

Wordcloud: Anzahl Wohnungen (Miete und Eigentum) in allen Baugesuchen des Jahres 2020 im Verhältnis zum Wohnungsbestand der Gemeinde. Je grösser der Gemeindename, desto mehr Baugesuche wurden eingereicht.

Quelle: Docu-Media, BFS, Raiffeisen Economic Research

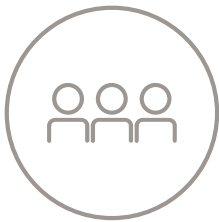
# Immobilien Schweiz – 3Q 2021

Knapper Boden,  
unbegrenzte Geldmenge



## **Herausgeber: Raiffeisen Schweiz Genossenschaft**

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



## **Autoren**

Michel Fleury  
Francis Schwartz  
Domagoj Arapovic

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



## **Weitere Raiffeisen-Publikationen**

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

[Direkt-Link zur Website](#)



## Editorial

Knapper Boden, unbegrenzte Geldmenge	4
Marktüberblick	6



## Marktumfeld

Wirtschaftliche Rahmenbedingungen	7
Hypothekarmarkt	8
Immobilienanlagen	9



## Marktsegmente

Miete	10
Eigentum	13
Retail	17



## Fokus

Bauland	19
---------	----



## Anhang

Gemeindetypen und Regionen	25
Verwendete Abkürzungen	26

Liebe Leserinnen und Leser

Die Coronakrise neigt sich dem Ende zu – zumindest in unseren Köpfen. Nach einem langen, einsamen Winter ist das gesellschaftliche Leben plötzlich wieder zurück. Essen in Restaurants, Auslandferien oder Konzerte sind wieder möglich. Ja selbst Grossanlässe wie die Fussball-EM oder die Olympischen Spiele finden statt. Hoffen wir, dass dieses Sommermärchen nicht ganz so abrupt endet wie letztes Jahr. Denn die Gesundheitsexperten warnen trotz des offensichtlichen Erfolgs der globalen Impfkampagne weiter vor einem zu entspannten Umgang mit der Pandemie. Mit der Entschärfung der epidemiologischen Lage erwacht auch die Weltwirtschaft wieder aus ihrem Dornröschenschlaf. Dass dies nicht ganz so reibungslos vonstattengeht, zeigen die grossen Lieferengpässe bei diversen Rohstoffen. Mit den Preisexplosionen einiger Güter in den Warenkörben der privaten Haushalte, vor allem in den USA, taucht nun plötzlich ein fast schon totgeglaubtes Gespenst wieder auf. Inflation ist wieder in aller Munde. Auch wenn es sich unserer Einschätzung nach nur um vorübergehende Preisspitzen handelt, nehmen wir die Diskussion zum Anlass, uns mit den Zusammenhängen zwischen der Teuerung und dem Immobilienmarkt auseinanderzusetzen. Denn gerade in diesem Markt ranken sich hartnäckige Mythen um Inflation und deren Folgen.

### **Inflationsresistenter Mietwohnungsmarkt**

Der Mietwohnungsmarkt setzt seine sanfte Landung, von den Coronawirren gänzlich unbeirrt, fort. Wenn nicht einmal die grösste wirtschaftliche und gesellschaftliche Krise der jüngeren Geschichte ihn aus der Bahn werfen kann, was dann? Könnte eine steigende Teuerung ihn in Schieflage bringen? Wohl kaum! Selbst wenn die Inflation tatsächlich aufkommen würde und einen nachhaltigen Zinsanstieg zur Folge hätte, würde das herrschende Referenzzinssatzregime einen abrupten Mietpreisanstieg verhindern. Im aktuellen, von hohen Leerständen geprägten Marktumfeld dürfte sich die Weitergabe höherer Finanzierungskosten oder steigender Baupreise an die Mieter als unmöglich erweisen. Selbst wenn die Konsumentenpreise auch hierzulande kräftig anziehen sollten, ist daher weiter mit sinkenden Angebotsmieten zu rechnen. Steigende Zinsen bei sinkenden Mieten könnten aber zu Neubewertungen von Wohnrenditeliegenschaften führen. Entgegen der gängigen Meinung, dass Immobilien gegen Inflation absichern, würden in diesem Fall die Preise des Realwerts Renditeliegenschaft bei aufkommender Inflation sinken. Dank hohen Bewertungsreserven und des langjährigen Anlagehorizontes der meisten professionellen Immobilieninvestoren, dürfte unser Mietwohnungsmarkt selbst ein solches Szenario relativ gut überstehen.

### **Eigenheim als Inflationsschutz?**

Die Preisanstiege beim Wohneigentum haben sich in der Coronakrise nochmals beschleunigt. Die Gründe sind altbekannt: Tiefe Zinsen, preisliche Attraktivität von Wohneigentum im Vergleich zum Wohnen zur Miete und ein äusserst knappes Angebot. Für eine Blase fehlt aber nach wie vor das spekulative Element. Die Nachfrage wird primär durch Selbstnutzer getrieben. Zusätzlich zu den finanziellen Ersparnissen halten viele Eigenheimbesitzer ihr Immobilie in der Überzeugung, damit gegen Inflation abgesichert zu sein. Wie die Preisentwicklung der letzten 50 Jahre aber zeigt, steigen die Eigenheimpreise nicht automatisch mit den Teuerungsraten. Kurz- bis mittelfristig können andere Faktoren den Inflationseffekt überlagern. Nur in der sehr langen Perspektive schützt das Eigenheim tatsächlich vor Inflation.

### **Beschleunigter Strukturwandel im Detailhandel**

Der stationäre Detailhandel hat schwierige Monate hinter sich. Geschlossene Läden und verändertes Kundenverhalten haben sich unterschiedlich auf die Umsätze der Marktsegmente dieser Branche ausgewirkt. Während Nahrungsmittel und Elektronikprodukte von der Pandemie profitieren konnten, sind die Umsätze der Kleider- und Schuhhändler regelrecht eingebrochen. Geschlossene Läden und vermehrt zuhause verbrachte Zeit haben gleichzeitig zu einer Vergrösserung der Marktanteile der Onlinehändler geführt. So wurden 2020 das erste Mal mehr als 10% der Umsätze im Detailhandel im Netz generiert. Der Strukturwandel hat sich besonders im bereits unter Druck stehenden Non-Food-Bereich deutlich beschleunigt. Für Verkaufsflächen ist daher, besonders ausserhalb der besten Lagen, im Nachgang der Krise mit sich weiter verstärkenden Vermarktungsschwierigkeiten zu rechnen. Wenn die staatlichen Unterstützungsmassnahmen versiegen, dürften stationäre Detailhändler wieder vermehrt in Schwierigkeiten geraten. Dass nach den Erfahrungen der letzten Monate Non-Food-Detailhändler, Gastronomen oder persönliche Dienstleister sich um allenfalls leer werdende Flächen reissen werden, ist eher zweifelhaft.

### **Die Bodenpreise treiben die Immobilienpreise**

In unserem Fokuskapitel haben wir uns mit dem wenig durchleuchteten Markt für Bauland auseinandergesetzt. Unbebautes Bauland, besonders für Wohnnutzungen, ist in der Schweiz knapp. Und dies gerade dort, wo es eigentlich am dringendsten benötigt wird. Strenge regulatorische Vorgaben zum Umgang mit der begrenzten Ressource Land, halten das Angebot tief. Gleichzeitig ist im herrschenden Tiefzinsumfeld die Nachfrage nach geeignetem Bauland für Einfamilienhäuser, Eigentumswohnungen und Wohnrenditeliegenschaften sehr stark. Eine grosse Nachfrage, welche auf ein begrenztes Angebot trifft, führt selbstredend zu deutlichen Preissteigerungen. Die Ausnahme bilden Baulandparzellen in touristischen Gemeinden. Grosse Landreserven und starke Einschränkungen des potenziellen Käuferkreises durch das Zweitwohnungsgesetz haben dort zu Preisrückgängen geführt. Während die Bodenpreise in den meisten Regionen deutlich gestiegen sind, haben sich die Baupreise hingegen nur sehr leicht erhöht. Damit einhergehend verschieben sich die Landwert- und Gebäudewertanteile der Schweizer Liegenschaften. Etwas plakativ kann man schlussfolgern, dass nicht die Häuser in der Schweiz immer teurer werden, sondern nur das Land, auf dem sie stehen.

Wir wünschen eine anregende Lektüre!

Ihr Raiffeisen Economic Research Team

## Marktumfeld

---

### Nachfrage

---



**Bevölkerung:** Die Zuwanderung stützt die Nachfrage nach Wohnraum weiter. Von Anfang Juni 2020 bis Ende Mai 2021 betrug der Wanderungssaldo der ausländischen Wohnbevölkerung 60'759. Der Wert liegt damit rund 10% höher als in der Periode von Juni 2019 bis Mai 2020.



**BIP:** Die Einkaufsmobilität hat bereits wieder ihr normales Niveau erreicht und auch Freizeiteinrichtungen werden grösstenteils wieder genauso gut besucht wie vor der Krise. Die Schweizer Wirtschaft dürfte bis Ende Jahr wieder ihr Vorkrisenniveau erreichen.



**Einkommen:** Dank Kurzarbeit, die nach wie vor von vielen Unternehmen in Anspruch genommen werden muss, konnten die meisten Arbeitgeber Entlassungen vermeiden. Die Arbeitslosenquote sinkt seit Anfang 2021 bereits wieder und liegt aktuell bei 3%.



**Finanzierungsumfeld:** Aufgrund der starken wirtschaftlichen Erholung in den USA rechnet der Markt etwas früher mit einer Erhöhung der US-Zinsen. SNB und EZB sehen darin aber keinen Anlass, etwas an ihrer Geldpolitik zu ändern. Die Hypothekarzinsen in der Schweiz bleiben folglich tief.



**Anlagen:** Aufgrund der anhaltend tiefen Zinsen bleiben Investitionen in Immobilien im Vergleich zu festverzinslichen Anlagen attraktiv. So haben auch die Agios der kotierten Immobilienfonds neue Rekordstände erreicht.

### Angebot

---



**Bautätigkeit:** Die Anzahl der Baugesuche für neue Wohnungen ist weiter rückläufig. Im Eigenheimmarkt hält die Produktion damit auch künftig nicht mit der Nachfrage mit. Entsprechend wird sich die Knappheit weiter akzentuieren.



**Leerstände:** Auch im Mietwohnungsbau ist die Zahl der geplanten Wohnungen seit längerem rückläufig. Deshalb und weil sich die Zuwanderung weiter robust zeigt, dürfte sich der Anstieg der Leerwohnungsziffer weiter verlangsamen.

### Preisausblick

---



**Eigentum:** Weiterhin spricht nichts für ein Ende der Rekordjagd am Eigenheimmarkt. Ein äusserst knappes Angebot trifft auf eine rege Nachfrage. Wer kann, der kauft, weil Eigentum aufgrund der tiefen Zinsen nach wie vor günstiger ist als das Wohnen zur Miete.



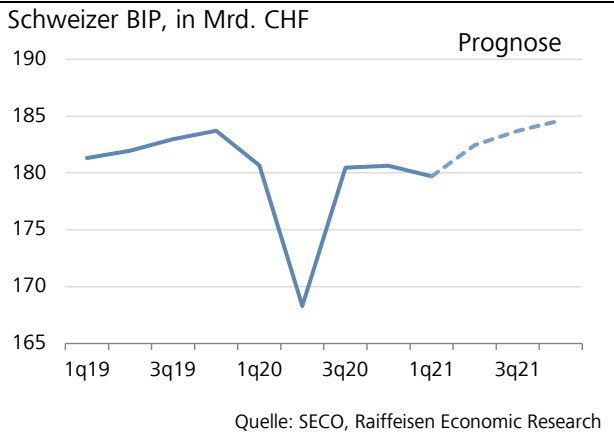
**Mieten:** Der seit längerem anhaltende Sinkflug der Neumieten hat sich in unverändertem Tempo fortgesetzt. Durch die anhaltend hohen Leerstände bleiben die Angebotsmieten auch künftig unter Druck.

# Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

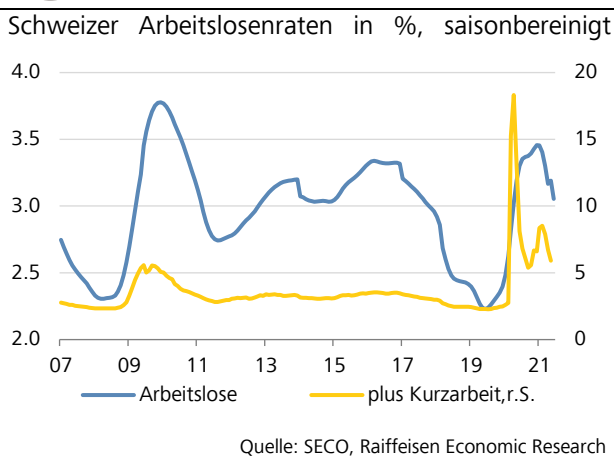
**Die Pandemie ist auf dem Rückzug und die Schweizer Wirtschaft operiert fast wieder auf Normalniveau. Die Aufhellung am Arbeitsmarkt gibt der Wohnungsnachfrage neue Impulse, auch wenn die stark gestiegenen Materialpreise Neubauten leicht verteuern.**



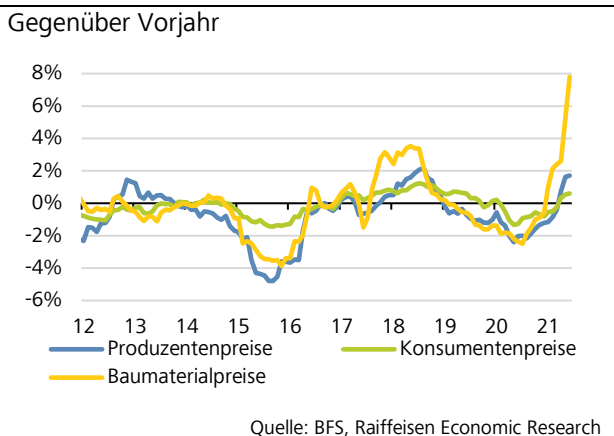
## Konjunktur



## Arbeitsmarkt



## Schweizer Preise



Die Schweizer Wirtschaft ist nach dem Lockdown zu Beginn des Jahres schrittweise wieder annähernd zur Normalität zurückgekehrt. So hat die Einkaufsmobilität zur Jahresmitte hin wieder ein normales Niveau erreicht und auch Freizeiteinrichtungen, darunter auch Restaurants, wurden grösstenteils wieder genauso frequentiert wie vor der Krise. Die Unternehmensstimmung der Dienstleister hat sich deshalb deutlich erholt, ebenso das Konsumentenvertrauen. Der Weg zurück zum Vorkrisenniveau ist für das BIP damit nicht mehr weit. Auch die Lage am Arbeitsmarkt normalisiert sich zunehmend. Kurzarbeit ist zwar noch verbreitet, wird aber weniger häufig genutzt. Die Unternehmen zeigen wieder mehr Investitionsbereitschaft und planen die Beschäftigung weiter auszubauen.

