



Wordcloud: Europäische Länder mit über einer Million Einwohner nach Bevölkerungswachstum. Je grösser der Ländername, desto stärker ist die Bevölkerung des Landes von 2019-2021 gewachsen.

Quelle: Weltbank, Raiffeisen Economic Research

Immobilien Schweiz – 1Q 2023

Robuster Schweizer Immobilienmarkt



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



Weitere Raiffeisen-Publikationen

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

[Direkt-Link zur Website](#)



Editorial

| | |
|------------------------------------|---|
| Robuster Schweizer Immobilienmarkt | 4 |
| Marktüberblick | 6 |



Marktumfeld

| | |
|-----------------------------------|---|
| Wirtschaftliche Rahmenbedingungen | 7 |
| Hypothekarmarkt | 8 |
| Immobilienanlagen | 9 |



Marktsegmente

| | |
|-----------------|----|
| Eigentum | 12 |
| Miete | 14 |
| Verkaufsflächen | 16 |



Fokus

| | |
|---|----|
| Schweizer Eigenheimmarkt im internationalen Kontext | 18 |
|---|----|



Anhang

| | |
|----------------------------|----|
| Gemeindetypen und Regionen | 24 |
| Verwendete Abkürzungen | 25 |

Liebe Leserinnen und Leser

Eine regelrechte Flut an Schlagzeilen über einbrechende Preise in einigen ausländischen Häusermärkten lässt in den letzten Monaten aufhorchen. So wurden beispielsweise aus Schweden und Neuseeland zuletzt Immobilienpreistrückgänge im zweistelligen Prozentbereich vermeldet. Die global massiv steigenden Zinsen dämpfen die Nachfrage nach Wohneigentum mancherorts spürbar. Diesem internationalen Chor folgend, werden nun auch in der Schweiz sinkende Eigenheimpreise schon fast förmlich herbeigeschrieben. Minimalst negative Vorzeichen bei den Quartalszahlen einiger Indexanbieter – wie sie selbst in Zeiten rekordhoher Preisdynamik immer wieder vorkommen – werden gleich als Zeichen für einen auch hierzulande drohenden Absturz gedeutet. Fakt ist aber: In der Schweiz zeigen sich die Immobilienpreise weiterhin kaum beeindruckt vom Zinsanstieg. Und dafür gibt es gute Gründe, wie auch der internationale Vergleich in unserem Fokusthema zeigt.

Eine Fülle an Stabilisatoren

Dank im Zaum gehaltener Inflation fällt der Zinsschock hierzulande viel weniger stark aus als in fast allen anderen entwickelten Volkswirtschaften. Zudem bieten Freiheiten bei der Produktwahl Hypothekenschuldnern die Möglichkeit mit Geldmarkthypotheken Zinsspitzen bei Festhypotheken zu brechen. Dank der Abzugsfähigkeit der Schuldzinsen vom steuerbaren Einkommen schlagen sich Zinserhöhungen nur stark gedämpft im Haushaltsbudget von Herrn und Frau Schweizer nieder. Auch das strikte Regulierungskorsett bei der Hypothekarvergabe, das mit kalkulatorischen Zinsen rechnet, die selbst beim nun herrschenden Zinsniveau noch in weiter Ferne liegen, immunisiert den hiesigen Markt – bei all seinen negativen gesellschaftlichen Kollateralschäden – nun besser als seine ausländischen Pendanten vor den negativen Folgen höherer Zinsen.

Knappheit schlägt Zinsschock

Dass die herrschende und sich weiter akzentuierende Knappheit an Wohnraum aber hierzulande auch nach der Zinswende das alles dominierende Thema am Immobilienmarkt ist und bleibt, wird auch im internationalen Vergleich klar ersichtlich. Obwohl die Schweiz eines der am stärksten wachsenden Länder aller entwickelten Volkswirtschaften ist, ist die Wohnbau-Projektpipeline eine der dünnsten. Und wo die Nachfrage steigt und das Angebot knapp ist, da sinken die Preise nicht. Daran können auch die im internationalen Vergleich nur moderat steigenden Zinsen wenig ändern. Die einzigartigen Eigenschaften der eidgenössischen Wirtschaft und ihres Immobilienmarktes mit ihren zahlreichen Stabilisatoren dürften einmal mehr dafür sorgen, dass wir auch diese Krise viel besser meistern werden als andere Länder.

Tickende Zeitbombe

Die ohnehin schon alles beherrschende Knappheit im Schweizer Immobilienmarkt hat sich zuletzt sogar noch einmal deutlich akzentuiert. Das zeigt sich derzeit vor allem am Mietwohnungsmarkt, wo die Zahl der ausgeschriebenen Wohnungen weiter förmlich implodiert. Ein noch einmal spürbarer zusätzlicher Zuwanderungsimpuls und die ukrainischen Flüchtlinge, die nun vermehrt aus den provisorischen behördlichen Strukturen in den regulären Mietwohnungsmarkt drängen, lassen die Nachfrage nach Wohnraum in die Höhe schnellen. Gleichzeitig werden immer weniger neue Wohnungen fertiggestellt. Die Leerstände schmelzen entsprechend weiter im Rekordtempo dahin. Es ist fünf nach zwölf und somit nur noch eine Frage der Zeit, bis die Bombe platzt und die Marktmieten explodieren.

Träge Bestandsmieten – und Mieter

Keine Explosion der Mieten wird es bei den durch das Mietrecht geschützten Bestandsmietern geben. Zwar wird der hypothekarische Referenzzinssatz, an dem sich die Mietzinsen orientieren, 2023 erstmals in seiner Geschichte steigen. Aber von der ersten Erhöhung ist weniger als die Hälfte der Mieter potenziell betroffen, wie unsere Analyse zeigt. Die Mehrheit der Mieterverhältnisse wird auch nach einem ersten Anstieg auf einem immer noch höheren als dem dann herrschenden Referenzzinssatz basieren und damit vorerst von steigenden Mieten verschont bleiben. Der Grossteil der Haushalte hat in der Phase sinkender Referenzzinssätze nicht von seinem Recht Gebrauch gemacht, die Senkungen geltend zu machen und hat keinen tieferen Mietzins eingefordert. Dies kommt ihnen nun «zugute». Betroffen sind lediglich Mieterhaushalte, welche die letzte Referenzzinssatzsenkung eingefordert haben, seitdem umgezogen sind oder erst kürzlich gegründet wurden.

Asymmetrien bergen Zündstoff

Mangels Erfahrungen mit einem steigendem Referenzzins kann kaum abgeschätzt werden, wie viele Vermieter bei der Minderheit der Mieter, bei denen bald Mietzinserhöhungspotentiale bestehen, diese auch tatsächlich durchsetzen werden. Wie bei Referenzzinssatzsenkungen gibt es auch in die Gegenrichtung keinen Automatismus bei der Weitergabe höherer Mietzinsen. Von einer gewissen Asymmetrie ist jedoch auszugehen, denn Vermieter sind in der Regel besser über die Mechanismen und Spielregeln im Markt informiert und professioneller organisiert als Mieter. Und gerade institutionelle Investoren sind ihren Kunden gegenüber verpflichtet, eine renditeorientierte Bewirtschaftung ihrer Immobilienportfolios vorzunehmen. Auf «Kulanz» der Vermieter dürften deshalb nur die wenigsten betroffenen Mieter hoffen dürfen. Eine heisse politische Diskussion über das herrschende Regulierungsregime, und insbesondere das Mietrecht, ist angesichts der auch aus ökonomischer Perspektive fragwürdigen Asymmetrien zwischen Vermietern und Mietern sowie Bestands- und Neumieter vorprogrammiert.

Wir wünschen eine anregende Lektüre!

