen und den Unterhaltskosten. Beide schlagen konservativ gerechnet nochmals mit jeweils 1% zu Buche. Die goldene Regel, wonach die Wohnkosten höchstens ein Drittel des Haushaltseinkommens ausmachen sollten, wird bei unserem Grenzfinanzierer erst verletzt, wenn die kurzfristigen Zinsen, die aktuell bei -0.75% liegen, auf 4% steigen.

Erst kurzfristige Zinsen über 4% tun wirklich weh

Anteil Wohnausgaben am Einkommen nach Zinsniveau. Annahme: Liborhypothek, 80%-Belehnung, Zinsmarge 1%, Unterhaltskosten und Amortisation jeweils 1% des Hauswertes



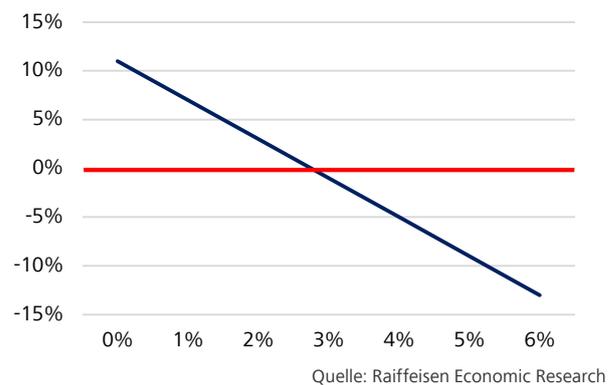
Selbst bei einem massiven Zinsanstieg werden sogar die am stärksten verschuldeten und am riskantesten finanzierten Eigenheimbesitzer die Zinsen noch stemmen können. Ein Zinsniveau von 4% (effektive Zinsbelastung inkl. Zinsmarge 5%) tut zwar weh, ist aber für das Gros der Haushalte, wenn der Gürtel anderswo enger geschnallt wird, tragbar. Richtig schmerzhaft wird es erst, wenn sich die Zinsen über längere Zeit auf einem Niveau von über 5% halten sollten. Dies kam in den letzten 70 Jahren erst ein einziges Mal vor, nämlich vor und während der grossen Schweizer Immobilienkrise der 90er Jahre. Von April 1989 bis Mai 1993 lag der 3-Monatslibor durchgehend über 5%. Im Dezember 1987 lag der Satz noch bei tiefen 0.3%.

Und wie die Vermieter?

Macht man dieselbe Rechnung für eine für Renditezwecke gehaltene Wohnung und unterstellt konstante Mieteinnahmen, eine Fremdfinanzierung von 80%, die heute oft im Markt zu beobachtende Nettoanfangsrendite von 3% sowie eine Refinanzierung via Liborhypothek, dann zeigt sich, dass die Rechnung für einen solchen Investor schon bei einem Zinsanstieg auf 2.75% nicht mehr aufgeht. Der Investor fährt ab diesem Niveau nämlich eine negative Eigenkapitalrendite ein, wenn er die Mieten nicht erhöhen kann. Solch ein Zinsniveau ist zwar historisch eher hoch, denn das durchschnittliche kurzfristige Zinsniveau der letzten 70 Jahre lag bei etwas über 2%, ist aber alles andere als aussergewöhnlich und kann über längere Perioden Bestand haben.

Renditeliegenschaft - ab 2.75% ein Verlustgeschäft

Eigenkapitalrendite nach Zinsniveau. Annahme: Liborhypothek, 80%-Belehnung, Zinsmarge 1%, Nettoanfangsrendite 3%



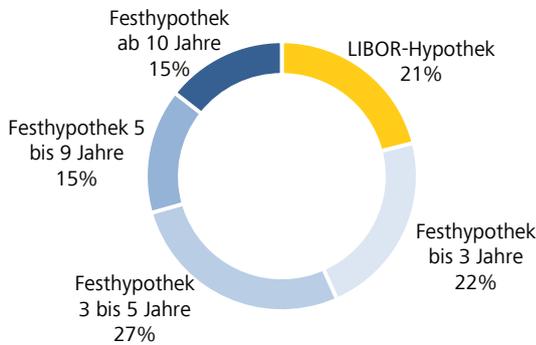
Wenn dann zur gestiegenen Zinslast noch die Mietzinseinnahmen durch Leerstände oder Preiskonzessionen fallen, wird eine heute lohnenswerte Investition schnell zum Wertvernichter.