Das gilt auch für die Industrie, die trotz der hohen Rohstoffpreise weiter auf Wachstumskurs ist. Das Rohstoffangebot wurde letztes Jahr während der Pandemie weltweit stark zurückgefahren und kann momentan noch nicht mit der gestiegenen Nachfrage Schritt halten. Entsprechend ist auch im zweiten Halbjahr mit Lieferengpässen zu rechnen. Die Unternehmen überwälzen die höheren Beschaffungskosten jedoch nur zögerlich an die Endverbraucher, auch weil sie die Preisspitzen als vorübergehend erachten. In der Schweiz fällt der Anstieg der Konsumentenpreise daher wohl weiter begrenzt aus, nicht zuletzt, weil am Arbeitsmarkt keine Lohn-Preis-Spirale droht.

In einigen Branchen dauert es Monate, bis Preisanpassungen gegenüber den Kunden durchgesetzt werden können. Das gilt z.B. auch für die Baubranche, in der üblicherweise Festpreisverträge zur Anwendung kommen. Der Rohbau bei Einfamilienhäusern ist aufgrund der höheren Materialpreise aktuell um mehrere Tausend Franken teurer als sonst. Auch beim Innenausbau kommt es zu Mehrkosten. Doch selbst wenn diese in den kommenden Monaten vermehrt auf die Bauherren überwälzt werden, ist der Effekt auf die Gesamtnachfrage im Wohnmarkt gering. Der Kostenaufschlag macht bei den jetzigen Materialkosten schlimmstenfalls 1% des Hauspreises aus. Der jährliche Neubau beträgt zudem weniger als 1% des gesamten Wohngebäudebestandes.

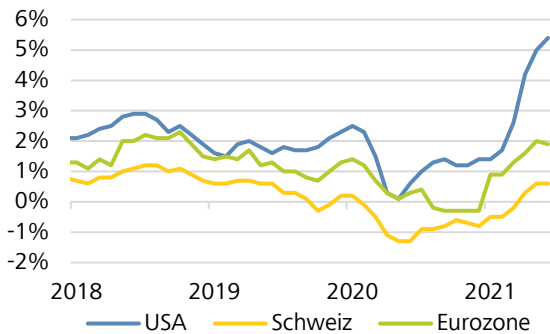
# Hypothekarmarkt

**Die Wiederbelebung der Weltwirtschaft führt zu Lieferengpässen und steigenden Preisen. Der mittelfristige Inflationsausblick bleibt aber verhalten, weshalb die Notenbanken die expansive Geldpolitik fortsetzen. Die Zinsen verharren damit auf tiefem Niveau und die Hypothekarkonditionen bleiben günstig.**



## Inflation

Konsumentenpreise, Wachstum in % ggü. Vorjahr

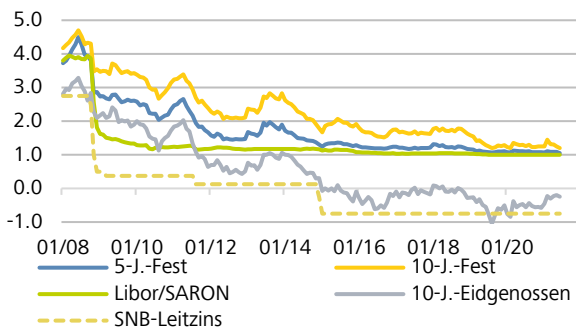


Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## Hypothekarzinsen

Zinssätze für Neugeschäfte, in %



Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research



## Hypothekarvolumen

Wachstum in % ggü. Vorjahr



Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

In den USA ist die Inflation überraschend stark angestiegen, was die Federal Reserve unter Druck gesetzt hat. Eine baldige Verringerung ihrer monatlichen Anleihenkäufe zeichnet sich ab. Eine Mehrheit der US-Notenbanker erwartet zudem neu bereits für 2023 leicht höhere Leitzinsen. Eine 180-Grad-Wende in der Geldpolitik und eine schnelle Zinsnormalisierung ist damit trotzdem nicht angezeigt, denn der deutliche Inflationsanstieg ist wahrscheinlich weitgehend vorübergehender Natur. Ein Großteil des Preisschubs ist auf wenige Kategorien zurückzuführen, die stark von der Wiederbelebung der Wirtschaft profitieren. Auch die globalen Lieferengässe tragen zu den Preisspitzen bei. Sobald sich Angebot und Nachfrage einpendeln, dürfte der Preisdruck wieder nachlassen. Nur wenn die Löhne stark steigen, ist auch nächstes Jahr mit hohen Inflationsraten zu rechnen, was angesichts der Lage am Arbeitsmarkt aber wenig wahrscheinlich ist. Die US-Beschäftigung liegt derzeit noch um mehrere Millionen unter dem Vorkrisenniveau.

Auch in anderen Ländern übersteigt die stürmische Erholung der Nachfrage das Angebot. Die Preisentwicklung ist in diesen Ländern jedoch weitaus stabiler als in den USA, weshalb sich die Notenbanken entspannt zeigen. Weder die EZB noch die SNB sehen irgendeinen Bedarf ihre Geldpolitik anzupassen, womit für die Schweizer Kapitalmarktzinsen auch weiterhin lediglich beschränktes Aufwärtspotential besteht.

Die Finanzierungsbedingungen für Wohneigentum bleiben damit über alle Laufzeiten hinweg sehr attraktiv. Die Zinsen für langfristige Festhypotheken liegen weiterhin nahe an den Rekordtiefs und nahe an den Konditionen für SARON-Hypotheken. Das Hypothekenwachstum hat sich währenddessen nochmals etwas beschleunigt, was die ungebrochen hohe Nachfrage nach Wohneigentum unterstreicht.

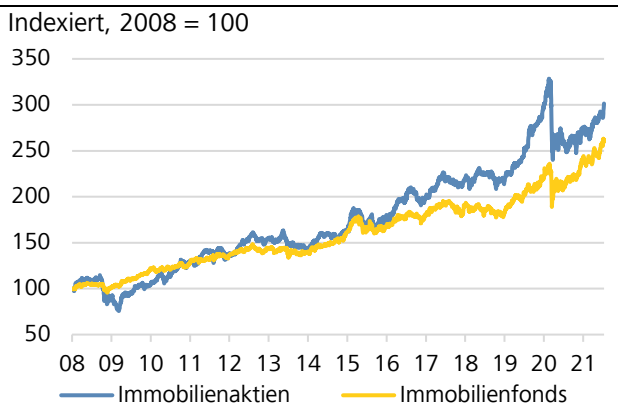


# Immobilienanlagen

**Immobilienfonds haben sich deutlich besser von Corona erholt als Immobilienaktien. Die Agios der Fonds haben mittlerweile neue Rekordhochs erreicht. Nicht etwa Sorgen um Inflation oder Spekulation treiben Investoren in den Realwert Immobilie. Sondern der Markt rechnet weiter mit tiefen Zinsen und sieht die hohen Preise darum als fundamental gerechtfertigt an.**



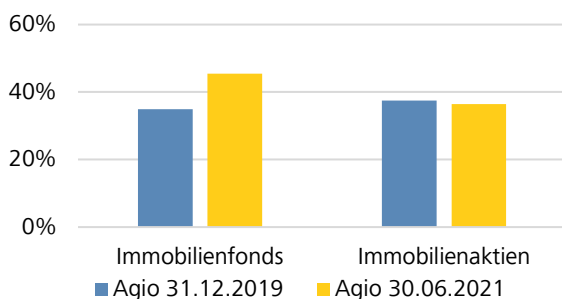
## Total Return Index kotierter Immobilienfonds und Immobilienaktien



Die Kurse indirekter Schweizer Immobilienanlagen zeigen weiter nach oben. Während Immobilienfonds längst neue Rekordstände erklommen haben, liegen die Kurse von Immobilienaktien noch deutlich unter Vorkrisenniveau. Dafür gibt es drei Gründe. Erstens liegt der Investitionsfokus bei Aktien eher auf kommerziellen Liegenschaften. Der beschleunigte Trend zu Home-Office und Home Shopping sorgt hier für trübe Aussichten. Zweitens weisen Immo-AGs mit im Schnitt 50% eine fast doppelt so hohe Fremdkapitalquote auf als Fonds. Ihr Risikoprofil ist damit auch abgesehen von ihrem Fokus auf kommerzielle Nutzungen und Entwicklungsprojekte deutlich aggressiver. Drittens erlebten Immobilienaktien vor Ausbruch der Coronapandemie einen exorbitanten, fundamental nicht zu erklärenden Kursanstieg. Von März 2019 bis März 2020 legten die Kurse um satte 45% zu. Die Pandemie hat nun wieder für etwas mehr Realismus gesorgt.



## Agios kotierter Immobilienanlagen



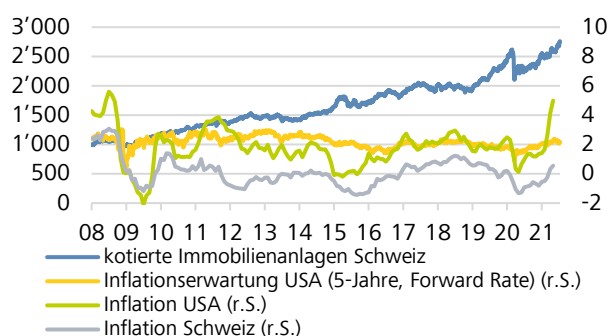
## Agios von Fonds und Aktien haben sich angeglichen

Derzeit wird im Unterschied zur Vorkrisensituation sogar ein leicht höheres Agio für Fonds als für Aktien bezahlt. Setzt man die Gewinne der beiden Anlageformen ins Verhältnis zum investierten Kapital (investiertes Fremdkapital + Marktwert des Eigenkapitals), so zeigt sich, dass Ende 2019 Fonds mit 2.54% fast so hoch rentierten wie Aktien (2.78%), obwohl letztere auf deutlich riskanteren Immobilien und weniger defensiven Geschäftsmodellen basieren. Bis Ende Juni 2021 hat sich diese Gesamtkapitalrendite bei den Fonds auf 2.02% reduziert, während sie sich bei den Aktien auf 3.62% erhöht hat. Nun bilden die Bewertungen die unterschiedlichen Risikoprofile der beiden indirekten Immobilienanlageformen relativ zueinander wieder besser ab.



## Inflation und direkte Immobilienanlagen

Inflationsraten p.a in %, Total-Return-Index Immobilienanlagen, Indexstand SXI Real Estate Broad



## Markt rechnet weiter mit expansiver Geldpolitik

Ob die absolute Bewertung indirekter Immobilienanlagen zu hoch ist, ist eine andere Frage. Die jüngst aufgekommenen Inflationsängste und Sorgen über eine restriktive Geldpolitik als Reaktion darauf teilen die Investoren offensichtlich nicht. Die Inflationserwartungen haben sich zwar leicht erhöht. Die Märkte rechnen aber dennoch weiter mit tiefen Zinsen. Angesichts mangelnder alternativer Anlagemöglichkeiten in diesem Marktumfeld sind die Preise für indirekte Immobilienanlagen nicht durch Spekulation getrieben, sondern Folge von Entscheidungen rational mit dem Status quo kalkulierender Investoren.

# Miete

**Covid-19 hat den Kurs in Richtung sanfter Landung, den der Schweizer Mietwohnungsmarkt seit längerem eingeschlagen hat, nicht gestoppt. Wird nun die anziehende Inflation, die manche Auguren aufgrund der raschen wirtschaftlichen Erholung auch in der Schweiz aufkommen sehen, den Mietwohnungsmarkt aus seiner Bahn werfen und Investoren in Renditeliegenschaften Wertverluste bescheren?**

Der Schweizer Mietwohnungsmarkt zeigt sich weiterhin völlig unbeeindruckt von der Coronapandemie. Die Entwicklungen am Markt bleiben durch den anhaltenden tiefzinsinduzierten Anlagenotstand und die dadurch schon im letzten Jahrzehnt ausgelöste überbordende Bautätigkeit geprägt. Die in der letzten Dekade aufgebauten Leerstände dominieren das Geschehen am Markt weiter, sodass selbst eine weltweite Mega-Pandemie praktisch spurlos am Mietwohnungsmarkt vorbei zu gehen scheint. Die mittlerweile hohe Anzahl leerer Wohnungen liess im 2. Quartal 2021 die Neumieten abermals leicht sinken. Zuletzt liegen diese bereits knapp 10% tiefer als zum Höhepunkt vor genau 6 Jahren. Angesichts erhöhter Leerstandrisiken und sinkender Neumieten treten Projektentwickler bei der Planung neuer Mietwohnungen weiterhin aufs Bremspedal. Mittlerweile hat sich die Zahl der Mietwohnungen, für welche ein Neubaugesuch eingereicht wurde, verglichen mit dem Peak der Projektionstätigkeit Mitte 2017, praktisch halbiert. Auch in stürmischen Pandemie-Zeiten hält der Mietwohnungsmarkt also weiter strikt seinen eingeschlagenen Kurs. Die von uns bereits seit 2015 prognostizierte sanfte Landung des Marktes ist ungeachtet aller wirtschaftlichen Verwerfungen der letzten eineinhalb Jahre weiterhin im Gange.

### Gefahr Inflation?

Wenn der Schweizer Mietwohnungsmarkt selbst gegen Covid-19 immun ist, was könnte dann die im Gang befindliche sanfte Landung doch noch zu einem unkontrollierten Absturz oder gar einer Bruchladung werden lassen?

Wie in den Abschnitten zu den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen (S. 7) sowie den Zinsen (S. 8) ausgeführt, ist seit dem starken Anstieg der Konsumentenpreise in den USA das mittlerweile praktisch vergessene Wort «Inflation» wieder in aller Munde. Obwohl wir in den jüngsten Inflationszahlen vorwiegend temporäre Effekte einer aus dem Tief schlaf wieder in Schwung kommenden Weltwirtschaft sehen und die Inflation in der Schweiz bislang nur leicht und aufgrund von Basiseffekten angezogen hat, wollen wir nachfolgend durchspielen, welche Auswirkungen eine anhaltende Periode mit höherer Inflation auf den Schweizer Mietwohnungsmarkt hätte. Und insbesondere ob eine höhere Inflation den Mietwohnungsmarkt doch noch aus seiner scheinbar fest fixierten Bahn werfen könnte.