Ihr Raiffeisen Economic Research Team

Marktumfeld

Nachfrage



Bevölkerung: Der Wanderungssaldo der ständigen ausländischen Bevölkerung lag 2022 um über 20'000 Personen höher als im Vorjahr. Die Schweiz gehört mit einer Bevölkerungswachstumsrate von nun über 1% zu den am schnellsten wachsenden Ländern aller entwickelten Volkswirtschaften.



BIP: In der Schweiz ist weiterhin keine Schrumpfung der Wirtschaftsleistung angezeigt. Wir erwarten, nach knapp 2% BIP-Wachstum im 2022, für dieses Jahr weiterhin ein Plus von 1%. Dank geringerem Inflationsdruck kommt die Schweiz abermals besser durch die Krise als die meisten anderen Länder.



Einkommen: Zwar steigen die Löhne 2023 nominal kräftig, wegen der hohen Teuerung 2022 verbleibt real aber ein Kaufkraftverlust. Insbesondere erhöhte Stromtarife belasten ab Anfang 2023 die Haushaltsbudgets zusätzlich, sodass die Teuerung auch 2023 leicht oberhalb des Zielbandes der SNB verbleibt.



Finanzierungsumfeld: Die SNB signalisiert angesichts der erhöhten Inflation ihre Bereitschaft, die Zinsen im März weiter zu erhöhen. Wir rechnen noch mit einer leichten Leitzinserhöhung auf 1.25%. Damit werden sich die Konditionen für SARON-Hypotheken nochmals etwas verteuern.



Anlagen: Noch steigen die Preise für Renditeobjekte. Die Preiskorrektur an diesem zinssensitiven Markt ist damit aber nur aufgeschoben. Vorlaufende Indikatoren zeigen bereits sinkende Preise an. Die Aussicht auf höhere Mieteinnahmen bewahrt den Markt jedoch vor einem grösseren Absturz.

Angebot



Bautätigkeit: Trotz sich abzeichnender Wohnungsknappheit bleiben bauseitige Impulse für eine Ausweitung der Wohnraumproduktion weiterhin aus. Deutlich höhere Baupreise heben in der Renditekalkulation von Investoren die erwarteten höheren Mieteinnahmen auf.



Leerstände: Die Zahl der zur Vermietung und zum Verkauf ausgeschriebenen Wohnungen bricht weiter ein. Die Nachfrage nach Wohnraum übersteigt das Angebot bei weitem. Für 2023 erwarten wir abermals einen kräftigen Rückgang der Leerwohnungsziffer.

Preisausblick



Eigentum: Wie erwartet, bleiben Preiskorrekturen im schweizerischen Eigenheimmarkt auch bei anhaltend erhöhtem Zinsniveau aus. Es lassen sich aber Anzeichen erkennen, dass die Preisdynamik im Markt für Eigentumswohnungen an Fahrt verliert.



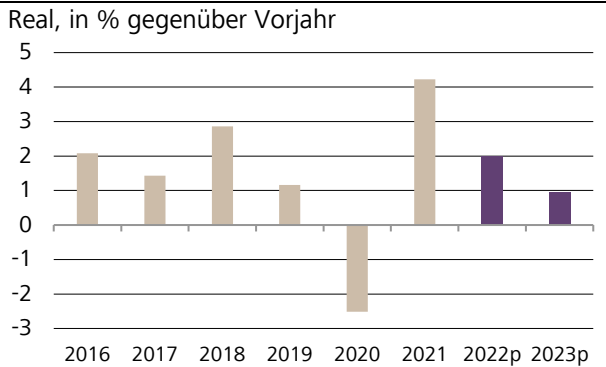
Mieten: Per 1. Oktober 2023 dürften sich die Zinsen für viele Bestandesmieter aufgrund eines Anstiegs des hypothekarischen Referenzzinssatzes erstmals erhöhen. Rund 45% der Mieter sind potenziell von der Erhöhung betroffen.

Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die globale Wachstumsabkühlung bremst auch die Schweizer Wirtschaft. Wegen des geringeren Preisdrucks ist der Konjunkturausblick aber deutlich besser als im Ausland. Die Inflation stammt weiter primär aus dem Import, mit wenig Anzeichen für Zweitrundeneffekte bei Inlandgütern und Dienstleistungen.



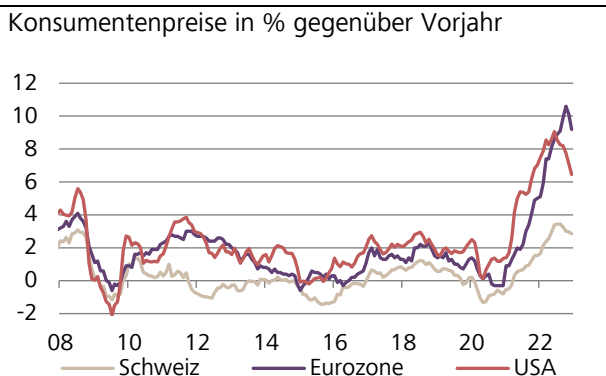
Schweizer BIP



Quelle: SECO, Raiffeisen Economic Research



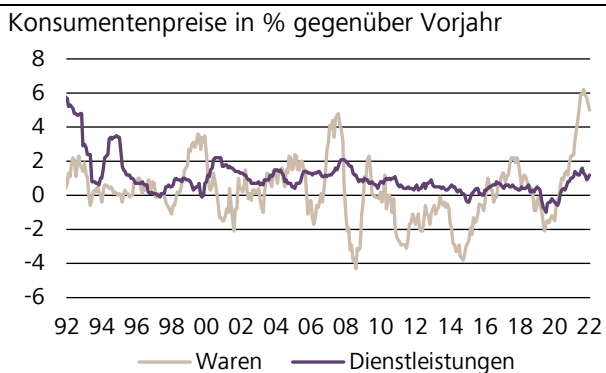
Inflation International



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



Inflation Schweiz



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

Steigende Konsumentenpreise und die Energiekrise belasten weiter die globale Konjunktur. Auch die Schweiz kann sich der Wachstumsverlangsamung nicht entziehen. Das gilt besonders für die Exportindustrie, deren Neugeschäft ins Stocken geraten ist. Die vielerorts noch komfortablen Auftragspolster schrumpfen deshalb. Die Haushalte wiederum zeigen sich besorgt über die steigenden Lebenshaltungskosten und blicken pessimistisch ins neue Jahr.

Nichtsdestotrotz wächst die Wirtschaft aber weiter, wobei der Ausblick dank des geringeren Preisdrucks zudem deutlich besser ausfällt als im Ausland. Die finanzielle Situation der Haushalte ist ungeachtet der Teuerung weiter stabil. Die während der Pandemie angehäuften Ersparnisse sind immer noch beträchtlich und höhere Löhne helfen, allfällige weitere Einbussen der Kaufkraft in engen Grenzen zu halten. Gleichzeitig haben sich die Arbeitsmarktaussichten kaum verschlechtert. Auch wenn das anspruchsvolle Umfeld die Planungssicherheit beeinträchtigt, streben viele Unternehmen weitere Einstellungen an, insbesondere im Dienstleistungssektor. Schliesslich stützen auch das Bevölkerungswachstum und die anhaltend hohe Zuwanderung die Binnennachfrage. Wir erwarten deshalb, nach gut 2% BIP-Wachstum im letzten Jahr, für 2023 ein zwar deutlich bescheideneres, aber dennoch ordentliches Plus von 1%.