Nur eine Minderheit hat eine Liborhypothek

Gegenwärtig sind „nur“ etwa 20% der neu abgeschlossenen Hypotheken Liborhypotheken. Die Zinsen dieser Kredite schwanken direkt mit dem aktuellen Zinsniveau mit.

Laufzeitstruktur Neugeschäft

Anteil der Produkte am Hypothekarneugeschäft

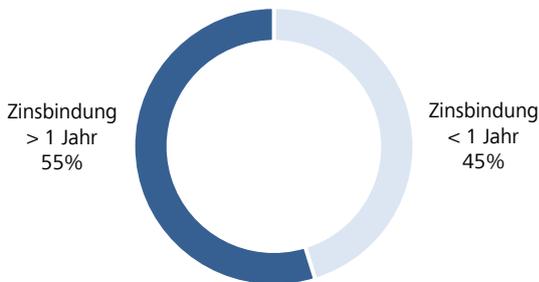


Quelle: Raiffeisen Economic Research

Ebenfalls direkt von einem Zinsanstieg betroffen wären jedoch auch jeweils auslaufende Festhypotheken. Auch diese müssen bei Fälligkeit zu herrschenden Marktsätzen refinanziert werden. Betrachtet man die Zinsbindungsdauer des gesamten schweizerischen Hypothekarbestands, dann zeigt sich, dass 45% des Hypothekarvolumens eine Zinsbindung von weniger als einem Jahr aufweist.

Restzinsbindung des Hypothekarbestandes

Anteil ausstehende Hypotheken nach Restzinsbindung



Quelle: Raiffeisen Economic Research

Von einer Zinsänderung wäre darum innerhalb eines Jahres fast die Hälfte des schweizerischen Hypothekarbestandes betroffen. Innerhalb von zwei Jahren wären es 60%. Eine Zinserhöhung hat also innert relativ kurzer Frist einen starken Einfluss auf das durchschnittliche Zinsbelastungsniveau der Eigentümer.

Spielt der Referenzzinssatz für die Vermieter?

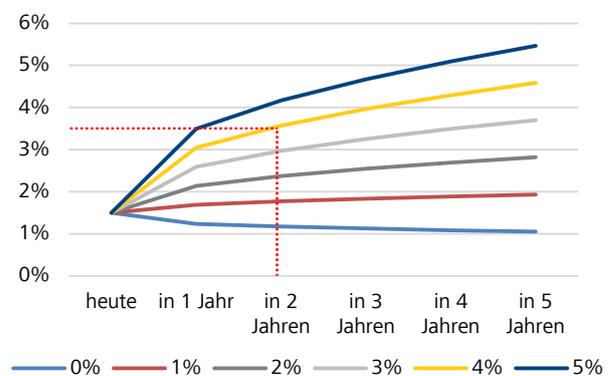
Bei den Renditeliegenschaften wird gerne argumentiert, dass höhere Zinsen gesetzlich via Referenzzinssatz an die Mieter weitergeben werden können und darum die in einfachen Rechenbeispielen unterstellten konstanten Mieteinnahmen deutlich zu pessimistisch sind. Tatsächlich reagiert der Referenzzinssatz relativ schnell auf grössere