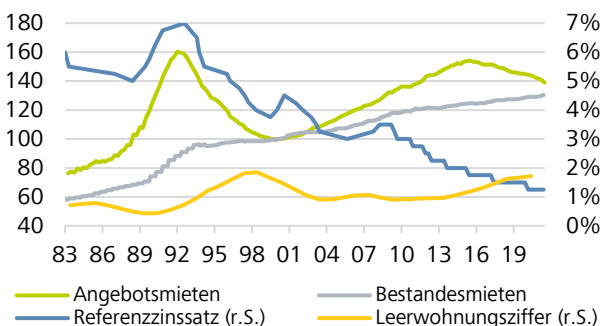
### Mieten als Inflationsbestandteil

Da die Mieten mit rund einem Fünftel den mit Abstand grössten Teil des Landesindex für Konsumentenpreise (LIK) ausmachen, besteht dadurch natürlich ein direkter Zusammenhang zwischen der Mietpreisentwicklung und der Inflation. 20% der gemessenen Inflation werden allein durch die Entwicklung der Bestandsmieten determiniert. Zwar ist Inflation seit Ausbruch der Finanzkrise 2008 kein Thema mehr - Mietpreis-inflation hingegen schon. Um 15% sind die Bestandsmieten in dieser Zeit angestiegen (vgl. [«Immobilien Schweiz 1Q20»](#) zur Frage warum die Bestandsmieten trotz sinkender Neumieten steigen). Ohne Mietpreiskomponente wären die Konsumentenpreise in den letzten 13 Jahren um rund 4% gesunken, Konsumpreisdeflation bei Mietpreis-inflation also (vgl. Chart nächste Seite).



### Mietwohnungsmarkt im Überblick

Angebots- und Bestandesmieten, indiziert 2000 = 100

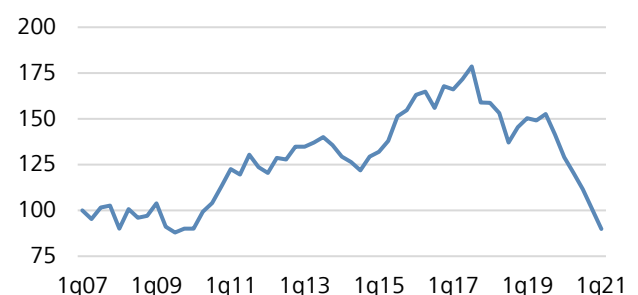


Quelle: Wüest Partner, BFS, Raiffeisen Economic Research



### Baugesuche

Anzahl Mietwohnungen in Baugesuchen, indiziert, Viertelsummen, 1q07 = 100



Quelle: Docu-Media, Raiffeisen Economic Research

## Marktsegmente

Dies veranschaulicht, dass sich die Mieten nicht zwingend parallel zur übrigen Preisentwicklung bewegen müssen. Zwar gibt es durchaus ökonomische Zusammenhänge zwischen «der» Inflation und den Mietpreisen. Diese sind jedoch nicht so stark und können kurz und mittelfristig von anderen Faktoren überlagert werden, wie die nachfolgende Ausführung zeigen wird.

### Höhere Inflation = höhere Zinsen = höhere Mieten?

Nominalzins = Realzins + erwartete Inflation. So der einfache ökonomische Zusammenhang. Das für den Immobilienmarkt so wichtige Zinsniveau wird demnach wesentlich durch die Inflation mitbestimmt. Im Mietwohnungsmarkt ist der Zusammenhang wie folgt: Steigen die Preise, dann steigen die Zinsen, steigen die Zinsen, so steigt der Hypothekarische Referenzzinssatz. Und an diesen sind die Mieten direkt gekoppelt – zumindest theoretisch. In der Praxis funktioniert diese Anbindung jedoch, wenn überhaupt, nur äusserst langsam. Da der Referenzzinssatz im Prinzip nichts anderes ist als der Durchschnittssatz aller in der Schweiz ausstehenden Hypotheken und ein wesentlicher Teil dieser Hypotheken Festhypotheken mit längeren Laufzeiten sind, geht es lange, bis ein neues Zinsniveau auf den Referenzzinssatz durchschlägt. Die Anpassungsprozesse dauern - wie so vieles im Immobilienmarkt - Jahre. Hinzu kommt, dass der Transmissionsmechanismus vom Referenzzinssatz auf die Mieten ohnehin nur sehr unvollständig spielt, weil es keinen Automatismus bei der Anpassung der Mieten an den Referenzzinssatz gibt. Längst nicht alle Vermieter überwälzen steigende oder sinkende Zinsen auf die Mieter. Umgekehrt fordern nur vergleichsweise wenige Mieter Zinssenkungen ein (vgl. [«Immobilien Schweiz 1Q20»](#)). Steigen nun die Preise und damit die Nominalzinsen sowie folglich mittelfristig der Referenzzins, können die meisten Vermieter rechtlich höchstens bei den vor kurzem abgeschlossenen Mietverhältnissen die Mieten erhöhen. Bei früher abgeschlossenen Mietverhältnissen steht ein höherer Referenzzinssatz im Mietvertrag und weil die Mieten in Zeiten sinkender Referenzzinssätze häufig nicht gesenkt wurden, besteht nun auch kein Spielraum für Erhöhungen bis zu einem Zinsniveau, an dem der zum Vertragsabschluss gültige Referenzzinssatz überschritten ist. Aber auch bei erst kürzlich abgeschlossenen Mietverträgen mit tiefen Indexständen des Referenzzinssatzes im Vertrag ist der Spielraum für Mietzinserhöhungen meistens sehr beschränkt. Obwohl rechtlich erlaubt, werden sich Vermieter eine Mieterhöhung im aktuellen Marktumfeld zweimal überlegen. Denn bei einer Erhöhung werden sich viele dieser Mieter nach einer günstigeren Bleibe umsehen.

Denn als Neumieter bezahlen diese aufgrund der sinkenden Neumieter ohnehin bereits (zu) hohe marktnahe Mieten. Auf dem gegenwärtigen Mietermarkt, der von hohen Leerständen und Preiswettbewerb geprägt ist, werden sie schnell fündig. Via Referenzzinssatz ist kurz- und mittelfristig in der jetzigen Konstellation kaum ein Einfluss eines etwaigen Inflationsanstiegs auf die Mieten zu erwarten. Der intendierte Inflationsausgleichsmechanismus dieses Systems spielt bei anziehender Inflation nicht, wenn bei sinkender Inflation und sinkenden Zinsen kaum Mietzinsanpassungen erfolgen und zudem, wie derzeit der Fall, gegenläufige und stärkere Marktkräfte, die tiefere Mieten fordern, wirken.

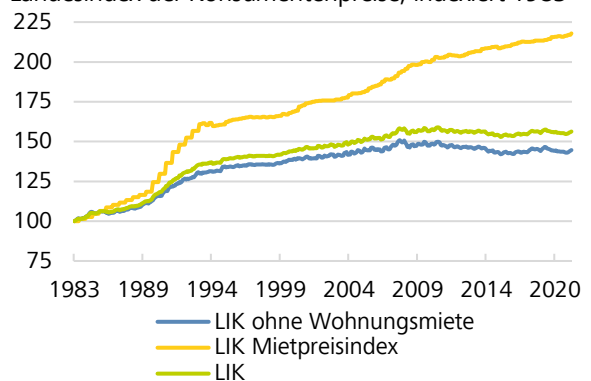
### Lohn-Mietpreis-Spirale?

Steigen die Preise, fordern Arbeitnehmer mehr Lohn. In der Folge steigen die Einkommen. Die gestiegenen Einkommen erhöhen die Nachfrage und können die Preise noch weiter ansteigen lassen - die gefürchtete Lohn-Preis-Spirale tritt in Kraft. Diese Argumentation gilt theoretisch auch für die Mieten. Historisch ist es denn auch tatsächlich so, dass Lohnänderungen und Mietpreisänderungen stark miteinander korrelierten (vgl. Chart auf der nächsten Seite). Wenn im jetzigen Marktumfeld aber tatsächlich stärkere Inflation aufkommt, werden es nicht die Mieten sein, die diese treiben. Erstens werden die hohen Leerstände weiterhin zu sinkenden Angebotsmieten führen und daher keine zusätzlichen Inflationsimpulse geben und zweitens kommen wie zuvor beschrieben auch vom Bestand keine Mietzinsanpassung im grossen Stil via Referenzzinssatzkanal. Allfällig höhere Preise müssten durch andere Konsumgüter kommen. Vom Haushaltsbudget wird dann entsprechend mehr für diese Produkte verwendet. Das alles nimmt im aktuellen Umfeld den Druck, dass die Neumieter in die Spirale treiben oder in sie hineingezogen werden.



### Konsumpreisinflation und Mietpreisinflation

Landesindex der Konsumentenpreise, indiziert 1983 = 100



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

## Marktsegmente

### Teurere Wohnungsproduktion

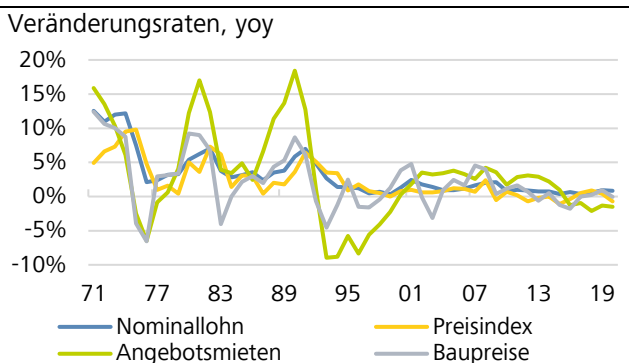
Preise anderer Güter sind Inputfaktoren bei der Wohnungsproduktion. Verteuern sich Baumaterialien und Löhne, so wird auch der Bau neuer Mietwohnungen teurer und die Mieten steigen. Der Zusammenhang ist normalerweise eng. Am aktuellen Rand sind bei den Preisen für Baumaterialien tatsächlich starke Preisanstiege bei verschiedenen Rohstoffen und Zwischenfabrikaten zu beobachten. Wir rechnen aber damit, dass es sich dabei um ein vorübergehendes Phänomen handelt, konkret bis sich die Lieferketten im Zuge der Coronaerholung wieder eingependelt haben. Der Lohnkanal ist dagegen träger. Die Lohnrunden im Bau stehen erst noch an. Lohnerhöhungen sind in der Branche, die nun wieder Fahrt aufnimmt, möglich, eigentliche Lohnsprünge jedoch nicht zu erwarten. Bau- und Lohnkosten machen ohnehin nur einen Teil der Kosten von Wohnraum aus. Auch via diesen klassischen Inflationskanal droht derzeit kein grosserer Aufwärtsdruck auf die Mieten. Mittelfristig sind die Mieten derzeit sozusagen immun gegen Inflation. Erst in der langen Frist könnten die beschriebenen ökonomischen Zusammenhänge wieder greifen.

### Vermögenssicht

Für Investoren in Renditeliegenschaften stellt ein Inflationszenario mit gleichzeitig sinkenden Mieten eine Herausforderung dar. Steigende Nominalzinsen würden zu einer Erhöhung der Diskontierungssätze bei der Immobilienbewertung führen, was teils schmerzliche Wertkorrekturen zur Folge haben wird. Weniger betroffen davon sind kommerzielle Objekte, die häufig mit Indexmietverträgen laufen, was heisst, dass deren Mieten direkt an die Inflation gekoppelt sind. Eine höhere Inflation würde entsprechend vor allem bei Wohnbauten zu Neubewertungen unter dem jetzigen Preisniveau führen. Der vermeintlich inflationssichere Realwert Renditeliegenschaft würde im aktuellen Marktumfeld im Preis fallen – und nicht etwa steigen, wie der Volksmund meint.



### Preise, Löhne, Baupreise und Mieten



Quelle: BFS, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

### Bewertungsreserven

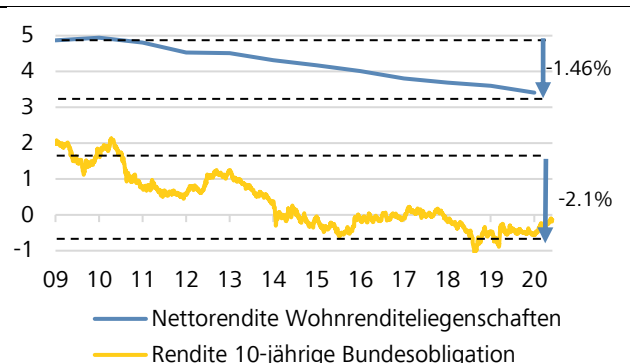
Die Diskontsätze der Immobilienbewertung institutioneller Anleger sind in der Vergangenheit nicht ganz so stark gefallen wie die Zinsen und der Zins ist die Hauptdeterminante des Diskontierungssatzes. Dies ist ein Indiz dafür, dass in der Bewertung der Renditeliegenschaften in den Büchern institutioneller Anleger Bewertungsreserven vorhanden sind. Die eher konservative Bewertungspraxis der jüngeren Vergangenheit, bei der nicht jeder Zinsauschlag sofort und vollständig eingepreist wurde, wird den Druck auf grössere Abwertungen somit im Zaum halten. Aus zwei Gründen: Erstens fangen die Bewertungsreserven in den Portfolios etwaigen Aufwertungsdruck auf. Zweitens muss der gängigen Bewertungspraxis folgend auch nicht jeder kurzfristige Zinsauschlag nach oben 1:1 mitgemacht werden.

### Portfolio und Timing

Etablierten institutionellen Immobilieninvestoren mit grösseren Portfolios würden aber auch Neubewertungen nicht an die Substanz gehen. Denn sie haben in den letzten Jahren Bewertungsgewinne auf ihren Positionen in ihren Büchern realisiert. Entsprechend werden sie auch grössere Abwertungen verkraften können. Zumal grosse Investoren wie Pensionskassen vorwiegend Eigenkapital investieren. Stärker betroffen sind Investoren, die jüngst in den Markt gekommen sind und bei den aktuell hohen Preisen fremdfinanziert Renditeliegenschaften gekauft haben. Die heutigen Preise mit rekordtiefen Kapitalisierungsätzen werden in Erwartung anhaltend tiefer Zinsen und tiefer Inflation bezahlt. Die Rechnung dieser Investoren, wird bei einem – markanten und notabene von uns nicht erwarteten – Inflationsanstieg nicht aufgehen. Bei diesen privaten Investoren und meist kleineren Firmen ist aber keine Marktwertbewertung nötig. Probleme werden die daher erst bekommen, wenn sie mit den laufenden Mietzinsen ihre Hypotheken nicht mehr bezahlen können.