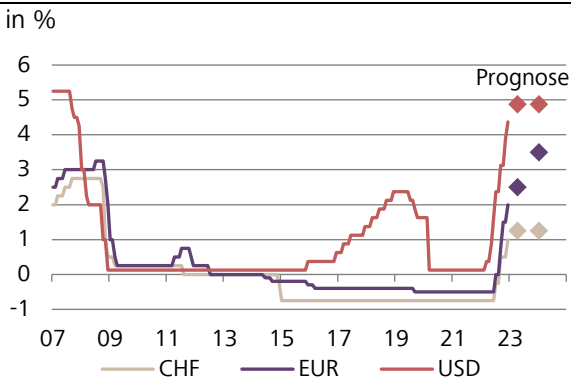
Wegen der Abkühlung der Güternachfrage haben die Lieferengpässe abgenommen und die Frachtraten sind deutlich gesunken. In den USA, wo staatliche Hilfszahlungen die Nachfrage besonders stark angefacht hatten, sinken die Güterpreise deshalb wieder. Bei der Kerninflation ist wegen der stark steigenden Dienstleistungspreise aber noch keine Trendwende auszumachen. Das gilt umso mehr auch für die Eurozone. In der Schweiz bewegen sich die Dienstleistungspreise hingegen weiterhin seitwärts innerhalb des Zielbandes der SNB. Zu Jahresbeginn legt die Schweizer Inflationsrate aufgrund der jährlichen Stromtarifanhebungen zwar deutlich zu. Wegen des ansonsten geringen Preisdrucks im Inland bleibt der Inflationsausblick aber weiter moderat.

Hypothekarmarkt

Die SNB hat ihren Leitzins innert sechs Monaten von -0.75% auf 1% angehoben und signalisiert die Bereitschaft für einen weiteren Zinsschritt im März. Sie geht wegen der vergleichsweise moderaten Inflation aber auch dieses Jahr viel weniger aggressiv vor als andere Notenbanken.



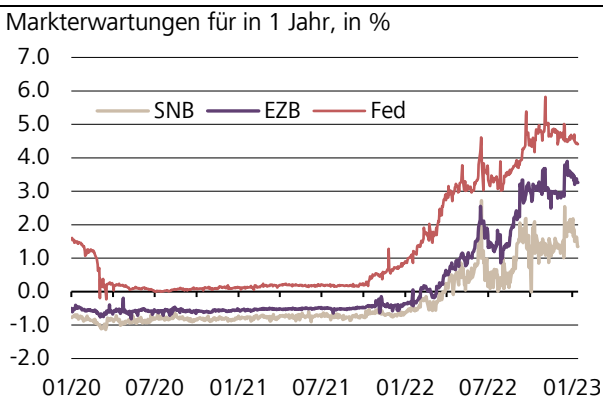
Notenbank-Leitzinsen



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



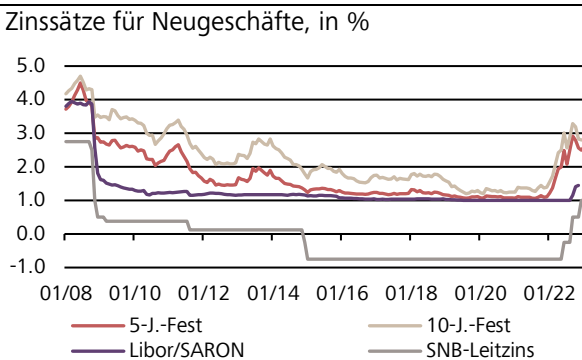
Leitzinserwartungen



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



Hypothekarzinsen



Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

Nach dem pandemiebedingten Boom hat sich die globale Güternachfrage wieder normalisiert. Die Lieferengpässe lösen sich zunehmend auf und die Güterpreise geben teilweise deutlich nach. Die Teuerung ist in einigen Ländern zuletzt deshalb etwas gesunken, auch weil sich die Energiepreise wieder etwas reduziert haben. Die Inflation ist aber nach wie vor ausserordentlich hoch. Bei den Dienstleistungen werden unverändert starke Preiserhöhungen registriert und die Gefahr von weiteren Zweitrundeeffekten ist noch nicht gebannt.

Die meisten Notenbanken müssen die Geldpolitik deshalb weiter straffen, insbesondere die EZB. In den USA ist der Zinserhöhungszyklus bereits weit fortgeschritten und wenn die Inflation weiter zurückgeht, muss die Notenbank nicht mehr viel nachlegen. In der Eurozone ist der Preisdruck mittlerweile aber stärker und breiter als in den USA. Die EZB hat das Straffungstempo wie die US-Notenbank zwar gedrosselt, sie erkennt aber weiteren Handlungsbedarf an und will die Zinsen in den kommenden Sitzungen weiter stetig erhöhen.

Die SNB hat an ihrer vierteljährlichen Sitzung im Dezember den Leitzins um 50 Basispunkte auf 1.0% erhöht. Sie gibt noch keine endgültige Entwarnung und schliesst weitere Zinserhöhungen nicht aus. So steigt die Inflation aufgrund der Anpassung bei den Stromtarifen kurzfristig nochmals auf über 3%. Wir erwarten deshalb eine weitere Zinserhöhung im März. Die Zweitrundeeffekte bei den Preisen fallen aber weiter gering aus. Und wenn sich die Inflationsdynamik, wie von uns erwartet, wieder abflacht, kann sich die SNB nach der Lagebeurteilung im März erst einmal an der Seitenlinie positionieren.

Die Konditionen für SARON-Hypotheken, die sich weitgehend an der Entwicklung des SNB-Leitzinses orientieren, dürften damit zwar Ende März weiter steigen, aber ohne eine unerwartet starke Zunahme des Inflationsdrucks dann ihren Höhepunkt erreicht haben. Bei den längerfristigen Festhypotheken sind weitere begrenzte Zinserhöhungen der SNB bereits seit einiger Zeit eingepreist, womit hier kein weiterer Zinsschub angezeigt ist.

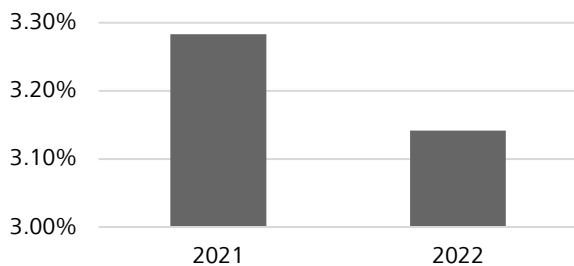
Immobilienanlagen

Während die Kurse von kotierten Immobilienanlagen nach der Zinswende regelrecht eingebrochen sind, zeigen die bezahlten Kaufpreise für Renditeobjekte sowie deren Bewertungen in den Bilanzen weiterhin nach oben. Die unterschiedlichen Preise und Bewertungen bieten höchstens theoretisch Möglichkeiten für Arbitrage. In der Praxis gestaltet sich ein gewinnbringendes Ausnutzen dieser Preisunterschiede als äusserst schwierig.



Diskontierungssätze kotierter Immobilienfonds

Durchschnittlicher Diskontsatz kotierter Immobilienfonds mit Jahresabschluss per 30.09

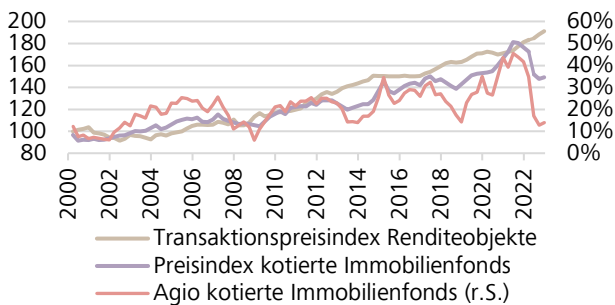


Quelle: Geschäftsberichte, Raiffeisen Economic Research



Preisentwicklung

Preisindex Renditeobjekte und Preisindex kotierter Immobilienfonds, 100 = 2000 sowie Agios



Quelle: IAZI, Geschäftsberichte, SIX, SFP, Raiffeisen Economic Research



Agios kotierter Immobilienfonds

Verteilung Agios aller kotierten Immobilienfonds per 31.01.2023



Quelle: SFP, Raiffeisen Economic Research

Die Transaktionspreise für Renditeliegenschaften sind auch im vierten Quartal 2022 unbeeindruckt von der Zinswende weiter gestiegen. Den Entwicklungen an den Transaktionsmärkten folgend, sehen denn auch professionelle Immobilienbewerter, welche jährlich die Portfolios von Anlagestiftungen und Immobilienfonds bewerten, keine Gründe für eine Bewertungskorrektur - im Gegenteil. Zwar sind noch kaum Zahlen per 31.12.2022 verfügbar, aber aus veröffentlichten Abschlüssen per 30.09.2022 ist ersichtlich, dass die Immobilienschätzer auch nach der Zinswende die Renditeobjekte in den Anlagevehikeln teils sogar weiter kräftig aufgewertet haben (vgl. oberste Grafik).