re Zinsänderungen. Er wird quartalsweise angepasst und ist nichts anderes als der durchschnittliche Satz, zu welchem der gesamte Hypothekarbestand der inländischen Banken verzinst wird. In der untenstehenden Grafik ist für verschiedene kurzfristige Zinsniveaus dargestellt, wie sich der Referenzzinssatz über die Zeit entwickeln würde, wenn auslaufende Hypotheken neu mittels Liborhypotheken refinanziert würden und dieses Zinsniveau über die Zeit konstant bliebe. Dabei wird eine Liborzinsmarge von 1% angenommen. Ausgangspunkt der Überlegungen ist der aktuelle Referenzzinssatz der seit Anfang 2017 bei rekordtiefen 1.5% liegt. Jeder Viertelprozentpunkt darüber, bis zu einem Referenzzinssatzniveau von 5%, berechtigt die Vermieter zu einer Überwälzung des Mietzinses um jeweils 3%. Viertelprozentpunkte bei Referenzzinssatzniveaus zwischen 5 und 6% berechtigen zu 2.5% Überwälzung, Anstiege um einen Viertelprozentpunkt über einem Niveau von 6% noch zu 2%.

Referenzzinssatz passt sich sehr schnell an

Lesebeispiel (rote gestrichelte Linie):

Steigt der 3-Monatslibor sprunghaft auf 4% und bleibt 2 Jahre auf diesem Niveau beträgt der Referenzzinssatz in 2 Jahren 3.6%. Annahme: Zinsmarge 1%



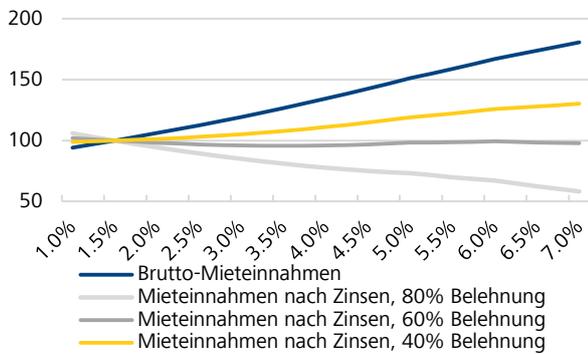
Quelle: Raiffeisen Economic Research

Wer profitiert und wer verliert?

Könnte man sich rein hypothetisch zum Referenzzinssatz verschulden – also zum Durchschnittssatz der ausstehenden Hypotheken und würde man den Referenzzinssatz vollständig auf die Mieter überwälzen, dann zeigt sich, dass der Vermieter von steigenden Referenzzinssätzen je nach Verschuldungsgrad gegenüber der heutigen Situation entweder profitiert oder durch sie verliert. Ist die Belehnung höher als 60% ist der negative Effekt der höheren Zinslast grösser als der positive Effekt der höheren Mieteinnahmen. Ist die Belehnung tiefer als 60% profitiert er von einer Erhöhung des Referenzzinssatzes. Gerade die stark exponierten hoch belehnten Eigentümer können ihre Zinslast also nicht vollständig auf die Mieter überwälzen.

Hohe Belehnung wird bestraft

Effekt auf Einnahmen nach Referenzzinssatzhöhe bei Finanzierungsstruktur analog zum Gesamtmarkt und vollständiger Überwälzung des Referenzzinssatzes auf die Mieter, indexiert, 1.5%=100



Quelle: Raiffeisen Economic Research

Was kostet ein Zinsanstieg einen Vermieter?