### Renditen in %



Quelle: REIDA, SNB, Raiffeisen Economic Research

# Eigentum

**Am Schweizer Eigenheimmarkt sind die Preise erneut stark angestiegen, die Preisdynamik hat sich zuletzt sogar akzentuiert. Die expansive Geldpolitik und die tiefen Zinsen heizen weiter ein. Nun bestehen Befürchtungen, dass nach der Vermögenspreisinflation auch die Konsumpreisinflation anziehen könnte. Sind Wohneigentümer als Besitzer des Realwerts Immobilie bestens gegen Inflation gewappnet?**

Noch nie waren Eigenheime in der Schweiz so teuer wie heute. Die Raiffeisen Transaktionspreisindizes für Einfamilienhäuser und Stockwerkeigentum haben neue Höchststände markiert. Das ist schon fast Gewohnheit. Praktisch in jedem Quartal in den vergangenen Jahren wurden die alten Rekordmeldungen wieder Makulatur. Nachdem sich aber Ende 2018 bis Mitte 2020 immerhin eine verlangsamte Preisdynamik abgezeichnet hatte, haben die Wachstumsraten seit Ausbruch der Covid-19-Pandemie wieder kräftig angezogen. Die Preise für Einfamilienhäuser legten im zweiten Quartal 2021 um 2.1% zu, Stockwerkeigentum wurde sogar 2.4% höher als im Vorquartal gehandelt. Im Vorjahresvergleich stiegen die Preise für EFH damit um über 6% an. STWE verteuerte sich um fast 5%. Das sind auch im historischen Vergleich sehr starke Preisanstiege.

### Preisanstiege sind gut begründbar

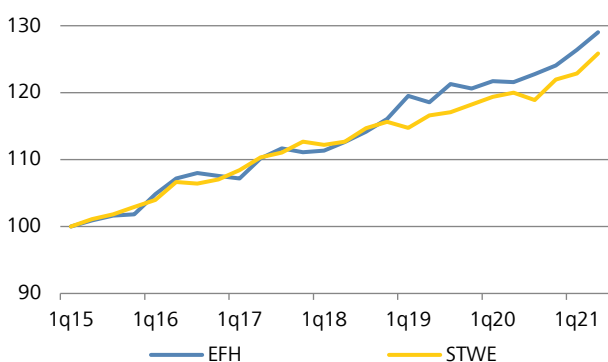
Die Gründe für die Preisentwicklung sind dieselben wie bisher: Tiefe Zinsen, preisliche Attraktivität von Wohneigentum im Vergleich zum Wohnen zur Miete, ein äusserst knappes Angebot, sowie ein gesteigertes Bewusstsein für die eigene Wohnsituation durch die im Zuge der Pandemie vermehrt zuhause verbrachte Zeit. Zwar haben die Hypothekarzinsen jüngst zwischenzeitlich leicht angezogen, das nach wie vor äusserst tiefe Niveau der Zinsen und auch die Zinssaussichten bilden für Käufer aber weiterhin ein äusserst starkes Kaufargument. Durch die sinkenden Neumieten sowie die steigenden

Eigentumspreise und Finanzierungskosten nimmt die relative Attraktivität von Kaufen gegenüber Mieten zwar laufend ab. Absolut spart man aber nach wie vor über ein Viertel der Wohnkosten, wenn man von einer Mietwohnung in ein Eigenheim ziehen kann. Neben dem Zinsniveau ist das knappe Angebot ein Hauptgrund für die anziehende Preisdynamik. Von der Anzahl zum Verkauf ausgeschriebener Objekte kommt keine Entspannung, im Gegenteil. Im 2. Quartal 2021 waren über 20% weniger Eigentumsobjekte ausgeschrieben als im vergleichbaren Vorjahresquartal. Ein Blick auf die Zahl neu geplanter Wohnungen in Baugesuchen fördert zutage, dass künftig immer weniger Eigentumsobjekte auf den Markt kommen werden. Bei knappem und künftig weiter sinkendem Angebot steigt gleichzeitig die Nachfrage an. So hat die Zahl der Suchabonnements für Eigenheime auf Immobilienplattformen erneut zugelegt. Die Zahl der Abos steigt zwar seit längerem, Covid-19 hat hier aber zu einer spürbaren Beschleunigung geführt. Das neu geschaffene Bewusstsein für die eigene Wohnsituation weckt neue Begehrlichkeiten, deren Befriedigung so mancher durch den Kauf eines Eigentums erhofft. Die Kombination von knappem Angebot und hoher Nachfrage führt dazu, dass Eigenheime den Verkäufern quasi aus den Händen gerissen werden. Die Vermarktungsdauer hat mittlerweile neue Rekordtiefstände erreicht. Steigende Preise sind die logische und fundamental gerechtfertigte Folge dieser Konstellation.



### Preise für selbstgenutztes Wohneigentum

Raiffeisen Transaktionspreisindex, 1q15 = 100

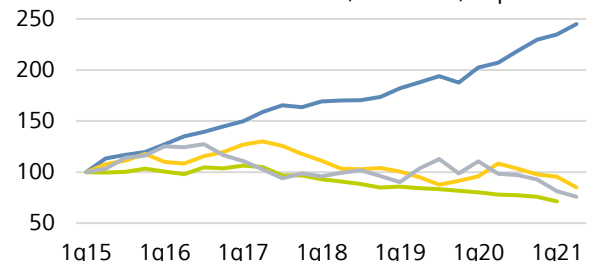


Quelle: SRED, Raiffeisen Economic Research



### Marktüberblick Eigentumsmarkt

Indikatoren für EFH und STWE, indiziert, 1q15 = 100



— Anzahl aktive Suchabos auf Immobilienplattformen  
 — mittlere Vermarktungsdauer  
 — Anzahl Wohnungen in Baugesuchen  
 — Anzahl laufende Inserate auf Immobilienplattformen

Quelle: Meta-Sys, Reamatch360, Docu-Media, Raiffeisen Economic Research

An diesen Fundamentalfaktoren wird sich so schnell nichts ändern. Für eine Blase fehlt im Markt das spekulative Element. Die Nachfrage nach Eigenheimen wird von Selbstnutzern getrieben, nicht von Spekulanten. Aus diesen Gründen stimmen wir nicht in den Chor derjenigen mit ein, die gebetsmühlenartig den Mahnfinger erheben und von einer bald platzenden Blase am Eigenheimmarkt sprechen.

### **Wird aus der Vermögenspreisinflation nun doch noch Konsumpreisinflation?**

Die seit 25 Jahren herrschende Vermögenspreisinflation wird auch künftig die Eigentumspreise weitersteigen lassen. Wie beschrieben, sind die tiefen Zinsen ein Hauptgrund für die anhaltend hohe Nachfrage nach Wohneigentum. Diese tiefen Zinsen sind der expansiven Geldpolitik der Notenbanken geschuldet. Bisher hat sich diese «nur» in Vermögenspreisinflation, nicht aber in Konsumentenpreisinflation niedergeschlagen. Mit der wieder in Fahrt kommenden Wirtschaft nach dem Corona-Tiefschlaf durch gigantische Fiskalimpulse hat in den USA die Konsumentenpreisinflation stark angezogen. Auch in der Schweiz sind die Konsumentenpreise wieder gestiegen, wenn auch nur sehr leicht und immer noch am unteren Ende des Zielbands der Nationalbank von 0-2%. Wir gehen nach wie vor nicht von anhaltend höheren Inflationsraten aus (vgl. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen S. 7 und Hypothekarzinsen S. 8). Trotzdem nehmen wir die zuletzt aufgekommenen Diskussionen rund um die Inflation zum Anlass, einen Blick auf die Zusammenhänge zwischen Inflation und Preisen für selbstgenutztes Wohneigentum zu werfen. Insbesondere gehen wir der Frage nach, ob und wie Immobilien als Realwerte gegen Inflation schützen.

### **Immobilienpreise sind kein Inflationsbestandteil**

Die Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum fließen in der Schweiz nicht direkt in die offizielle Preisstatistik ein. Für die Messung der Wohnkosten der Wohneigentümer verwendet das Bundesamt für Statistik eine fiktive Miete, die im Prinzip nichts anderes als die Mietpreisentwicklung misst. Argumentiert wird, dass Miet- und Eigentumswohnungen Substitute seien und in der langen Frist das Gesetz des Einheitspreises für das Gut Wohnen gelte. Daher sollten die Preise der beiden Wohnformen in der langen Frist identisch sein. Dies ist aber ganz offensichtlich nicht der Fall, wie die unterschiedliche Entwicklung der Wohnkosten von Mietern und Eigentümern in den letzten zwei Dekaden zeigt.

Jedenfalls haben die Immobilienpreise, die Hypothekarzinsen und die Unterhaltskosten für Wohneigentum keinen direkten Einfluss auf die offiziell gemessene Teuerung in der Schweiz. Obwohl der Konsum von Wohnraum in Eigenheimen für rund 36% der Schweizer einen bedeutenden Budgetposten ausmacht. Diese Schwäche der schweizerischen Preisstatistik hat methodische Gründe. Denn würden die Wohnkosten für selbstgenutztes Wohneigentum in die Inflationsberechnung einfließen, dann wäre die Nationalbank implizit gezwungen die Immobilienpreise zu kontrollieren, wenn sie die Teuerung steuert, um ihrem Ziel für Preisstabilität zu sorgen, nachzukommen. Sie würde also nicht nur die Konsumentenpreise steuern, sondern indirekt auch die Vermögenspreise. Das wäre dann etwa so, wie wenn die Notenbank auch bei Aktien für Preisstabilität sorgen müsste. Im Unterschied zu den Entwicklungen auf dem Mietwohnungsmarkt (vgl. S. 10) besteht aufgrund dieser Messmethodik damit kein unmittelbarer Zusammenhang zwischen der gemessenen Inflation und den Entwicklungen am Eigenheimmarkt.

### **Kurzfristig kein starker Zusammenhang**

Dass Immobilien als Realwerte langfristig einen Schutz vor Inflation bieten, gilt dennoch als unbestritten. Wenn «alles» teurer wird, dann werden langfristig auch Immobilien teurer. Zumal es sich bei Immobilien um Güter mit natürlicherweise begrenztem Angebot handelt, die einer potenziell unbeschränkten Geldmenge gegenüberstehen. In den letzten 50 Jahren haben die Immobilien sogar deutlich stärker an Wert zugelegt, als das allgemeine Preisniveau gestiegen ist. Die durchschnittliche Inflation betrug seit 1970 2.2%. Die Immobilienpreise sind hingegen um 3.4% pro Jahr gestiegen. Auch international gibt es gute Evidenz für diesen langfristigen Zusammenhang. Je höher die Inflationsrate, desto stärker steigen die Immobilienpreise. Kurz- und mittelfristig besteht jedoch kein klarer Zusammenhang zwischen Konsumentenpreisinflation und Immobilienpreisen. Wir haben zur Illustration dieser Tatsache sechs Perioden mit anhaltend erhöhter Inflation seit 1970 identifiziert (vgl. Grafik und Tabelle auf der nächsten Seite). Als erhöht definieren wir zu diesem Zweck eine Inflationsrate über dem heutigen Teuerungszielband der Nationalbank von 0-2%. Anhaltend sei die Inflation dann, wenn die Jahresteuering über ein Quartal lang über diesem Niveau verharrt.

## Realwertmythos?

Die ersten drei der identifizierten Inflationsperioden wiesen zwar tatsächlich sehr stark steigende Immobilienpreise auf. Aus diesen frühen 70er und 80er Jahren stammt damit wohl der bis heute weitverbreitete «Realwertmythos», der besagt, dass Immobilien einen guten direkten Inflationsschutz bieten. Dieser Mythos hat sich trotz davon abweichenden Entwicklungen während der nachfolgenden drei Inflationsperioden gehalten. In Periode 4 und 5 sanken die Immobilienpreise sogar. In der kurzen 6. Periode wuchsen sie mit 3.7% nur unwesentlich stärker als im langfristigen Mittel. Zwischen 1989 und 1994 lag die Inflation fünf Jahre lang über dem heutigen Zielband der Nationalbank. Fünf Jahre Inflation und trotzdem sinkende Immobilienpreise. Der Zusammenhang gilt also nur auf sehr lange Sicht. Kurz- und mittelfristig können andere Effekte den Inflationseffekt überlagern. Wie dies in den 90er Jahren der Fall war, als das Platzen der Immobilienblase im Renditeliegenschaftsmarkt zu einer anhaltenden Rezession führte, die auch den Eigentumsmarkt mit in den Strudel zog.

## Welche Mechanismen spielen im Eigenheimmarkt?

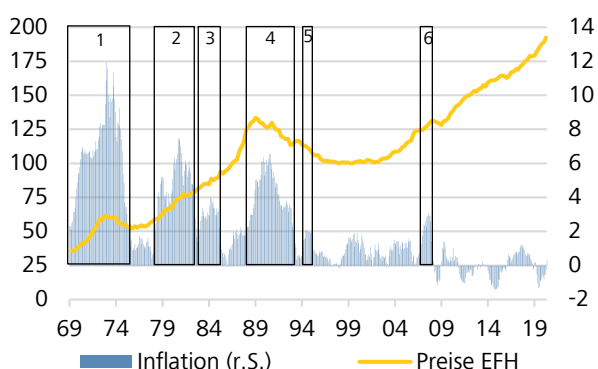
Lässt man die Geldpolitik aussen vor, gilt grundsätzlich: Steigt die Konsumentenpreis-inflation, so hat dies einen Einfluss auf das Nominalzinsniveau. Steigende Nominalzinsen gehen ceteris paribus mit sinkenden Wohneigentumspreisen einher. Denn dadurch steigen die Finanzierungskosten von Wohneigentum, welches zu einem wesentlichen Teil mit zu verzinsendem Fremdkapital finanziert wird. Kurzfristig können Immobilienpreise aus diesen Gründen bei steigender Inflation sinken. Auf der anderen Seite steigen mit höherer Inflation mittelfristig auch die Löhne.

Dies führt einerseits, zusammen mit höheren Baukosten durch teurere Materialien, zu teureren Neubauten. Andererseits haben die Leute nominal mehr Geld auf dem Konto, von dem ein Teil für Immobilienkäufe genutzt werden kann. Dieser Effekt wirkt dem Nominalzinseffekt entgegen und überkompensiert ihn schliesslich. Die Zinsen bleiben nämlich nur solange erhöht, wie die Inflationsrate hoch ist. Die Löhne und Preise bleiben nach einer Inflationsperiode dann aber auf dem höheren Niveau. Verändern sich die relativen Preise von Gütern nicht, dann steigen die Immobilienpreise im Schnitt langfristig mit dem allgemeinen Preisniveau mit. Der Immobilienbesitzer ist langfristig gegen Inflation abgesichert.