Weit offene Schere

Damit unterscheidet sich die Marktmeinung von Investoren in Direktanlagen und Schätzungsexperten völlig von derjenigen der Investoren in börsenkotierte Immobilienanlagen (vgl. mittlere Grafik). Zwar haben sich seit Ende 2022 auch die Kurse von kotierten Immobilienfonds von Ihren Tiefstständen erholt. Trotzdem klafft seit Beginn der Zinswende noch immer eine weit geöffnete Schere zwischen der Preisentwicklung von Renditeliegenschaften und derjenigen börsengehandelter, indirekt gehaltener Immobilienanlagen. Im Sog der Korrekturen an den Aktien- und Obligationenmärkten sind beispielsweise kotierte Immobilienfonds, Ende 2021 zeitweise mit einem rekordhohen durchschnittlichen Agio von 45% gehandelt, von den Investoren regelrecht abgestraft worden. Aktuell wird für Immobilienfonds im Mittel «nur» noch ein Aufpreis von knapp 13% auf ihren Nettoinventarwert bezahlt. Selbst nach der Erholung gegen Ende letzten Jahres werden aber noch immer einige kotierte Fonds mit einem zum Teil zweistelligen Disagio, also einem Abschlag auf ihren Nettoinventarwert, an den Börsen gehandelt (vgl. unterste Grafik).

Arbitrage?

Der ökonomischen Lehre folgend, sollte theoretisch das «Gesetz des einheitlichen Preises» gelten. Denn wenn das Gesetz nicht gilt, kann Arbitrage, also die Erzielung eines risikolosen Gewinns durch Ausnutzung von Preisunterschieden, betrieben werden, indem Immobilien auf dem Markt mit dem tieferen Preis gekauft und gleichzeitig auf demjenigen mit dem höheren verkauft werden. Das Gesetz des Einheitspreises

scheint durch die unterschiedliche Preisentwicklung, respektive die unterschiedlichen Bewertungen aktuell verletzt zu werden. Im Markt für Renditeliegenschaften eröffnen drei unterschiedliche relevante Preise im Moment theoretisch solche Arbitrageopportunitäten: Der Marktpreis von Immobilienfonds an der Börse, der Marktpreis an den Transaktionsmärkten sowie der Bewertungspreis für die Bilanz des Jahresabschlusses. In der Praxis stehen solchen Gedankenspielen aber derart grosse Hürden entgegen, dass nicht von echter, sprich risikoloser, Arbitrage gesprochen werden kann.

Rückgabe von Anteilen

Liegt der Börsenkurs eines Immobilienfonds tiefer als sein Nettoinventarwert (NAV), lässt dies Schnäppchenjäger, aufgrund der rechtlich bestehenden Möglichkeit, Anteile zu diesem NAV der Fondsgesellschaft zurückzugeben, stets aufhorchen. Jedoch ist trotz Disagios, die bei einigen Fonds zeitweilig deutlich über 15% lagen, bislang nur von einem Fonds bekannt geworden, bei dem Anleger von ihrem Kündigungsrecht Gebrauch gemacht hätten. Und selbst bei diesem Fonds wurden nur etwas über 1% der ausstehenden Anteile gekündigt. Möglich ist eine Kündigung jeweils erst auf Ende des nächsten Rechnungsjahres - und zwar zum dann ermittelten NAV. So haben die vermeintlichen Arbitrageure eben doch keinen sicheren Gewinn. Denn es besteht die Möglichkeit, dass die Bewerter nächstes Jahr doch noch eine Bewertungskorrektur vornehmen und die Auszahlung dann tiefer ist als der heute bezahlte Preis an der Börse. Bei denjenigen Fonds mit den höchsten Disagios – Fonds mit kommerziellen Immobilien oder einem Fokus auf Immobilien in der Südschweiz – wird das Risiko, dass die Strategie nicht aufgeht von den meisten Marktakteuren offenbar auch bei den satten Disagios als zu gross eingestuft. Zum zukünftigen Bewertungsrisiko kommt hinzu, dass der mögliche Gewinn durch hohe Rückgabekommissionen und Transaktionskosten viel kleiner ist als der nackte Wert des Disagios. Die Kosten belaufen sich je nach Fonds auf 1% - 10%. Nach der zuletzt eingetretenen Erholung der Börsenkurse hat sich das «Upside» dieser Strategie, verglichen mit der Situation Ende Jahr, nun bereits deutlich verkleinert. Damit ist auch künftig nicht mit Kündigungen von Anteilen im grossen Stil zu rechnen.

Praxis schlägt Theorie

Neben Unterschieden zwischen Bewertung und Börsenkurs bieten auch Differenzen zwischen Börsenkurs und bezahlten Preisen an den Transaktionsmärkten – zumindest theoretisch – Möglichkeiten, Kasse zu machen. Liegt

der Börsenkurs höher als der Kaufpreis der einen Fond konstituierenden Immobilien, könnte man Renditeobjekte am Transaktionsmarkt aufkaufen und diese in einem Fonds an die Börse bringen. Oder umgekehrt, wenn die Börsenkurse tiefer liegen als die bezahlten Preise für die Immobilien, könnte man Fondsanteile an den Märkten aufkaufen und gleichzeitig Renditeliegenschaften zum Marktpreis verkaufen – und so einen Gewinn einstreichen. Mit Gründen, warum es in der Praxis schwierig bis unmöglich ist, solche Preisunterschiede auszunutzen, könnte man ganze Abhandlungen füllen. In der Realität sind viele Annahmen, auf welchen das Gesetz des einheitlichen Preises beruht, im Markt für Renditeliegenschaften nämlich verletzt. (Vergleiche dazu Exkurs mit den wichtigsten Hindernissen für Arbitrageure auf der nächsten Seite). Damit bleiben Strategien zur Ausnutzung von unterschiedlichen Preisen und Preisdynamiken im Markt für Renditeliegenschaften immer spekulativ. Von echter Arbitrage kann also keine Rede sein. Das Gesetz des Einheitspreises setzt damit höchstens einen groben Rahmen für die Einschätzung der Frage, ob ein Markt über- bzw. der andere Markt unterbewertet ist.

Wer hat recht?

Transaktionspreisindizes von Renditeobjekten basieren auf einer sehr kleinen Anzahl an Transaktionen, die zuletzt aufgrund der herrschenden Unsicherheit sogar noch eingebrochen sein dürfte. Ausserdem liegt der Zeitpunkt der Preisfindung häufig Monate vor dem Abschlusszeitpunkt einer Transaktion. Die Indexentwicklung ist also bei sich verändernden Marktbedingungen mit grösster Vorsicht zu interpretieren. Umso überraschender, dass die professionellen Schätzer sich offenbar völlig auf sie verlassen und den zur Bewertung der künftigen Zahlungsströme verwendeten Diskontsatz – oder die künftigen Zahlungsströme selbst – so anpassen, dass der resultierende Schätzerpreis mit der Transaktionspreisentwicklung einhergeht. Die häufig von denselben Firmen prognostizierte und teilweise von ihnen offenbar auch schon in Verhandlungen beobachtete Korrektur der Preise für Renditeobjekte fliesst offensichtlich nicht in die eigene Bewertung ein.

Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass sich die Situation an den zeitweise fast schon in Panik verfallenen Märkten für kotierte Anlagen weiter entspannt, sobald sich die Unsicherheit über die künftigen wirtschaftlichen und geldpolitischen Entwicklungen wieder etwas legt. Und so dürfte die Wahrheit über den tatsächlichen Wert von Renditeobjekten – wie so oft – irgendwo in der Mitte beider Extreme liegen.

Exkurs "There is no free lunch": Warum Preisunterschiede zwischen kotierten Immobilienfonds und direkt gehaltenen Immobilien nicht ausgenutzt werden können.

1. Leerverkäufe von Renditeobjekten und Immobilienfonds sind in der Praxis nicht möglich oder sehr kostspielig. Ohne die Möglichkeit von Leerverkäufen können die Strategie nur Besitzer von Renditeimmobilien oder Immobilienfonds umsetzen.
2. Kauf und Verkauf können nicht zum gleichen Zeitpunkt durchgeführt werden. Der aufwendige Verkaufsprozess von Immobilien zieht sich meist über mehrere Monate oder sogar Quartale hin.
3. Der Kapitalbedarf der «Arbitrage»-Strategie ist wegen dem Timing-Mismatch von Kauf- und Verkaufszeitpunkt und der grossen Losgrössen im Markt für Renditeliegenschaften sehr hoch.
4. Das Angebot von Renditeobjekten im Markt ist auf wenige Objekte beschränkt. Der Markt ist meist nicht flüssig genug, um die Strategie zeitnah umzusetzen.
5. Immobilien sind allesamt Unikate. Das Gesetz des gleichen Preises gilt nur für gleiche Güter. Eine exakte Replikation eines Immobilienportfolios mittels eines anderen Immobilienportfolios ist unmöglich. Unterschiede der ge- oder verkauften Portfolios bergen Risiken, da sich deren Preise und Preisentwicklungen unterscheiden.
6. Die Transaktionskosten der Strategie sind extrem hoch, vor allem im Markt für direkte Immobilienanlagen. (Grundstückgewinnsteuern, Verkaufsaufwände, Courtagen, Abgaben, etc.)
7. Es gibt keinen beobachtbaren Marktpreis für direkte Immobilienanlagen. Der Marktpreis steht erst nach der Vereinbarung des Abschlusspreis von Verkaufsverhandlungen fest. Es muss vorab auf Schätzungen und Expertisen abgestützt werden. Diese lassen sich am Markt nicht zwingend durchsetzen.
8. «Das Ganze ist mehr (oder weniger) als die Summe seiner Bestandteile»: Das Konstrukt Immobilienfonds hat andere Charakteristika als direkte Immobilienanlagen. Diese Eigenschaften lassen sich finanziell bewerten. Je nach Marktumfeld sind gewisse Eigenschaften gefragter. Darum ist ein unterschiedlicher Preis je nach Halteform der Immobilien begründbar. (vgl. Anlageteil [Immobilien Schweiz 4Q19](#)).

Eigentum

Hypotheken kosten nach der Zinswende rund doppelt so viel wie noch vor einem Jahr. Wohneigentum ist in vielen Fällen mittlerweile teurer als das Wohnen zur Miete. Auf die Preisentwicklung hat der Anstieg der Finanzierungskosten bisher aber kaum einen Effekt. Obwohl sich die Anzeichen einer leichten Abkühlung des Eigenheimmarktes verdichten, werden die höheren Zinsen die Preisdynamik aber nicht umkehren können.

Mit dem Zinsentscheid der Schweizer Nationalbank am 15. Dezember wird die Zinswende endgültig am Eigenheimmarkt spürbar. Denn seit dieser Leitzinserhöhung kosten jetzt auch Geldmarkthypotheken mit rund 2% deutlich mehr als vor Beginn des Zinserhöhungszyklus. Im Vergleich mit der Situation vor rund einem Jahr haben sich die Preise aller gängigen Finanzierungsarten damit in etwa verdoppelt. Die jährlichen Finanzierungskosten eines typischen Einfamilienhauses haben sich mit einer Geldmarkthypothek von rund CHF 10'000 auf CHF 20'000 erhöht. Für eine 10-jährige Festhypothek würden aktuell sogar fast CHF 30'000 fällig werden, während die Kosten Ende 2021 noch bei CHF 15'000 lagen. Wer sich heute ein Eigentumsobjekt kauft oder seine Hypothek verlängern muss, hat damit spürbar höhere Wohnkosten zu budgetieren als noch vor kurzem.

Kaufen ist nicht mehr günstiger als Mieten

Durch die Verdoppelung der Finanzierungskosten ist eine fast schon in Stein gemeisselte Faustregel am Eigenheimmarkt ins Wanken geraten. Denn der Kauf von Wohneigentum ist im heutigen Zinsumfeld in vielen Fällen spürbar teurer als das Mieten eines vergleichbaren Objektes. Untere linke Grafik verdeutlicht die schwindende Attraktivität von Wohneigentum unter den gestiegenen Zinsen. Beim Kauf einer maximalbelehnten, typischen Agglomerationswohnung (4 Zimmer, 100m²) hätten die monatlichen Wohnkosten Ende 2021 mit einer 10-jährigen Hypothek etwa CHF 1'600 betragen. In diesen Kosten sind neben den Hypothe-

karzinsen auch Rückstellungen und Steuern inbegriffen. Im Vergleich zur Miete eines vergleichbaren Objektes hätte der Käufer damit monatlich rund CHF 400 gespart. Durch die starke Verteuerung von Festhypotheken zu Beginn des letzten Jahres hat sich dieser Kostenvorteil sehr schnell in Luft aufgelöst. Ende 2022 hätte derselbe Käufer mit Wohnkosten von insgesamt rund CHF 2'700 sogar etwa CHF 500 mehr als in einer Mietwohnung bezahlen müssen. Mit einer SARON-Hypothek liegen die Kosten in diesem Beispiel aktuell noch leicht unter den Mietkosten. Allerdings dürfte dieser Kostenvorteil mit dem erwarteten SNB-Zinsschritt im März dann auch gänzlich wegschmelzen.

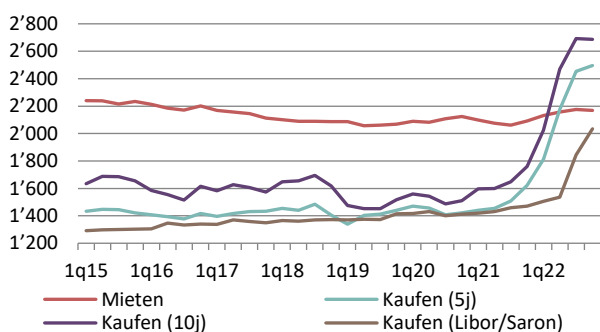
Steuerabzüge mindern den Kostenanstieg

Untere rechte Grafik zeigt den Zusammenhang zwischen der Höhe der Hypothekarzinsen und dem Kostenvorteil von Wohneigentum. Im Falle der hier verwendeten typischen Eigentumswohnung dreht beim aktuellen Preisniveau der Kostenvorteil bei Rund 2.25%. Bei einem Zinssatz von 1%, was bis Mitte September 2022 dem Preis einer Geldmarkthypothek entsprach, spart der Eigentümer 28% der Wohnkosten gegenüber dem Wohnen zur Miete. Wenn der Zins aber 3% beträgt, in etwa der heutige Preis einer 10-jährigen Festhypothek, bezahlt der Käufer einen Aufschlag von 15%. Besonders interessant bei dieser Kostenbetrachtung ist der mildernde Effekt unseres Steuersystems. Die Steuerbelastung eines Wohneigentümers ergibt sich in der Schweiz üblicherweise aus dem ans Einkommen angere-