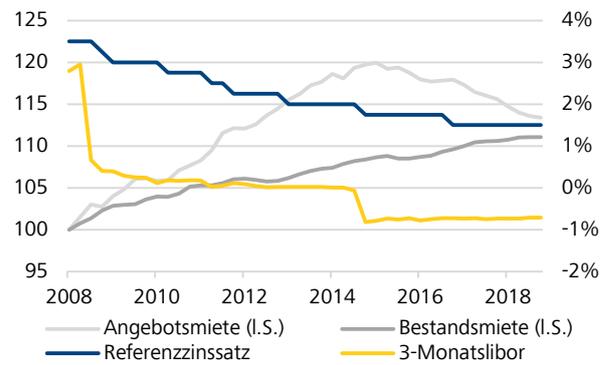
Tatsächlich kann man sich natürlich nicht zum Referenzzinssatz finanzieren. Steigt der Zins, muss sich ein kurzfristig finanzierter Investor zum höheren LIBOR-Satz refinanzieren. Ein Rechenbeispiel für ein zu 80% mit einer Liborhypothek belehntes Haus, welches eine 1 Mio. CHF kostet und für 40'000 CHF pro Jahr vermietet ist, zeigt, dass ein Zinsanstieg auf 3% den Investor in den ersten zwei Jahren trotz Überwälzung des höheren Referenzzinssatzes auf die Miete 25'000 CHF kostet. Ohne die Referenzzinsanpassung kostete ihn der Zinsschock gar 32'000 CHF. Umgekehrt würde ein festfinanzierter Investor natürlich profitieren, weil er keine höheren Zinsen bezahlen muss, aber vom Mieter eine höhere Miete fordern kann. Da Renditeobjekte im Schnitt mit etwa 60% belehnt sind, ist ein Zinsschock gesamtwirtschaftlich für die Vermieter theoretisch ein Nullsummenspiel. Wenn die Anpassungsmechanik der Mieten via Referenzzinssatz funktioniert.

Den Markt interessiert der Referenzzins nicht

Die Überlegungen zum Referenzzinssatz sind eher theoretischer Natur. In Wahrheit bewegten sich die Mieten im letzten Jahrzehnt unabhängig vom Referenzzinssatz. In einem Umfeld steigender Leerstände und sinkender Angebotsmieten wäre es aber naiv anzunehmen, dass Referenzzinssatzerhöhungen automatisch auf die Mieter überwälzt werden können. Insbesondere an B-Lagen mit üppigem Angebot werden sich die Vermieter davor hüten, die höhere Miete einzufordern – aus Angst ihre Mieter zu verlieren. Es ist darum davon auszugehen, dass das Gros eines Zinsschocks im jetzigen Umfeld von den Vermietern getragen werden müsste. Die Kräfte des Marktes sind wohl stärker als Paragraphen im Gesetz.

Mieten unabhängig vom Referenzzinssatz

Mieten indexiert, Q208=100

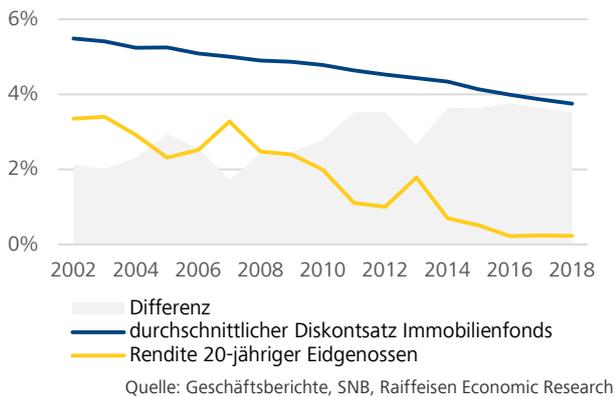


Quelle: BFS, SNB, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

Blinde Investitionswut?

Haben die Investoren in herrschenden Umfeld also übertrieben und gehen zu hohe Risiken ein? Für die Bewertung von Renditeliegenschaften ist der sogenannte Diskontierungssatz relevant. Mit ihm kann man den Wert einer Renditeliegenschaft anhand ihrer Mieterträge bestimmen. In der Theorie setzt sich der Diskontierungssatz aus einem risikolosen Zinssatz, sowie markt- und objektspezifischen Risikoprämien zusammen. Kotierte Immobiliengesellschaften weisen in ihren Jahresberichten den durchschnittlichen Satz, den sie für die Bewertung ihrer Immobilien verwenden, aus. Als Approximation für den risikolosen Satz werden langfristige Staatsanleihen verwendet. Vergleicht man die Entwicklung der Diskontierungssätze mit der Entwicklung des risikolosen Zinses, so zeigt sich, dass der Diskontierungssatz seit 2002 viel langsamer gefallen ist als die Zinsen. 2002 lag die Differenz der beiden Sätze noch bei 2.1%, Ende 2018 betrug sie schon 3.5%. Dafür sind zwei Dinge verantwortlich. Erstens kalkulieren Investoren heute mit höheren und weiter steigenden Leerständen sowie künftig tieferen Mieten. Und zweitens rechnen sie nicht auf Ewigkeiten mit dem anhaltend tiefen Zinsniveau. Im Markt für Renditeliegenschaften sind also durchaus rational kalkulierende Investoren am Werk, die nicht einfach blind investieren, weil Geld gerade so billig zu haben ist und annehmen, steigende Zinsen einfach an die Mieter weiterreichen können.