## Geldpolitik bestimmt die Immobilienpreise

Enger als mit der Konsumentenpreis-inflation sind die Immobilienpreise heute mit dem Geldmengenwachstum sowie dem Zinsniveau und damit der Geldpolitik der Notenbank verknüpft. Eine übermässige Ausdehnung der Geldmenge und tiefe Zinsen führen langfristig zu Inflation, Konsumentenpreis- und/oder Vermögenspreis-inflation. Wie der Blick auf die letzte Dekade aber zutage fördert, korreliert eine expansive Geldpolitik nicht zwingend mit einer höheren Konsumentenpreis-inflation. Der Zusammenhang der Geldmenge und der Zinsen mit den Immobilienpreisen ist dagegen stärker. In Perioden, in denen die Geldmenge überdurchschnittlich wächst, steigen auch die Immobilienpreise stärker. Perioden mit tiefen Zinsen führen zu höheren Immobilienpreisen. Die aussergewöhnliche Kombination von steigender Geldmenge und tiefen Zinsen bei gleichzeitig ausbleibender Konsumentenpreis-inflation der letzten zwei Dekaden führte bei Immobilien, aber auch bei anderen Realwerten, folglich zu einer Vermögenspreis-inflation.

 **Inflationsperioden**



Quelle: Wüest Partner, BFS, Raiffeisen Economic Research

 **Inflationsperioden Tabelle**

Periode	Inflation (annualisiert)	Preiswachstum EFH (annualisiert)
1	6.5%	6.7%
2	4.7%	7.4%
3	2.9%	6.4%
4	4.2%	-1.4%
5	2.0%	-4.0%
6	2.3%	3.7%
seit 1970	2.2%	3.4%

Quelle: Wüest Partner, BFS, Raiffeisen Economic Research

## Marktsegmente

### Die Kur als Gift

Der Hauptgrund warum die Absicherung gegen Konsumentenpreis-inflation mittels Realwert Immobilie zumindest kurz- und mittelfristig nicht mehr dem Lehrbuch entspricht, ist denn auch in der Geldpolitik zu finden. Die Notenbanken reagieren, um ihr Ziel Preisstabilität zu erreichen, mit einer Reduktion der Geldmenge und einer Erhöhung der Zinsen auf höhere Inflationsraten oder Inflations-erwartungen. Beides ist kurz- und mittelfristig Gift für die Immobilienpreise. Reagiert die Nationalbank also auf die höhere Inflation mit einer restriktiveren Geldpolitik, tritt genau der gegenteilige Effekt ein, welchen sich diejenigen, die dem Realwertmythos folgend Immobilien als Absicherung gegen Inflation halten, erhoffen.

### Langfristige Neutralität der Geldpolitik

In der kurzen und mittleren Frist dominiert also die Geldpolitik die Immobilienpreise, wenn Inflation aufkommt oder nur schon aufzukommen droht. Erst wenn sich in der langen Frist ein neues Marktgleichgewicht einstellt, greifen die beschriebenen ökonomischen Mechanismen am Eigenheimmarkt wieder und die Immobilien steigen mit dem allgemeinen Preisniveau mit. Immobilien als Inflationsschutz zu erwerben ist entsprechend nur mit sehr langer Haltedauer von über einem Jahrzehnt eine gute Idee. Bei Eigenheimbesitzern ist die Absicht das Immobil derart lange zu halten aber meist gegeben. Am Realwertmythos ist für Eigenheimbesitzer also durchaus immer noch etwas Wahres dran. Dominanz der Notenbanken hin oder her.

### Hypotheken als Inflationsschutz

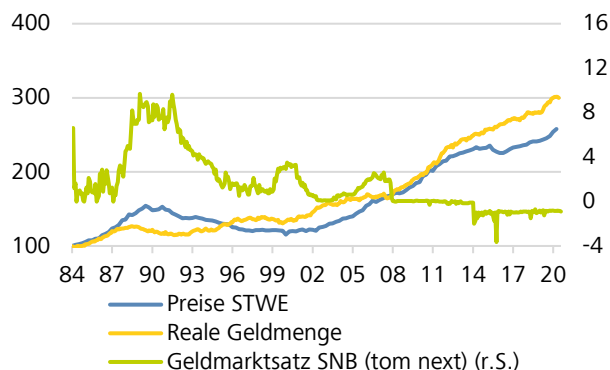
Der isolierte Blick auf die Preisentwicklung offenbart aber ohnehin nur einen Teil der Geschichte. Das liegt daran, dass Eigenheime zu einem grossen Teil über Schulden mit

fixem Nominalwert und mit fixem Zinssatz finanziert werden. Kommt nun überraschend Inflation auf, dann sind Liegenschaftsbesitzer mit noch länger laufenden Festhypotheken nicht von den negativen Folgen eines Zinsanstiegs, z.B. höheren Hypothekarzinsen betroffen. Sie profitieren aber davon, dass wegen der Inflation die Löhne mittelfristig steigen. Durch diesen Effekt werden viele Eigenheimbesitzer in Zeiten von Inflation, über die reale Absicherung durch die langfristig mit dem Preisniveau mitsteigenden Immobilienpreise hinaus, bessergestellt. Ihre Schulden, die auf einen fixen Nominalbetrag laufen, werden sozusagen weginflationiert. Einen kleineren solchen zusätzlichen Inflationsschutz bieten Finanzierungen ohne Zinsbindung und in Kürze auslaufende Festhypotheken. Steigt die Inflation, so steigt die Zinslast. Diese macht einen Teil der Gewinne durch die Entwertung der Schulden wieder wett. Die Finanzierung von Immobilien durch Schulden führt aber auch hier dazu, dass Immobilienbesitzer sich langfristig nicht nur gegen Inflation absichern, sondern sogar von ihr profitieren. In untenstehender Tabelle ist dieser Zusammenhang vereinfacht dargestellt. Im Beispiel gehen wir von einer 10 Jahre andauernden Inflationsperiode aus. Sowohl die Konsumentenpreise als auch die Immobilienpreise und die Löhne legen in dieser Periode um 2% zu. Verglichen werden zwei Immobilienkäufer, die sich am Anfang der Periode ein Eigenheim für CHF 1 Mio. gekauft haben. Käufer 1 komplett mit Eigenkapital, Käufer 2 zu 66% fremdfinanziert mit einer 10-jährigen Festhypothek. Der eigenkapitalfinanzierte Besitzer ist gegen Inflation abgesichert. Der Fremdfinanzierte profitiert sogar davon. Sein reales Vermögen legt um über ein Drittel zu. Inflation sei Dank.



### Geldmenge, Zinsen, STWE-Preise

Reale Geldmenge und Preise STWE, indexiert, 1984 = 100, Geldmarktsatz SNB in %



Quelle: SNB, Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



### Inflation und Hypothekarschulden

Simulation einer Inflationsperiode von 10 Jahren: Konsumentenpreis-, Immobilienpreis- sowie Lohninflation 2% p.a.

	2021	2031	
Konsumentenpreisindex	100	122	
Immobilienpreisindex	100	122	
Lohnindex	100	122	
Marktpreis Immobilie in CHF	1 Mio.	1.22 Mio.	
Hypothekarschuld in CHF	0.66 Mio.	0.66 Mio.	
Einkommen in CHF	0.1 Mio.	0.12 Mio.	
Käufer 1:			
Reales Vermögen ohne Schuld in CHF	1 Mio.	1 Mio.	+0%
Käufer 2:			
Reales Vermögen mit Schuld in CHF	0.34 Mio.	0.46 Mio.	+35%
Käufer 2:			
Anzahl Jahre um Schuld zu verdienen	6.66	5.41	-18%

Quelle: Raiffeisen Economic Research



# Retailflächen

**Die Coronakrise hat sich sehr unterschiedlich auf die einzelnen Segmente des Detailhandels ausgewirkt. Gerade im ohnehin schon stark durch den Strukturwandel betroffenen Non-Food-Bereich dürfte Covid-19 zu einer Beschleunigung der Entwicklung geführt haben. Obwohl nach wie vor kaum Reaktionen am Flächenmarkt auszumachen sind, muss mittelfristig mit weiter steigenden Leerständen gerechnet werden.**

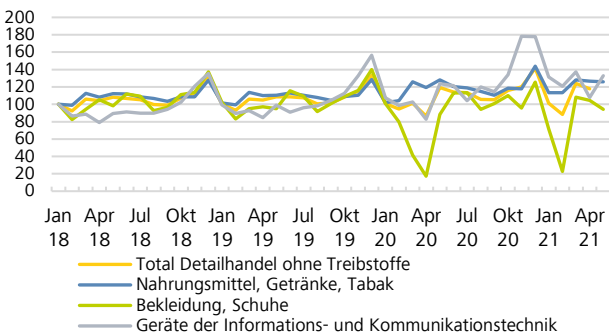
Der stationäre Detailhandel gehört zu den am stärksten durch die Eindämmungsmassnahmen der Covid-19-Pandemie betroffenen Wirtschaftszweige. In den Lockdowns mussten grosse Teile der Branche die Türen für ihre Kundenschaft schliessen. Das spürten auch Vermieter von Verkaufsflächen. Mit rund 27'000 von der Zwangsschliessung betroffenen Mietverträgen wurden besonders viele Betriebe im Detailhandel hart getroffen. Aber auch bei offenen Türen haben Homeoffice, ein verändertes Konsumverhalten und die allgemeine gesellschaftliche Verlangsamung vielerorts zu geringeren Kundenströmen geführt. Vielen Betrieben dürfte selbst das wichtige Weihnachtsgeschäft ordentlich verhaselt worden sein. Die anhaltend starke Betroffenheit der Branche zeigt sich z.B. in den Härtefallzahlen. Mit fast 14% der bisher ausbezahlten a-Fonds-perdu-Beiträgen gehört der Detailhandel zu den Branchen, welche am meisten staatliche Hilfe in Anspruch nehmen mussten.

Angesichts der grossen Schwierigkeiten, mit denen viele Unternehmen in der Branche konfrontiert waren, vermag das 2020 erzielte Plus von 2.7% der Branchenwertschöpfung zu erstaunen. Insbesondere angesichts der Tatsache, dass dies dem stärksten realen Branchenwachstum seit 2013 entspricht. Vergleicht man den Detailhandel mit anderen stark betroffenen Wirtschaftszweigen, erscheint die Branche somit nicht wirklich als Krisenverliererin.



## Detailhandelsumsätze

Kalenderbereinigte Detailhandelsumsätze nach Segment, nominal, indiziert Jan. 18 = 100



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

## Unterschiedliche Betroffenheit der Segmente

Der Blick auf unten linksstehende Grafik zeigt aber deutlich, dass nicht alle Segmente ein gleich gutes Jahr erlebt haben. So erfuhren Elektronikprodukte dank Homeoffice und vermehrt zuhause verbrachter Zeit einen regelrechten Boom. Auch im Food-Segment wurde im Vergleich mit den Vorjahren mehr umgesetzt. Geschlossene Gastronomiebetriebe und mehr Zeit fürs Kochen dürften für einen grossen Teil dieses Wachstums verantwortlich sein. Katastrophale Umsatzeinbrüche hingegen erlebten Verkäufer von Schuhen und Kleidern sowohl Anfangs 2020 als auch zu Beginn des Jahres 2021, als die Läden geschlossen werden mussten.

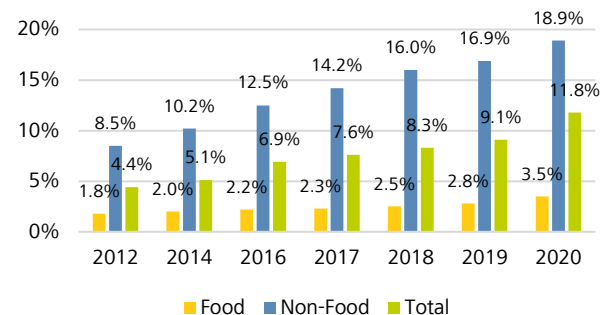
## Verstärkte Verlagerung ins Internet

Geschlossene Läden und vermehrt zuhause verbrachte Zeit haben wenig überraschend zu einem deutlichen Zuwachs des Konsums im Onlinehandel geführt. Gegenüber 2019 wurden im letzten Jahr mit rund 13.1 Mia. CHF 27.2% mehr Geld beim Online-Shopping ausgegeben. Damit wurden erstmals mehr als 10% der gesamten Detailhandelsumsätze im Netz generiert. Mit insgesamt 11.8% konnten die Onlinehändler ihren Umsatzanteil um 2.7 Prozentpunkte erhöhen. Wiederum zeigen sich hier aber deutliche Unterschiede zwischen den Segmenten. Während selbst der Nahrungsmittelbereich einen regelrechten Schub erfuhr, bleibt der Onlineanteil mit 3.5% sehr gering. Im Non-Food-Segment hingegen wurde



## Onlinehandel

Anteile des Onlinehandels am Detailhandelsumsatz nach Segment, in %



Quelle: GfK, Raiffeisen Economic Research

## Marktsegmente

letztes Jahr fast jeder fünfte Franken im Internet ausgegeben. Besonders grosse Anstiege fanden dabei gerade in Segmenten statt, bei denen der stationäre Handel bereits vor der Krise stark unter Druck stand. Bei Schuhen und Bekleidungen betrug der Onlineanteil 2020 fast 30%, während er 2019 noch bei 20% lag. Auch bei den krisenresistenten Elektronikprodukten nahm der Anteil der Onlinehändler mit 12% massiv zu. Ganze 48% aller Umsätze wurden 2020 im Internet generiert. Auch wenn nicht alle neugewonnenen Kunden von Online-shops dem stationären Handel für immer den Rücken kehren werden, ist mit einer deutlichen Beschleunigung des Strukturwandels durch Covid-19 zu rechnen. Und wie bereits vor Corona findet das beschleunigte Wachstum der Onlinekanäle nicht neben den klassischen Verkaufsmodellen statt, sondern vor allem auf Kosten des stationären Detailhandels.

### Noch keine Covid-Marktreaktion

Die Leerstände und die im Internet zur Vermietung ausgeschriebenen Flächen zeigen, dass sich der Markt für Verkaufsflächen nach wie vor von Covid-19 unbeeinträchtigt zeigt (siehe untere Grafik). Die Leerstände haben sich, nach kontinuierlichen Anstiegen in den letzten Jahren, während der Coronakrise zwischen 5-6% eingependelt. Die zur Vermietung ausgeschriebenen Flächen haben zwar während der Pandemie etwas zugelegt, sind dabei aber eher dem Trend gefolgt, welcher bereits vor Corona eingeschlagen wurde. Am aktuellen Rand scheint sogar eine Abflachung der Entwicklung stattzufinden. Wie in den anderen Geschäftsflächenmärkten, dürfte für diese Entwicklung vor allem die staatlichen Unterstützungsmassnahmen verantwortlich sein. Dank Kurzarbeitsentschädigung, Covid-Krediten und Härtefallzahlungen konnte eine Konkurswelle im stationären

Verkauf verhindert werden. So mussten seit Beginn der Krise deutlich weniger Detailhändler ihre Bilanz deponieren als zu normalen Zeiten. Zudem haben auch die üblicherweise langen Vertragslaufzeiten, Kündigungsfristen und Projektionszeiten einer kurzfristigen angebotsseitigen Reaktion entgegengewirkt. Gleichzeitig war trotz historischer Krise auch die Gründungstätigkeit in dieser Branche sehr hoch, was zur Stabilität der Nachfrage zusätzlich beigetragen hat.