Mieten vs. Kaufen

Monatliche Wohnkosten in einer typischen Wohnung (4-Zi. 100m²) in der Agglomeration, Miete und Eigentum mit unterschiedlicher Finanzierung im Vergleich, in CHF

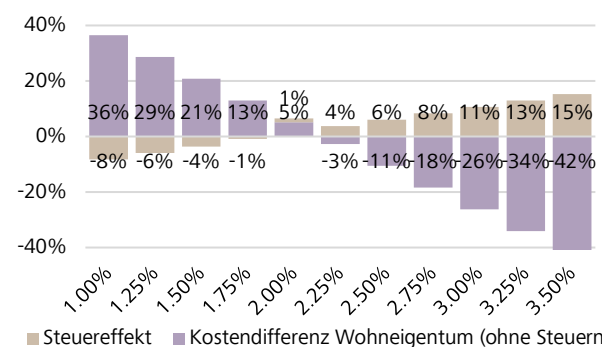


Quelle: Meta-Sys, SRED, SNB, Raiffeisen Economic Research



Wohnkostenvorteil und Steuern

Wohnkostenvorteil der Eigentümer und Effekt der Steuern, in % der Miete einer typischen Wohnung nach Höhe des Hypothekarzinzsatzes



Quelle: Meta-Sys, SRED, SNB, Raiffeisen Economic Research

Marktsegmente

chneten Eigenmietwert und den Abzügen für die Zinsen seiner Hypothekarschulden sowie einer Unterhaltungspauschale. In der Tiefstzinsphase der letzten Dekade lagen die Abzüge für Schuldzinsen auch bei hohen Belehnungen normalerweise unter dem Eigenmietwert. Bei einem Zins von 1% muss der Käufer in diesem Beispiel effektiv jährlich ca. CHF 2'100 für sein Wohneigentum dem Fiskus berappen. Da sich mit höheren Zinsen deutlich höhere Schuldzinsabzüge ergeben, werden bei einem Zinsniveau von 1.75% nur noch CHF 300 fällig. Liegt der Zinssatz des Hypothekarnehmers sogar bei 3%, übersteigen die Schuldzinsabzüge den Eigenmietwert deutlich, womit schlussendlich eine Steuerersparnis von CHF 2'800 resultiert. Unser Steuersystem schwächt damit den Effekt steigender Zinsen spürbar ab. Bei einem theoretischen Zinsanstieg von 1% auf 3% wird in diesem Beispiel vom effektiven Zinskostenanstieg von rund CHF 16'000 durch das Steueramt ein Rabatt von etwa CHF 4'800 gewährt, was mehr als einem Viertel der Mehrkosten entspricht. Damit übt unser Steuerregime einen stabilisierenden Effekt auf den Eigenheimmarkt aus. Die jüngsten Zinsanstiege wären ansonsten noch deutlich schmerzhafter für neue Käufer und bestehende Eigentümer ausgefallen.

Weiterhin kein Preiseinbruch

Mit dem deutlichen Anstieg der Finanzierungskosten und dem Verlust des Kostenvorteils gegenüber der Miete verliert Wohneigentum eines seiner Kaufargumente. Ein grosser Treiber der Nachfrage im letzten Jahrzehnt zieht heute in vielen Fällen damit nicht mehr. Allerdings zeigt sich unser Eigenheimmarkt nach wie vor wenig beeindruckt von diesen Zinsturbulenzen. Besonders die Preisentwicklung zeugt weiterhin von der grossen Robustheit des Marktes. Unserem Raiffeisen Transaktionspreisindex zufolge haben sich Einfamilienhäuser Ende 2022 im Quartalsvergleich nochmals um 3.5% verteuert (siehe untere linke Grafik). Gegenüber dem Vorjahr verzeichneten Einfamilienhäuser damit eine Preis-

steigerung von 7.6%. Eigentumswohnungen konnte zum Jahresende mit einem leichten Minus von 0.4% zwar nicht mehr zulegen. Im Vorjahresvergleich ist der Anstieg von 5.6% dennoch beachtlich. Von einer grösseren Abschwächung der Preisdynamik oder gar einer Korrektur kann bisher keine Rede sein.

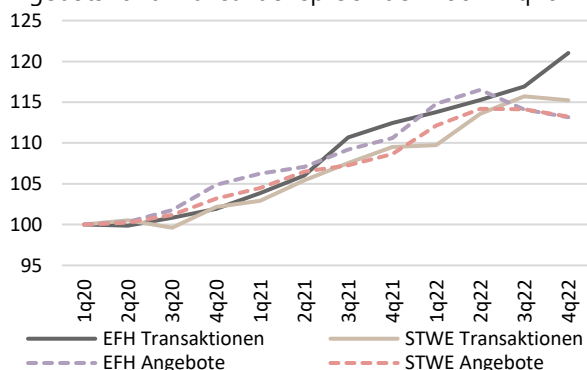
Entspannungszeichen akzentuieren sich

Dennoch mehren sich die Anzeichen einer Abkühlung dieses zuletzt völlig heissgelaufenen Marktes. Die von Verkäufern in Inseraten ausgeschriebenen Angebotspreise sind das zweite Quartal hintereinander gefallen (siehe untere linke Grafik). Die Preisvorstellungen der Hausverkäufer sind damit seit Sommer 2022 um fast 3% gesunken. Bei Stockwerkeigentum betrug der Rückgang etwa 1%. Ein Zeichen, dass Verkäufer auf die veränderte Zins- und Kostensituation am Markt reagiert haben. Auch die seit kurzem sichtbare Angebotsausweitung erweist sich als relativ nachhaltig. Die im Internet ausgeschriebenen Kaufangebote für Eigentumswohnungen haben sich beispielsweise von ihren rekordtiefen Werten, welche im Eigenheimrausch der Covid-Pandemie erreicht wurden, wegbewegt. In den Zentren und urbanen Gemeinden haben diese innerhalb des letzten Jahres um 17% bzw. 14% zugelegt. Schweizweit betrug der Anstieg 9%. Aktuell kommen damit wieder spürbar mehr Bestandobjekte in den Verkauf. Das Realisieren des wahrgenommenen Preishöhepunktes oder das Abstossen eines im aktuellen Zinsumfeld nicht mehr rentierenden Buy-to-let-Objekts sind gute Gründe für einen Verkauf. Allerdings dürfte diese Angebotsausweitung von extrem tiefen Niveaus aus sich auch nur als Tropfen auf den heissen Stein erweisen. Eigenheime bleiben weiterhin äusserst knapp und da Wohneigentum trotz höherer Zinsen nach wie vor sehr gefragt ist, werden die Preise am Eigenheimmarkt mittelfristig weitersteigen. Die extremen Wachstumsraten der letzten Jahre dürften aber der Vergangenheit angehören.