Diskontsätze sinken weniger stark als Zinsen



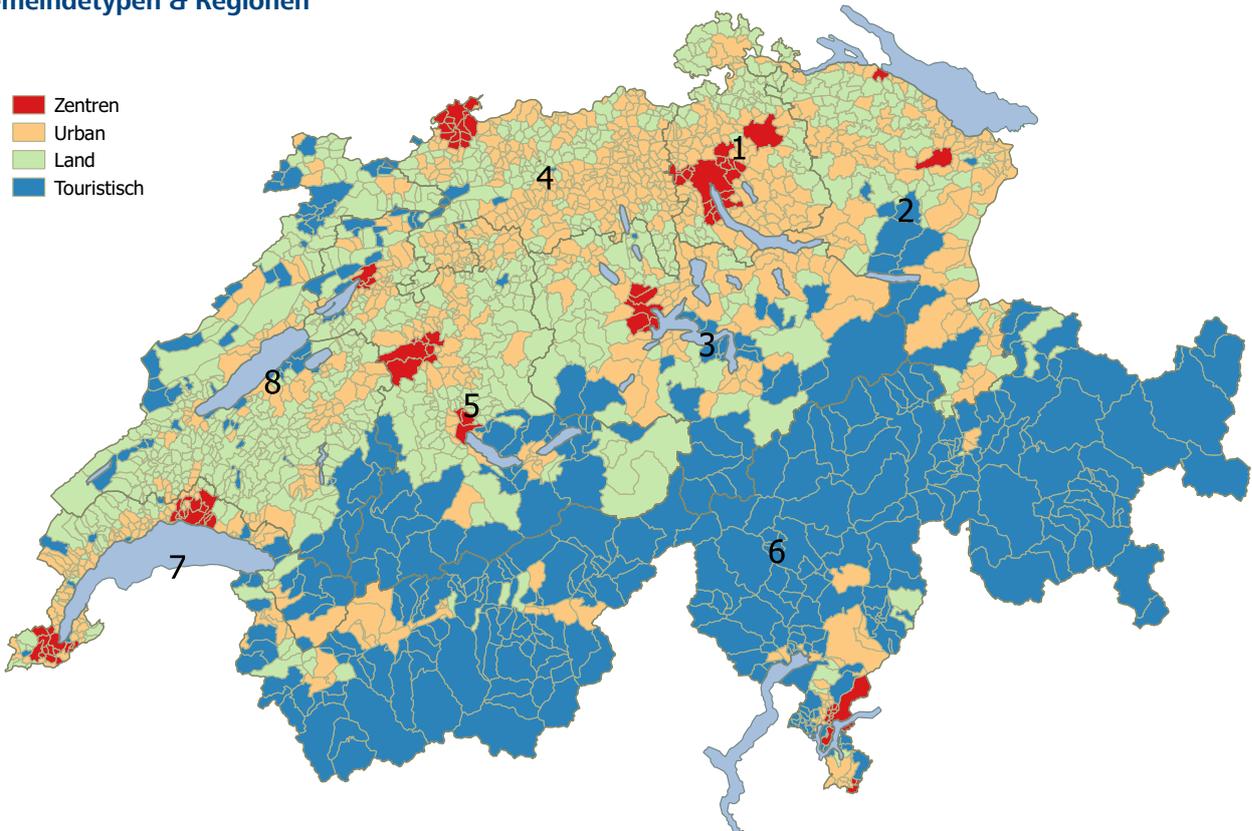
Kein Rezept für den Weltuntergang

Damit der Markt aus den Fugen gerät, müsste an der Zinsfront einiges passieren. Wir haben gesehen, dass kurzfristig finanzierten, maximalverschuldeten Eigenheimbesitzern nur anhaltend hohe Zinsen jenseits der 4 Prozent-Marke etwas anhaben könnten. Steigen die Zinsen auf dieses Niveau und stützen nicht andere Faktoren den Immobilienmarkt, dann wird ein solches Zinsniveau die Preise am Markt unter Druck bringen. Es besteht indes dann die Gefahr, dass die Bank die Immobilien zum neuen tieferen Marktpreis bewertet und die Eigentümer zusätzliche Eigenmittel einschiessen müssten. Könnten sie sich das nicht leisten, drohten Notverkäufe, welche die Preise abermals unter Druck setzen könnten und einen Teufelskreis in Gang setzen würden. Es müsste aber eine kritische Masse an Personen von solchen Nachschussforderungen betroffen sein, damit dies eine gesamtwirtschaftliche Bewegung auslöst. Betroffen wären zunächst nur Eigentümer, die in den letzten Jahren zu den herrschenden Rekordpreisen gekauft haben, die eine maximale Belehnung und eine kurzfristige Hypothek gewählt haben. Genau bei diesen kommt es aber oft gar nicht zu einer Neubewertung in den Büchern der Bank. Die meisten Banken bewerten die Immobilien nämlich nicht laufend neu, sondern führen Neubewertungen erst nach einer gewissen Zeitperiode durch. Innerhalb der letzten fünf Jahre sind die Preise um mehr als 25% gestiegen. Ausserdem wurden bei einer Immobilie, die vor 5 Jahren gekauft wurde, schon 5% der Hypothek amortisiert. Zu ersten Nachschusszahlungsforderungen kommt es wohl erst bei Preiseinbrüchen von über 30%. Dazu ist es im Markt für Eigenheime, soweit unsere Daten zurückreichen, noch nie annähernd gekommen. Und selbst wenn es passieren würde, würden die Banken, sofern der Kunde die Zinsen immer pünktlich bezahlt hat, eine Fortführung der Hypothek anstreben und versuchen, die Situation mittels verstärkter Amortisation wieder ins Lot zu bringen.