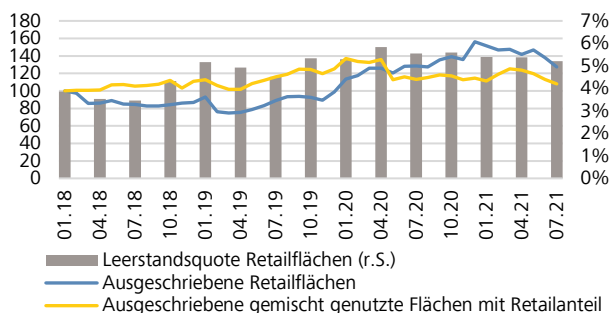
### Folgen die Verwerfungen noch?

Dass deutlich weniger Unternehmen in den letzten Monaten Konkurs anmelden mussten, zeugt von einer gewissen Strukturhaltung, welche durch die staatlichen Hilfsmassnahmen stattfindet. Unternehmen, welche unter normalen Umständen längst hätten schliessen müssen, wurden künstlich am Leben gehalten. Wenn die staatlichen Zuschüsse wegfallen, muss daher mit einer Zunahme der Konkurse gerechnet werden. Der beschleunigte Strukturwandel dürfte vielen bereits unter Druck stehenden Unternehmen weitere Schwierigkeiten bereiten. Aktuell gibt es bereits erste Anzeichen, dass die Untersterblichkeit in den stark durch Corona betroffenen Branchen abnimmt. Daher muss mittelfristig mit einer Zunahme von leerwerdenden Flächen gerechnet werden. Ob nach den Erfahrungen der letzten Monate Kleider-, Elektronik- oder Spielwarenhändler für freiwerdende Flächen Schlange stehen werden, ist zweifelhaft. Dass durch die Coronakrise gerade Gastronomen und persönliche Dienstleister, welche in den letzten Jahren zu dankbaren Abnehmern von vormaligen Retailflächen geworden sind, sehr hart getroffen wurden, wird für die Nachfrage ebenso nicht unbedingt förderlich sein. Gerade ausserhalb der besten Lagen und der grossen Zentren dürften sich die bereits vor der Krise deutlich spürbaren Vermarktungsschwierigkeiten in absehbarer Zukunft daher weiter akzentuieren.



### Leere Retailflächen

Zur Vermietung ausgeschriebene Retailflächen (indexiert 01.01.18 = 100) und Leerstandsquote (r.S.)

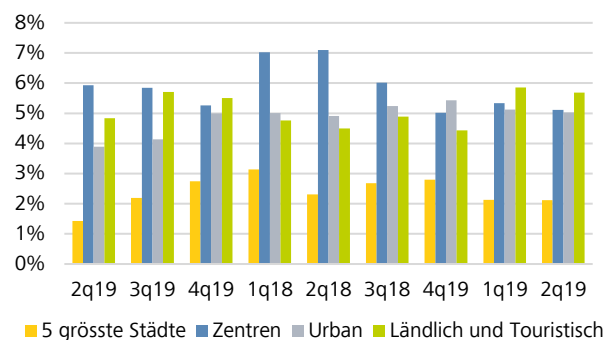


Quelle: Meta-Sys, REIDA, Raiffeisen Economic Research



### Leerstand nach Gemeindetyp

Leerstehende Retailflächen nach Gemeindetyp



Quelle: REIDA, Raiffeisen Economic Research

# Bauland

**Land ist in der Schweiz ein knappes Gut. Im Zielkonflikt zwischen individuellen Wohnbedürfnissen und ökonomischen, landwirtschaftlichen sowie Umweltschutzaspekten ist die Nutzung unseres Bodens daher stark reglementiert. Gerade für das aktuell sehr gefragte Wohnbauland äussert sich die spürbare Knappheit vielerorts in schnell steigenden Preisen. Damit einhergehend steigt der Landanteil an den Immobilieninvestments deutlich an.**

«Buy land, they're not making it anymore», lautet ein gerne zitierter Satz, der dem amerikanischen Schriftsteller Mark Twain zugeschrieben wird. Obwohl die Welt sich seit Twains Lebzeiten deutlich verändert hat, behält diese Feststellung auch heute ihre Gültigkeit. Boden ist vielerorts ein sehr knappes Gut. Gerade in einem Land wie der Schweiz, mit ihrer speziellen Topografie, führen Wirtschafts- und Bevölkerungswachstum daher unumgänglich zu Zielkonflikten in der Bodennutzung. Den Bedürfnissen des Gewerbes- und der Industrie stehen individuelle Wohnbedürfnisse gegenüber, welche wiederum in Einklang mit landwirtschaftlicher Versorgung, Landschaftsschutz und Umweltfragen gebracht werden müssen. Aus diesem Grund ist die Art und Weise, wie unser Boden genau genutzt werden darf, stark reguliert. So regeln beispielsweise Bauzonenpläne und Bauordnungen in allen Schweizer Gemeinden, was, wo, für welchen Zweck überhaupt gebaut werden darf. Ein auf Bundesebene definierter Grundsatz ist seit der Einführung des Raumplanungsgesetzes (RPG) im Jahr 1980 dabei der haushälterische Umgang mit der Ressource Land. Die letzte Verschärfung dieses Grundsatzes erfolgte nach der deutlichen Annahme der Revision des RPG im Jahr 2013 in einer Volksabstimmung.

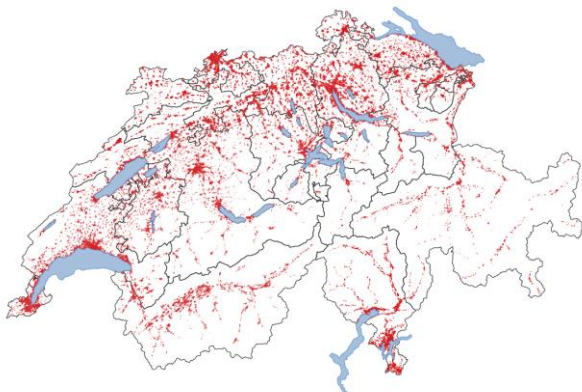
## Nur ein kleiner Teil der Schweiz ist bebaubar

Reist man durch die Schweiz, hat man vielerorts das Gefühl, dass unser Land bereits sehr stark besiedelt ist – Tendenz steigend. Besonders im Einzugsgebiet der grossen Städte scheint bald jeder Quadratmeter mit einem Gebäude, einer Strasse oder sonstigen Bauten versiegelt worden zu sein. Wirft man aber einen Blick auf die aktuellsten Zahlen zur tatsächlichen Bodennutzung, stellt man fest, dass Siedlungsflächen nur rund 7.8% unseres Bodens bedecken. Landwirtschaftsflächen und Wälder machen rund zwei Drittel der Schweizer Landesfläche aus. Zudem ist etwas mehr als ein Viertel des eidgenössischen Hoheitsgebietes als unproduktiv kategorisiert, da sich dort Flüsse, Seen oder Berge befinden. Aus einer Immobilienmarktperspektive sind aber nicht die Siedlungsflächen als Ganzes von Bedeutung, sondern vor allem die Bauzonen. Denn dort findet im Wesentlichen die Entwicklung des wirtschaftlichen Lebens statt. So leben mit 8 Mio. Menschen rund 95% der Bevölkerung auf diesen für die Siedlungsentwicklung definierten Flächen. Auch künftige Bauten können, wenige Ausnahmen ausgeschlossen, faktisch nur innerhalb dieser Zonen realisiert werden. Mit etwa 232'000 Hektaren machen die Bauzonen, welche auch noch unbesiedelte Flächen beinhalten können, 5.6% der schweizerischen Landesfläche aus. Wie linksstehende Karte verdeutlicht, sind diese sehr ungleich verteilt. Wäh-



### Bauzonen

Bauzonen in der Schweiz, 2017

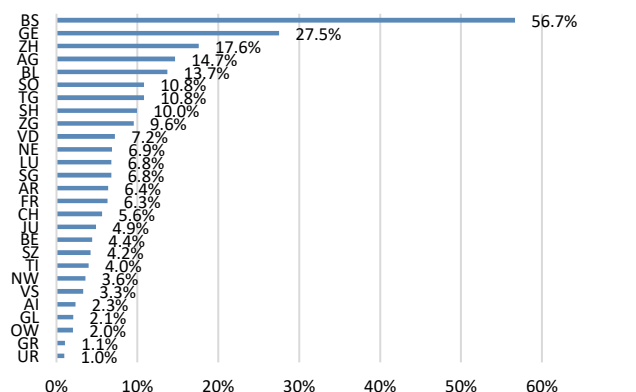


Quelle: ARE, Swisstopo, Raiffeisen Economic Research



### Bauzonenanteil in den Kantonen

Anteil der Bauzonen an der Gesamtfläche, 2017



Quelle: ARE, Swisstopo, Raiffeisen Economic Research

rend in den Berggebieten und strukturell eher schwächeren Regionen relativ wenige Bauzonen vorzufinden sind, gibt es im Einzugsgebiet der grösseren Städte deutlich stärkere Konzentrationen. Kaum überraschend, machen in den städtischen Kantonen Basel-Stadt (56.7%) und Genf (27.5%) Bauzonen den grössten Anteil der Kantonsfläche aus, während in Uri und Graubünden nur etwa 1% der Fläche als bebaubares Land eingeteilt ist.

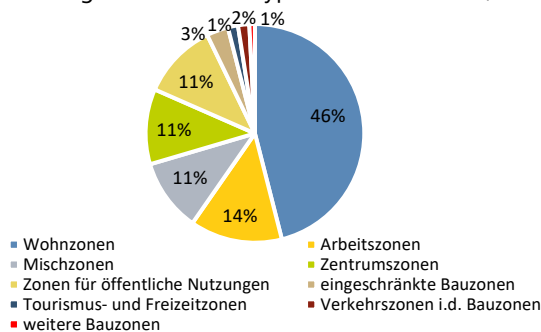
## Wohnzonen dominieren und sind relativ stabil

Den mit Abstand grössten Teil der Bauzonen machen mit rund 46% die 107'000 als Wohnzonen eingeteilten Hektaren aus. Danach folgen Arbeitszonen mit 14% und Mischzonen, Zentrumszonen sowie Zonen für öffentliche Nutzungen mit je rund 11%. Aus Sicht der Wohnungsversorgung stellen Wohnzonen, Mischzonen und Zentrumszonen die wichtigsten Flächen dar, denn zusammen stehen dort 97% der Wohnungen aller in Bauzonen lebhaften Schweizer. Der Blick auf die Veränderung der wichtigsten Zonen (siehe untere rechte Grafik) zwischen den Erhebungsjahren der eidgenössischen Bauzonenstatistik zeigt, dass die Zonengrössen relativ stabil sind. Trotz deutlichem Bevölkerungswachstum und Wohnungsbauboom haben sich die Flächen nur leicht vergrössert. So sind zwischen 2007 und 2017 die Wohnzonen beispielsweise nur um 1.4% gewachsen, obwohl die Bevölkerung um fast 12% zugenommen hat. Es bleibt anzumerken, dass aufgrund technischer und methodischer Anpassungen bei der Erfassung sowie Umzonungen Schwankungen zwischen den Zonentypen und über die Zeit mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren sind. Wie einleitend bereits angetönt wurde, liegt der Hauptgrund dieser stabilen Entwicklung primär im gewollten, restriktiven Umgang mit nicht zum Bauland eingezontem Boden. Obwohl Kantone und Gemeinden grundsätzlich frei in der Gestaltung ihrer Zonenpläne sind, müssen sie sich an die relativ strikten Vorgaben des Raumplanungsgesetzes halten.



### Arten von Bauzonen

Verteilung der Bauzonentypen in der Schweiz, 2017



Quelle: ARE, Raiffeisen Economic Research

Diese enthalten unter anderem Berechnungsgrundlagen für maximale Flächen, welche sich am Bedarf der nächsten 15 Jahre orientieren. Mangelnde Konformität der kantonalen Richtpläne mit den Vorgaben des Bundes kann in einen Einzonungsstopp münden, welcher Neueinzonungen von Nicht-Bauland komplett verbietet. Aktuell ist dies in den Kantonen Glarus und Tessin der Fall. Das RPG zwingt die Kantone und Gemeinden bei Umzonungen eine genaue Güterabwägung vorzunehmen und haushälterisch mit dem noch verfügbaren Bauland umzugehen.

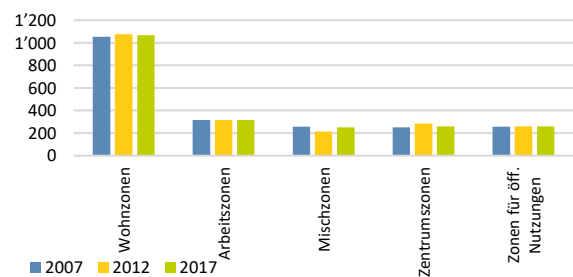
## Unüberbaute Bauzonen

Daten des Bundesamtes für Raumentwicklung, welche im Rahmen der Bauzonenstatistik alle 5 Jahre erhoben werden, zeigen bei der letzten Messung 2017 einen Überbauungsanteil von fast 83%. Nur auf etwas unter einem Fünftel der als Bauzonen eingeteilten Flächen steht noch kein Gebäude. Bei rund 11% der nicht bebauten Bauzonen handelt es sich hauptsächlich um grössere Flächen am Zonenrand, welche sich im Sinne einer Siedlungsentwicklung nach aussen nutzen liessen. Bei etwas mehr als 6% des als Bauzonen eingeteilten Bodens, handelt es sich um kleinere, unbebaute Flächen innerhalb des Siedlungsgebietes, welche beispielsweise in Form von Baulücken primär für die Verdichtung in einer Gemeinde zur Verfügung stehen. Der Vergleich mit den Daten aus dem Jahr 2012 zeigt, dass sich die Überbauungsquote um etwas mehr als 1% erhöht hat, wobei dies vor allem auf Kosten der grösseren Flächen am Zonenrand geschah (siehe oberste Grafik nächste Seite). Da die nächste Bauzonenerhebung erst gegen Ende 2022 zur Verfügung stehen wird, ist die Entwicklung der letzten Jahre in der Gesamtschweiz leider noch nicht abbildbar. Bereits verfügbare Daten aus einzelnen Kantonen wie z.B. Zürich und St. Gallen zeigen aber, dass sich die Abnahmen der unbebauten Flächen seit 2017 in ähnlichem Tempo fortsetzt wie in den Jahren zuvor.