Eigenheimpreise

Angebots- und Transaktionspreisindex 100 = 1q20

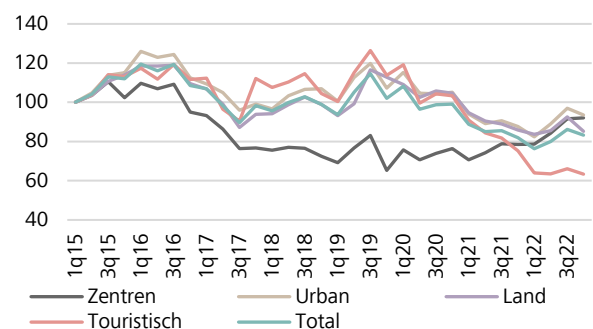


Quelle: Meta-Sys, SRED, Raiffeisen Economic Research



STWE-Angebot

Per Quartalsende online ausgeschriebene STWE-Inserate, nach Gemeindetyp, indiziert, 100 = 1q15



Quelle: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Miete

Die Wohnungsknappheit akzentuiert sich in der Schweiz immer weiter. Damit ziehen in vielen Regionen die Angebotsmieten kräftig an. Mit dem Anstieg des hypothekarischen Referenzzinssatzes könnten auch bei einem wesentlichen Teil der Bestandsmieter die Mieten bald spürbar erhöht werden. Dank der in der Vergangenheit nur selten eingeforderten Mietzinssenkungen ist die Mehrheit der Mieterhaushalte davon aber nicht betroffen.

Die Lage am eidgenössischen Mietwohnungsmarkt hat sich in relativ kurzer Zeit dramatisch verändert. Noch bis vor zwei Jahren wurden durch den tiefzinsinduzierten Mietwohnungsbauboom die Leerstände in immer weitere Höhen getrieben. In vielen Regionen schlug sich dies auch in sinkenden Anfangsmieten nieder. Selbst Sachgeschenke, Gutscheine oder gar monatelange Mieterlasse waren bei Wohnungsausschreibungen beliebte Mittel, um potenzielle Mieter zu ködern. Vor Ausbruch der Covid-19-Pandemie war in den Schlagzeilen unserer grossen Zeitungen von Bauen auf Halde oder von entstehenden Geisterquartieren zu lesen. Das Pendel hat nun aber deutlich in die entgegengesetzte Richtung ausgeschlagen. Die sich akzentuierende Wohnungsknappheit und eine in vielen Regionen drohende Wohnungsnot zieren heute die Überschriften.

Hohe Nachfrage und immer knapperes Angebot

Dass Wohnungen nun plötzlich so knapp sind, erklärt sich mit einer spürbaren Verschiebung in der Angebots- und Nachfragesituation. Als Reaktion auf erhöhte Leerstandrisiken, sinkende Anfangsmieten und ein sehr hohes Baulandpreisniveau haben die Wohnungsproduzenten gegen Ende der 2010er Jahre ihre Projektionstätigkeit ordentlich gedrosselt. Da Projektplanung und schliesslich der Bau von Wohnungen immer eine gewisse Zeit in Anspruch nehmen, wurde die deutliche Reduktion der Planungstätigkeit erst in den letzten beiden Jahren angebotswirksam. Gleichzeitig erlebt die Schweiz nach dem Ende der Pandemie einen regelrechten Zuwanderungsschub. Der akute Fachkräftemangel

und der Krieg in der Ukraine haben die Nachfrage nach Wohnraum zuletzt stark erhöht. Der sich verstärkende Individualisierungstrend der Schweizerinnen und Schweizer schürt die Nachfrage nach Wohnungen zusätzlich. Die Kombination aus deutlich reduzierter Bautätigkeit und einer stärkeren Nachfrage führt wenig überraschend dazu, dass Mietwohnungen vielerorts nun sehr schnell sehr knapp werden. So waren Ende Dezember letzten Jahres schweizweit 42% weniger Mietwohnungen auf Onlineportalen ausgeschrieben als noch vor einem Jahr. Auch der Vergleich zum Vorquartal (-18%) spricht deutlich dafür, dass dieses Jahr wieder mit einer starken Abnahme der amtlichen Leerwohnungsziffer zu rechnen ist. Wer in absehbarer Zeit eine neue Bleibe braucht, muss sich, auch ausserhalb der bekannten Hot-Spots, auf eine schwierige Wohnungssuche einstellen. Dem ökonomischen Gesetz von Angebot und Nachfrage folgend, ziehen in einer solchen Situation die Preise natürlich an. Innerhalb eines Jahres haben sich die Angebotsmieten nach ihrer längeren Talfahrt um 1.6% erhöht.

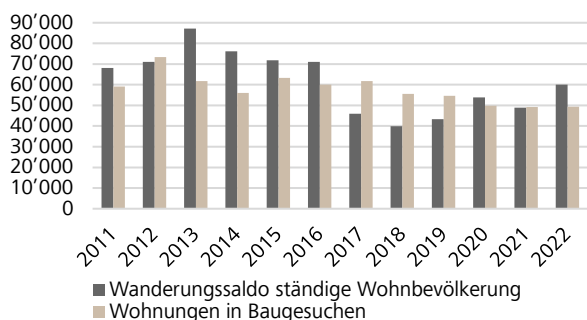
Keine Entspannungszeichen am Horizont

Leider gibt es aktuell keine Anzeichen, dass sich an dieser Entwicklung bald etwas ändern wird. Im heutigen Umfeld aus hohen Baulandpreisen, einer deutlichen Bauteuerung und stark gestiegenen Finanzierungskosten gibt es kaum Anreize für eine wesentliche Ausweitung der Wohnungsproduktion. Auch nachfrageseitig sind aktuell keine Entspannungsimpulse zu erwarten. Die Schweiz dürfte sich im Vergleich zu ihren Nachbarn einmal mehr sehr glimpflich



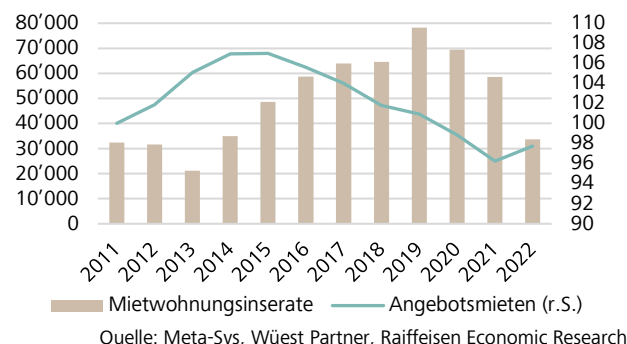
Zuwanderung und Bautätigkeit

Wanderungssaldo der ständigen Wohnbevölkerung und Anzahl Wohnungen in eingereichten Baugesuchen



Wohnungsangebot und Mieten

Per 31.12. auf Onlineportalen ausgeschriebene Mietwohnungen und Mietpreisindex, indexiert, 100 = 2011



Marktsegmente

aus den Inflations- und Energiepreiswirren ziehen, was kaum für ein Abreissen der starken Zuwanderung sprechen dürfte. Mieter müssen sich daher auf absehbare Zeit mit einer sich weiter verschärfenden Wohnungsknappheit und deutlich steigenden Anfangsmieten abfinden.

Auch die Bestandsmieten werden steigen

Grundsätzlich sind von der sich verschärfenden Wohnungsknappheit nur Haushalte betroffen, welche auf der Suche nach einer neuen Mietwohnung sind. Da jährlich nur rund 10% der Haushalte umziehen, ist die grosse Mehrheit von den steigenden Angebotsmieten nicht akut betroffen. Aber selbst die durch das Mietrecht geschützten Bestandsmieter werden sich dieses Jahr nicht gänzlich den Entwicklungen am Immobilienmarkt entziehen können. Durch die deutlich gestiegenen Hypothekarzinsen dürfte der hypothekarische Referenzzinssatz Mitte dieses Jahres das erste Mal seit seiner Einführung im Jahr 2008 steigen. Bei Mietverhältnissen, welche auf dem aktuellen Referenzzinssatz basieren, darf der Zins dann auf Beginn des 4. Quartals um 3% erhöht werden. Hinzu kommt der mietrechtlich erlaubte Ausgleich der Teuerung (40%) und der allgemeinen Kostensteigerungen.