Und bei den Renditeliegenschaften?

Für Renditeliegenschaften gilt grundsätzlich dieselbe Argumentation. Es kommen aber erschwerende Faktoren hinzu. Zum einen haben wir gesehen, dass schon bei einem Zinsanstieg auf 2.75% zu aktuellen Preisen gekaufte Liegenschaften nicht mehr rentieren. Es kann ausserdem passieren, dass die Mieteinnahmen durch Leerstände oder Preiskonditionen bei gleichzeitig steigenden Zinsen sinken anstatt steigen, weil die Mechanik des Referenzzinssatzes nicht greift. Bei einem Zinsschock kann dieses Zusammenspiel einen kurzfristig finanzierten Investor, der stark fremdfinanziert ist, schmerzlich treffen. Zumal im Markt für Renditeliegenschaften in den 90er Jahren schon einmal ein Preiseinbruch von über 30% erfolgte. Angesichts des durch ein hohes Preisniveau und ein Überangebot geprägten Marktes sind Renditeliegenschaften in den Fokus der Regulatoren gerückt. Auch den Banken sind die erhöhten Risiken natürlich nicht entgangen. Im Rahmen ihres Kreditmanagements beschäftigen sie sich laufend damit. Angesichts der gestiegenen Risiken wird bei Renditeobjekten bei der Hypothekervergabe genau hingeschaut. Und zwar regional differenziert, mit lokaler Marktkenntnis, im Kontext des jeweiligen Einzelobjekts und der individuellen finanziellen Situation des Investors. Ein starres Regulierungskorsett, wie von den Regulatoren schon apostrophiert, würde jedoch alles über einen Kamm scheren und auch gute Investitionen verunmöglichen. Solche gibt es in vielen Regionen auch im aktuellen Umfeld noch.