### Veränderung der Bauzonen

Bauzonengrösse der wichtigsten Nutzungstypen, nach Jahr, in 100 Hektaren

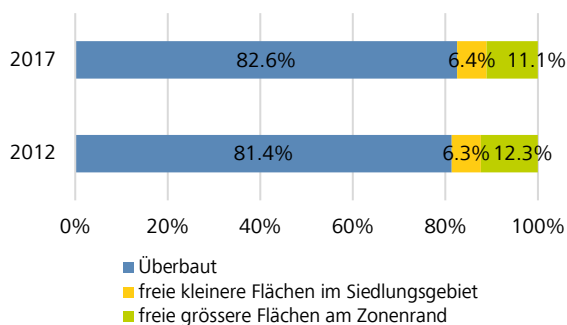


Quelle: ARE, Raiffeisen Economic Research



### Bebaute und unüberbaute Bauzonen

Anteil der Bauzonen nach Überbauungsstatus, in %

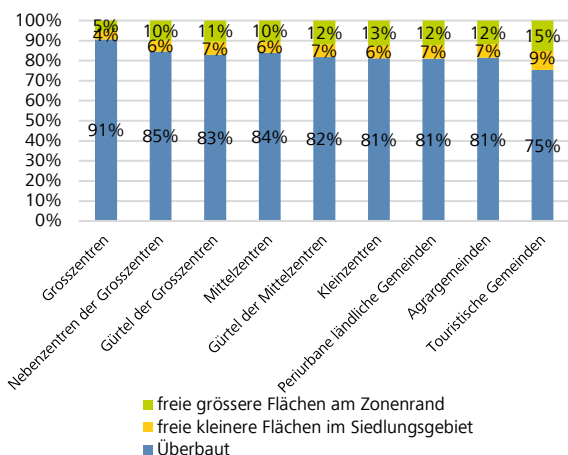


Quelle: ARE, Raiffeisen Economic Research



### Freie Bauzonen nach Gemeindetypen

Anteil der unüberbauten Bauzonen nach Gemeindetypen des ARE, 2017, in %

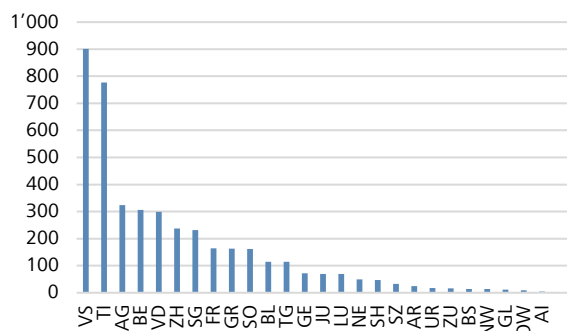


Quelle: ARE, Raiffeisen Economic Research



### Neue Baulandinserate in den Kantonen

Anzahl neuer Baulandinserate zwischen Juli 2020 und Juni 2021, nach Kanton



Quelle: ImmoSparrow, Raiffeisen Economic Research

### Viele freie Flächen auf dem Land

Die Aufschlüsselung des Bebauungsstandes der Bauzonen nach Art der Gemeinde, zeigt einen deutlichen Zusammenhang mit dem Urbanisierungsgrad. Während in den Grosszentren weniger als 10% der Bauzonen noch unverbaut sind, steigt der Anteil in ländlicheren Gemeinden deutlich an. In touristischen Gemeinden waren 2017 beispielsweise noch fast ein Viertel der Flächen unbebaut, wobei noch immer besonders viel Land für Projekte am Siedlungsrand zur Verfügung steht. Freies Bauland, insbesondere als grössere Flächen «auf der grünen Wiese», ist offensichtlich vor allem da knapp, wo es eigentlich am dringendsten benötigt wird. In weniger attraktiven Regionen steht hingegen noch relativ viel zur Verfügung. Dies übersetzt sich auch direkt auf die kantonalen Zahlen. Während im Wallis noch rund 35% und in Fribourg rund 25% der Bauzonen als unbebaut gelten, liegt dieser Anteil in Basel-Stadt mit ca. 6% deutlich tiefer. Neben den Unterschieden zwischen dem Gemeindetypen gibt es auch wesentliche Differenzen zwischen den einzelnen Bauzonentypen. So gelten in den Zonen, welche zu Wohnzwecken bebaut werden dürfen, nur zwischen 13% und 19% noch als unbebaut. Bei Arbeitszonen liegt dieser Anteil mit über 40% deutlich höher.

### Unbebautes Bauland ist nicht gleich freies Bauland

Dass noch fast ein Fünftel der Wohnzonen unbebaut ist, vermag angesichts des Wohnungsbaubooms des letzten Jahrzehnts zu erstaunen. Freies Bauland gilt in der Schweiz als knappes Gut. Aber unbebautes Bauland ist halt nicht automatisch zur Verfügung stehendes Bauland. Verdichtungen innerhalb der Siedlung sind meist nur mit Veränderungen an bestehenden Bauten möglich, was aber nur im Einklang mit dem Willen der aktuellen Besitzer erfolgen kann. Auch freie Parzellen und Baulücken können durchaus gewollt entstehen. So sind beispielsweise eine freie Sicht oder ein grösserer Garten gute Gründe für das Halten und nicht Bebauen eines Grundstückes. Auch können Gemeinden und Private bestimmte Flächen nicht auf dem Markt anbieten, um diese für eine spätere Nutzung freizuhalten. Denn einmal bebautes Land kann nicht mehr zurückgewonnen werden.

### Wenig Bauland kommt auf den Markt

Um zu messen, wo freies Bauland heutzutage überhaupt noch erworben werden kann, bietet sich die Analyse der im Internet veröffentlichten Inserate für Baulandverkäufe an. Sehr schnell zeigt sich, wie wenig Bauland in der Schweiz aktuell auf den Markt kommt. So wurden in den letzten zwölf Monaten Schweizweit nur rund 4'400 Parzellen aus allen Bauzonentypen online neu zum Verkauf angeboten. Zum Vergleich: Im gleichen Zeitraum wurden etwa 10'000 Einfamilienhäuser und

fast 20'000 Eigentumswohnungen auf den einschlägigen Onlineportalen neu inseriert. Schlüsselst man das neu ausgeschrieben Bauland nach Kantonen auf, zeigt sich, dass ein sehr grosser Teil aus dem Wallis (901 Inserate) und dem Tessin (777 Inserate) stammt (siehe vorherige Grafik). In diesen beiden stark vom Tourismus geprägten Kantonen werden aktuell fast 40% aller schweizerischen Baulandinserate ausgeschrieben. In Zürich und Bern, den beiden bevölkerungsreichsten Kantone, wurden zwischen Juli 2020 und Juni 2021 nur 237 bzw. 324 neue Inserate für Bauland geschaltet. Auch der Blick auf die Verteilung nach Gemeindetypen zeigt, dass in touristischen Regionen verhältnismässig sehr viel Bauland auf den Markt kommt. In den vergangenen 12 Monaten stammen mehr als 30% aller Inserate aus touristischen Gemeinden, obwohl dort nur ein sehr kleiner Anteil der Bevölkerung lebt. Dort sind also nicht nur viele Baulandparzellen noch unbebaut, Besitzer scheinen diese auch verkaufen zu wollen – trotz oder gerade wegen den deutlichen Einschränkungen der potenziellen Nutzung aufgrund des Zweitwohnungsgesetzes. Wo in der Schweiz deutlich mehr Menschen leben und Raum somit ein knapperes Gut ist, kommt hingegen viel weniger Bauland auf den Markt. In den Schweizer Zentren findet sich mit 444 Baulandinseraten nur rund 10% des neuen Angebotes. Angemerkt werden muss, dass in diesem Markt wohl ein nicht zu vernachlässigender Teil des Angebotes, vor allem grössere Flächen und Gewerbeparzellen, nicht auf diese Weise öffentlich ausgeschrieben wird. Dennoch erlaubt diese Analyse interessante Erkenntnisse über einen ansonsten eher intransparenten Markt.

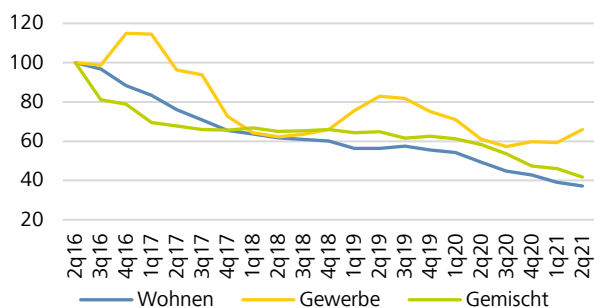
## Das Angebot hat sich verkleinert

Neben der allgemein herrschenden Knappheit an bebaubarem Land in Regionen, wo es am ehesten gebraucht wird, zeugen die Inseratezahlen auch deutlich von einem immer



### Veränderung der neuen Baulandinserate

Veränderung der Anzahl neuer Baulandinserate nach Nutzung, indexiert, 2q16 = 100



Quelle: ImmoSparrow, Raiffeisen Economic Research

kleiner werdenden Angebot. Unten links aufgeführte Entwicklung der Fallzahlen der einer bestimmten Nutzung zuordnungsbaaren Baulandflächen, zeigt diese Entwicklung eindeutig. So hat die Zahl der Inserate für Land, welches in Wohnzonen steht, seit 2016 um mehr als 60% abgenommen. Eine ähnliche, aber leicht schwächere Entwicklung zeigen die Flächen, welche in Zentrums- und Mischzonen ebenfalls Wohnnutzungen zulassen. Aufgrund geringerer Fallzahlen bei reinen gewerblichen Baulandflächen, zeigt sich in diesem Segment eine etwas grössere Volatilität. Dennoch scheint die Dynamik mit einer Abnahme von 30 bis 40% hier deutlich weniger stark zu sein. Auf dem offenen Markt gehandeltes Bauland, vor allem für Wohnnutzungen, wird offensichtlich immer knapper.

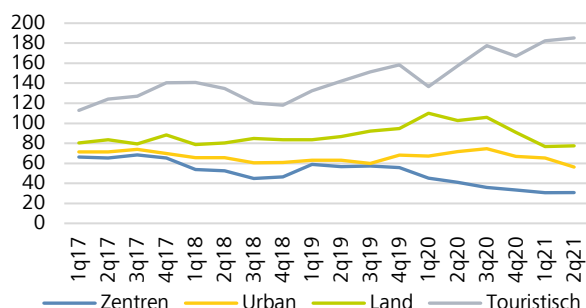
## Wohnbauland verkauft sich immer schneller...

Auf dieses knappe und immer kleiner werdende Angebot trifft im aktuellen Tiefzinsumfeld eine starke Nachfrage. Sowohl am Eigenheimmarkt wie am Markt für Wohnrenditeobjekten sind die wenigen zum Verkauf stehenden Objekte sehr gefragt. In beiden Märkten zeigt sich dies an den immer weiter steigenden Preisen. Damit einhergehend erfreut sich auch Land, auf welchem solche begehrten Objekte erstellt werden können, ebenfalls einer grossen Beliebtheit. Wie untenstehende Grafik zeigt, haben die rege Nachfrage und das knappe Angebot an beliebten Lagen aktuell zu einer Verkürzung der Insertionszeit von Wohnbauland geführt. Gerade in den Zentren sind die Vermarktungszeiten mittlerweile sehr kurz. Im Schnitt muss eine Wohnbaulandparzelle nur noch ca. 30 Tage ausgeschrieben werden, um einen Abnehmer zu finden. Auch in urbanen und ländlichen Gemeinden findet freies Bauland mit



### Insertionszeit von Bauland

Insertionszeit von Inseraten mit Wohnbauland, Median in Tagen



Quelle: ImmoSparrow, Raiffeisen Economic Research

reiner Wohnnutzung schneller einen Käufer als noch vor ein-zwei Jahren. Mit 56 bzw. 77 Tagen dauert die Vermarktung aber deutlich länger als in den grösseren Städten. Ein gänzlich anderes Bild zeigt sich hingegen in den touristischen Gemeinden. Das im Vergleich zur Bevölkerung riesige Angebot, welches laut Zweitwohnungsgesetz meist nur durch Einheimische und Zuzüger genutzt werden kann, führt zu immer grösseren Vermarktungsschwierigkeiten. Anfangs 2021 wurden diese Angebote im Schnitt erst nach einem halben Jahr gelöscht. Allerdings ist es zweifelhaft, ob dann alle auch wirklich einen Käufer gefunden haben.

### ... und wird immer teurer

Neben der Verkürzung der Vermarktungsdauer äussert sich die hohe Nachfrage, welche auf ein immer knapper werdendes Angebot trifft, auch in steigenden Preisen. Wie untenstehende Grafik verdeutlicht, hat sich Wohnbauland in den letzten 10 Jahren deutlich verteuert. Die nationalen Preis-Indizes des Beratungsunternehmen Fahrländer Partner weisen beispielsweise eine Verdoppelung des Preisniveaus für EFH-Bauland aus. Bei Bauland für Wohnrenditeliegenschaften zeigt der Index sogar einen Anstieg um das Zweieinhalbfache. Die Analyse der Baulandinserte zeigt allerdings, dass sich die Entwicklung und das Preisniveau zwischen den Gemeindetypen deutlich unterscheidet. So liegt beispielsweise der mediane Angebotspreis eines Quadratmeters Wohnbauland in ländlichen Gemeinden aktuell bei etwas über CHF 400. 2016 lagen die Angebotspreise noch leicht über CHF 300. Auch in den urbanen Gemeinden ist eine merkliche Erhöhung der Angebotspreise feststellbar. Seit Anfangs 2016 haben sich die Medianpreise um über 50% auf fast CHF 900 er-

höht. Am Stärksten waren die Anstiege in den Zentren. Die Erhöhung von ca. CHF 1'300 auf CHF 2'200 entspricht einem Wachstum von fast 70%. Während in den meisten Gemeinden somit deutliche Preisanstiege ausgemacht werden können, haben sich die Märkte in den touristischen Gemeinden völlig anders entwickelt. Dort hat das grosse Angebot die Preise unter Druck gesetzt. Aktuell wird ein Quadratmeter für etwas mehr als CHF 200 angeboten. 2016 wurde hingegen noch über CHF 300 verlangt.

### Starke regionale Preisunterschiede

Dass bei den Bodenpreisen dramatische Unterschiede zwischen den Regionen herrschen, verdeutlicht auch untenstehende Karte. Die regionalen Baulandpreise zeugen vom angesprochenen, starken Stadt-Land-Graben. Während in den Städten Genf, Basel, Zug sowie Zürich und seinem Einzugsgebiet am Seeufer im Schnitt mehr als CHF 2'000 pro m<sup>2</sup> EFH-Bauland bezahlt werden muss, finden sich vor allem in der Süd- und Westschweiz viele Regionen, in denen die Preise noch deutlich unter CHF 500 liegen. Die Preise in der teuersten Region Zürich sind um fast das 40-fache höher als in der günstigsten Region Jura. Nimmt man die Preise für Land, auf welchem Mehrfamilienhäuser erstellt werden können, liegt der Unterschied sogar fast beim 80-fachen.

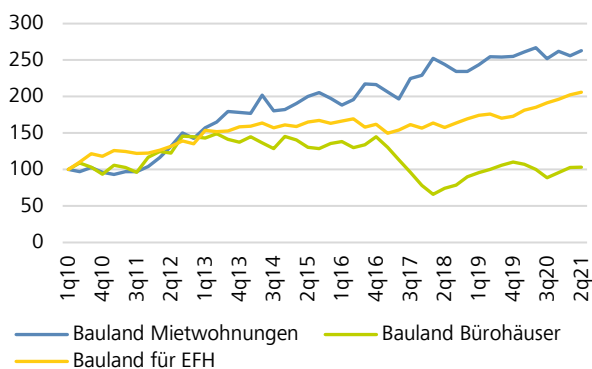
### Bauland treibt die Immobilienpreise

Die Preise für Wohnimmobilien kennen in der Schweiz seit geraumer Zeit nur die Richtung nach oben. Unseren Transaktionspreisindizes zufolge sind in den letzten 10 Jahren die Preise für Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser um etwa 50% gestiegen. Auch Renditeliegenschaften haben im herrschenden Anlagenotstand



### Baulandpreise nach Nutzung

Preisindizes von Bauland, nach Nutzung

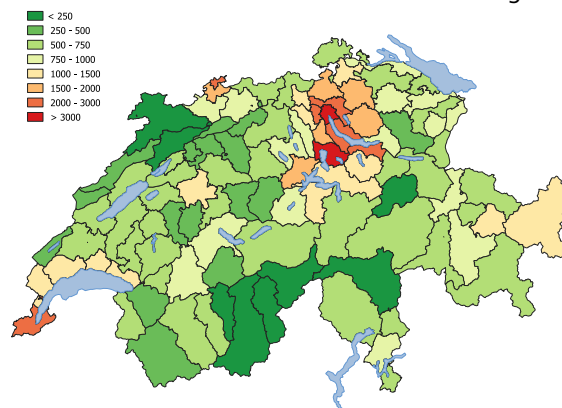


Quelle: Fahrländer, Raiffeisen Economic Research



### Baulandpreise nach Region

Median m<sup>2</sup>-Preis für EFH-Bauland nach MS-Region



Quelle: Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research

ordentliche Preisschübe erlebt. Schlüsselst man die Preisentwicklung der letzten 10 Jahren auf die Bauland- und die Baupreise auf, zeigt sich, dass sich der grösste Teil des Anstiegs nur mit der Preisentwicklung des Landanteils erklären lässt. Als exemplarisches Beispiel kann hierfür die Entwicklung im Kanton Basel-Landschaft herangezogen werden (siehe Grafik unten). Der durchschnittliche Preis pro m<sup>2</sup> Wohnbauland hat sich im Kanton in den letzten 10 Jahren um fast 55% erhöht. Der Baupreisindex des Bundesamtes für Statistik ist in der Nordwestschweiz hingegen deutlich weniger rasch gestiegen. So kostet der Bau eines Einfamilienhauses im Vergleich zu 2010 heute nur etwas über 3% mehr. Würde man heute also ein identisches Haus wie vor 10 Jahren erstellen, würde sich fast die gesamte Preissteigerung aus dem gestiegenen Landpreis ergeben.

Somit haben sich auch die Erstellungswerte der bestehenden Schweizer Wohngebäude in den letzten Jahren kaum verändert. Etwas plakativ kann man schlussfolgern, dass nicht die Häuser in der Schweiz immer teurer werden, sondern eigentlich nur das Land, auf dem sie stehen.

### Die Landanteile steigen

Die rapide Preisentwicklung von Bauland beeinflusst nicht nur die Preise der schweizerischen Immobilien, sie verändert auch das Verhältnis zwischen dem Landanteil und dem Gebäudeanteil der Werte der Schweizer Liegenschaften. Mit höheren Bodenpreisen bei relativ stabilen Gebäudewerten nimmt der Landanteil zu. Dieser Zusammenhang lässt sich eindrücklich anhand der regionalen Verteilung der Landwertanteile aufzeigen (siehe Karte unten). So liegt der für ein typisches

Schweizer Neubau-Einfamilienhaus geschätzte Landanteil in Basel-Stadt und im Einzugsgebiet der Stadt Zürich bei über 80%, während er in den strukturschwächeren Regionen der West- und Südschweiz noch deutlich unter 20% liegt. Obwohl sich die stark durch Arbeitskosten getriebenen Baupreise zwischen den Regionen unterscheiden, steigen die Landwertanteile mit höheren Bodenpreisen stark an. Angesichts der Landpreisentwicklung dürften also selbst die aktuellen Preisexplosionen gewisser Baurohstoffe mittelfristig nur einen marginalen Effekt auf die Landwertanteile ausüben.

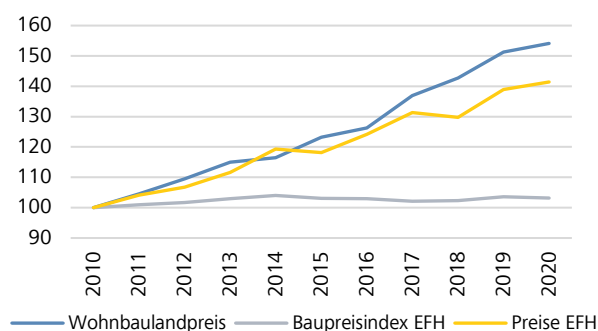
### Entwicklung wird sich fortsetzen

Trotz mittlerweile sehr hohen Eigenheimpreisen und Sättigungstendenzen am Mietwohnungsmarkt bleiben im anhaltenden Tiefzinsumfeld Wohnimmobilien sehr gefragt. Damit einhergehend wird auch die Nachfrage nach freien Baulandparzellen mit Wohnnutzung hoch bleiben. Gleichzeitig ist das Angebot, vor allem dort wo es am stärksten gefragt ist, bereits sehr knapp und kann aus rechtlichen Gründen nicht einfach beliebig erhöht werden. Per gesetzlicher Definition müssen sich die Bauzonen nach der Bevölkerungsentwicklung richten, was automatisch dafür sorgt, dass Bauland in der Schweiz auch künftig ein knappes Gut bleiben wird. Eine Veränderung des hierbei herrschenden politischen Konsenses ist zurzeit eher unwahrscheinlich, da Landschafts- und Umweltschutzfragen in der Öffentlichkeit eher an Bedeutung gewinnen dürften. Weiter steigende Baulandpreise und damit wachsende Landwertanteile bleiben daher auch in Zukunft sehr wahrscheinlich.



### Bauland- und Eigentumspreise

Entwicklung der Baulandpreise in BL und der Eigentumspreise und Baupreise in der Nordwestschweiz, indexiert, 2010 = 100

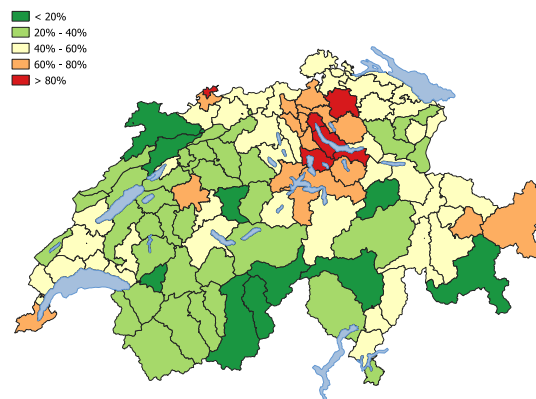


Quelle: BFS, SRED, Statistisches Amt BL, Raiffeisen Economic Research



### Landanteil am EFH-Preis

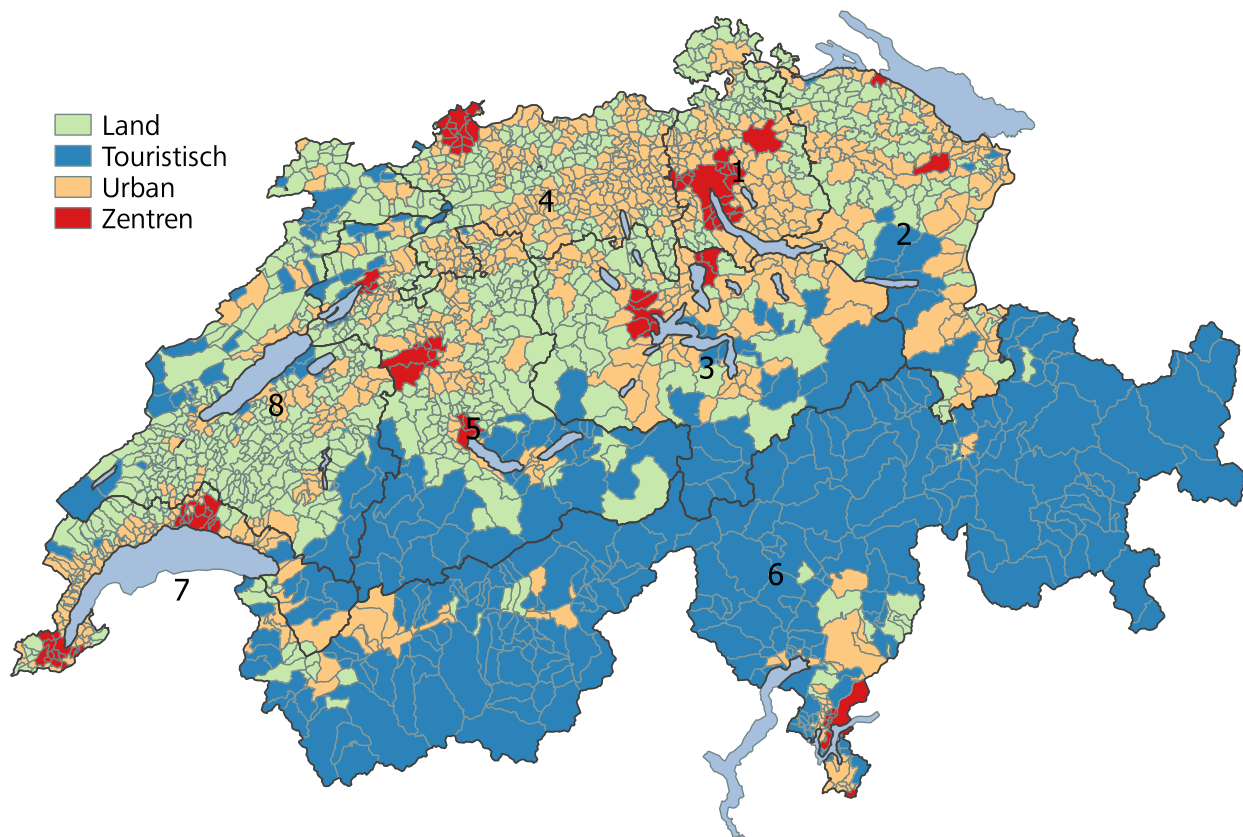
Geschätzter Landpreisanteil am Preis eines Neubau-5-Zimmer-EFH mit 600m<sup>2</sup> Grundstück



Quelle: Wüest Partner, Raiffeisen Economic Research



# Gemeindetypen und Regionen



	Leerwohnungsziffer (2020) in %					Baubewilligungen (2020) in % des Wohnungsbestands				
	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
<b>Schweiz</b>	1.7	0.9	2.2	2	1.7	0.9	1	1	1	0.4
1 <b>Zürich</b>	1	0.5	1.4	1.8	-	1.1	1.2	1	1.2	-
2 <b>Ostschweiz</b>	2.3	3	2.3	1.9	1.7	1	0.6	1	1.1	1.1
3 <b>Innerschweiz</b>	1.3	1.2	1.4	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	0.8
4 <b>Nordwestschweiz</b>	2.2	1.1	2.7	2.1	2.5	1	0.5	1.1	1.2	0.1
5 <b>Bern</b>	1.8	1.1	2.7	1.9	1.3	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
6 <b>Südschweiz</b>	2.3	3.1	3.2	2.7	1.7	0.6	1.1	0.9	1.3	0.4
7 <b>Genfersee</b>	0.9	0.6	1.2	1.5	2.1	1.1	1.3	1.1	0.9	0.3
8 <b>Westschweiz</b>	2.2	-	2.2	2.3	1.7	0.7	-	0.7	0.8	0.4

	Bevölkerung (2019) Ständige Wohnbev., Total und in %					Steuerbares Einkommen (2017) Durchschnitt, in CHF				
	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
<b>Schweiz</b>	8'606'033	30.1	49.5	14	6.5	61'000	65'000	62'000	55'000	47'000
1 <b>Zürich</b>	1'621'623	49.8	43.7	6.5	-	70'000	71'000	69'000	63'000	-
2 <b>Ostschweiz</b>	941'305	8.1	71.6	17.4	2.9	56'000	54'000	57'000	55'000	47'000
3 <b>Innerschweiz</b>	847'483	27	51.5	17.6	3.9	72'000	72'000	77'000	56'000	60'000
4 <b>Nordwestschweiz</b>	1'436'034	24.1	66	9.8	0.1	62'000	70'000	60'000	59'000	67'000
5 <b>Bern</b>	1'031'834	35.9	38	19.9	6.2	52'000	54'000	53'000	48'000	48'000
6 <b>Südschweiz</b>	816'586	10.8	41.2	6.2	41.8	49'000	63'000	50'000	45'000	46'000
7 <b>Genfersee</b>	1'101'320	60.8	30.2	4.8	4.2	67'000	60'000	84'000	76'000	51'000
8 <b>Westschweiz</b>	809'848	-	53	41.5	5.5	53'000	-	52'000	53'000	50'000

# Verwendete Abkürzungen

<b>ARE</b>	Bundesamt für Raumentwicklung	<b>REIDA</b>	Real Estate Investment Data Association
<b>BFS</b>	Bundesamt für Statistik	<b>SBV</b>	Schweizerischer Baumeisterverband
<b>BIS</b>	Bank for International Settlements	<b>SECO</b>	Staatssekretariat für Wirtschaft
<b>ESTV</b>	Eidgenössische Steuerverwaltung	<b>SEM</b>	Staatssekretariat für Migration
<b>EFD</b>	Eidgenössisches Finanzdepartement	<b>SNB</b>	Schweizerische Nationalbank
<b>FINMA</b>	Finanzmarktaufsicht	<b>SRED</b>	Swiss Real Estate Datapool
<b>KOF</b>	Konjunkturforschungsstelle	<b>OECD</b>	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung

## Rechtlicher Hinweis

### Kein Angebot

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

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

### Keine Haftung

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

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

### Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

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