Gemeindetypen & Regionen



Leerwohnungsziffer (2018)

in %

	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Schweiz	1.6	0.9	2	1.9	1.8
1 Zürich	1.1	0.5	1.6	2	-
2 Ostschweiz	2.2	2.3	2.2	1.9	1.7
3 Innerschweiz	1.3	1.5	1.1	1.5	1.4
4 Nordwestschweiz	2	0.8	2.5	2	1.6
5 Bern	1.8	0.9	2.7	2.1	1.4
6 Südschweiz	2.1	2.6	2.4	2.1	1.9
7 Genfersee	0.8	0.5	0.9	1.6	2.2
8 Westschweiz	1.7	-	1.7	1.8	1.6

Baubewilligungen (2018)

in % des Wohnungsbestands

	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Schweiz	1.1	0.7	1.3	1.3	0.5
1 Zürich	1	0.8	1.1	1.3	-
2 Ostschweiz	1.2	0.9	1.2	1.2	0.8
3 Innerschweiz	1.3	1.1	1.3	1.5	1.4
4 Nordwestschweiz	1.2	0.5	1.4	1.5	0.4
5 Bern	0.7	0.5	1	0.9	0.3
6 Südschweiz	0.9	1.6	1.6	2.2	0.4
7 Genfersee	0.9	0.6	1.7	1	0.4
8 Westschweiz	1.4	-	1.5	1.5	0.9

Bevölkerung (2018)

Ständige Wohnbevölkerung, Total und in %

	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Schweiz	8'542'323	29.5	49.4	14.4	6.7
1 Zürich	1'602'515	48.7	44.8	6.5	-
2 Ostschweiz	933'624	10.5	69.8	17.6	2.1
3 Innerschweiz	841'274	19.2	58.4	18.3	4.1
4 Nordwestschweiz	1'423'719	24.1	65.8	9.9	0.1
5 Bern	1'026'885	35.9	38.3	20.4	5.4
6 Südschweiz	817'247	12.8	35.9	6.2	45.2
7 Genfersee	1'092'575	60.8	29.1	5.9	4.2
8 Westschweiz	804'484	-	52.4	42.4	5.2

Steuerbares Einkommen (2015)

Durchschnitt, in CHF

	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Schweiz	59'000	62'000	62'000	53'000	45'000
1 Zürich	67'000	66'000	68'000	59'000	-
2 Ostschweiz	54'000	53'000	55'000	53'000	43'000
3 Innerschweiz	69'000	56'000	80'000	55'000	55'000
4 Nordwestschweiz	60'000	67'000	58'000	56'000	59'000
5 Bern	50'000	53'000	51'000	46'000	46'000
6 Südschweiz	48'000	61'000	49'000	44'000	44'000
7 Genfersee	68'000	61'000	85'000	75'000	49'000
8 Westschweiz	52'000	-	52'000	52'000	48'000

Quelle: BFS, Meta-Sys (Docu Media), ESTV, Geostat, Regionen nach WP, Raiffeisen Economic Research

Verwendete Abkürzungen

ARE	Bundesamt für Raumentwicklung	SAKE	Schweizerische Arbeitskräfteerhebung
BFS	Bundesamt für Statistik	SBV	Schweizerischer Baumeisterverband
ESTV	Eidgenössische Steuerverwaltung	SECO	Staatssekretariat für Wirtschaft
FINMA	Finanzmarktaufsicht	SNB	Schweizerische Nationalbank
GFK	Gesellschaft für Konsumforschung	SRED	Swiss Real Estate Datapool
HABE	Haushaltsbudgeterhebung	VSV	Verband des Schweizerischen Versandhandels
KOF	Konjunkturforschungsstelle		

Kein Angebot

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Diese Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind im entsprechenden Kotierungsprospekt enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist. Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsprospekte studiert wurden. Entscheide, welche aufgrund der vorliegenden Publikation getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation oder deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

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