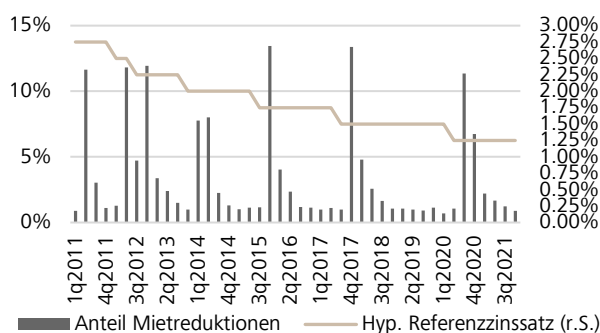
Senkungen wurden nur selten eingefordert

Aufgrund fehlender Erfahrungswerte mit einem steigenden Referenzzinssatz ist das Abschätzen des Ausmasses der kommenden Mieterhöhungen nur schwer möglich. Einen Anhaltspunkt bieten die Mietzinssenkungen infolge der letzten Referenzzinssatzrückgänge (siehe Grafik unten links). In den Quartalen nach einem Rückgang wurde jeweils bei knapp 20% der Mieter der Mietzins gesenkt. Die grosse Mehrheit hat in der Vergangenheit ihren Anspruch auf Miet-senkungen damit nicht geltend gemacht. Neben einer gewissen Renitenz gegenüber Senkungsbegehren seitens der Vermieter wird vor allem der häufige Verzicht auf die mietrechtlich geforderte Beantragung seitens der Mieter für



Mietanpassung nach Referenzzinssatz-senkung

Entwicklung des Referenzzinssatzes und Anteil Wohnungen mit Mietpreissenkungen pro Quartal



Quelle: BFS, BWO, Raiffeisen Economic Research

diese Situation verantwortlich sein. Der Blick auf die Höhe der Anpassungen zeigt zudem, dass etwa die Hälfte der Mietzinsreduktionen unter zwei Prozent lagen, obwohl mietrechtlich rund 3% hätten gefordert werden dürfen. Die Weitergabe von pauschalen Kostensteigerungen durch die Vermieter und ein fehlender Eskalationswille seitens der Mieter dürften diese Diskrepanz erklären.

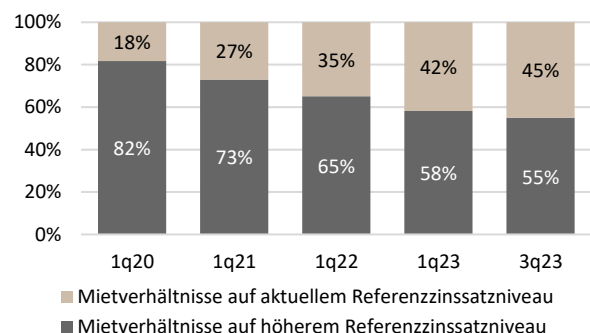
Erhöhung wird nur eine Minderheit betreffen

Offensichtlich hat das herrschende System zur Weitergabe sich verändernder Finanzierungskosten in der Vergangenheit nur bedingt funktioniert. Für die grosse Mehrheit, welche keine Mietanpassung eingefordert hat, bietet dies nun immerhin den Vorteil, dass sie auch keine Erhöhung im Verlauf des Jahres zu befürchten haben. Ein wesentlicher Teil der langjährigen Bestandsmieter wird den Referenzzinssatzanstieg daher nicht zu spüren bekommen. Ausgehend von den knapp 18%, denen die letzte Referenzzinssatzsenkung weitergegeben wurde, einer jährlichen Umzugsquote von rund 10% und einem Haushaltswachstum im Mittel der vergangenen Jahre, dürften nach der ersten Referenzzinserhöhung rund 45% der Mietverhältnisse auf dem noch gültigen Referenzniveau basieren und damit potenziell von Erhöhungen betroffen sein. Bei wie vielen schlussendlich höhere Mieten eingefordert werden, ist nicht abschätzbar. Aufgrund der anzunehmenden, besseren Kenntnisse der Mietrechtspraxis und eines hohen Professionalisierungsgrads der Immobilienbranche ist aber davon auszugehen, dass Vermieter deutlich häufiger von ihrem Recht Gebrauch machen werden. Zudem liegen die potenziellen Kosten des Vergraulens der Mieterschaft dank Wohnungsknappheit deutlich tiefer als auch schon. Die erste Referenzzinssatzerhöhung wird spannende Erkenntnisse über die Funktionsweise dieses mietrechtlichen Mechanismus liefern. Heisse politische Diskussionen sind jedenfalls vorprogrammiert.



Von Referenzzinssatzerhöhung potenziell betroffene Haushalte

Anteil Mietverhältnisse, welche auf dem aktuellen Referenzzinssatzniveau basieren



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

Verkaufsflächen

Die Detailhandelsbranche erlebte während der Covid-19-Pandemie zwei sehr gute Geschäftsjahre. Allerdings wurde das erzielte Umsatzplus vor allem vom Onlinehandel abgeschöpft. Viele Sparten des stationären Detailhandels sind durch den coronabedingten Digitalisierungsschub noch stärker unter Druck geraten. Dennoch vermieten sich Ladenflächen nach wie vor sehr gut. Tiefe Konkurszahlen und eine rege Neugründung stützen die Nachfrage und der rückläufige Wohnbau verknappt das Angebot an Erdgeschossflächen.

Der Detailhandel gehörte während den heissen Monaten der Covid-19-Pandemie zu den am stärksten betroffenen Branchen. In den strengsten Phasen der beiden eidgenössischen Lockdowns im Frühjahr 2020 und im darauffolgenden Winter mussten sämtliche nicht essenziellen Läden geschlossen werden. Selbst stationären Detaillisten mit grossem Sortiment wurde verboten, Produkte des nicht-alltäglichen Gebrauchs zu verkaufen. Angesichts dieser grossen Herausforderungen vermag es durchaus zu überraschen, dass die Detailhandelsbranche in den beiden von Corona geprägten Jahren ihre Umsätze deutlich steigern konnte. Nach einigen von Stagnation geprägten Jahren konnte die Branche im Rekordjahr 2021 sogar erstmals die 100-Milliarden-Grenze knacken (siehe Grafik unten links).

Der Detailhandel profitierte vom Lockdown

In einer reichen und immer älter werdenden Gesellschaft wie der Schweiz ist grundsätzlich eine Konsumsättigung spürbar. Ein wesentlicher und immer grösser werdender Teil des Privatkonsums wurde daher in den letzten Jahren in Form von Dienstleistungen in Anspruch genommen, während der Detailhandel an Bedeutung verlor. Die während der Covid-19-Pandemie staatlich verordneten Massnahmen zur Eindämmung des Infektionsgeschehen haben die Nutzung vieler Dienstleistungen aber verunmöglicht. Durch diese Einschränkungen wurde ein nicht unwesentlicher Teil des Dienstleistungskonsums durch die Haushalte wohl mit dem Kauf von Gütern kompensiert. So mussten die ausbleibenden Restaurantbesuche beispielsweise mit

dem Kauf von mehr Lebensmitteln substituiert werden. Aufgrund der eingeschränkten Möglichkeiten zur Freizeitgestaltung entdeckte so mancher ein neues Hobby, für welches zunächst Anschaffungen gemacht werden mussten. Zudem sind für viele Haushalte während der Krise die alltäglichen Ausgaben deutlich gesunken. Eingesparte Ferien- und Freizeitausgaben haben Mittel für zu dieser Zeit wichtigere Anschaffungen wie Heimelektronik oder Investitionen in die Wohnungs- und Gartengestaltung freigesetzt.

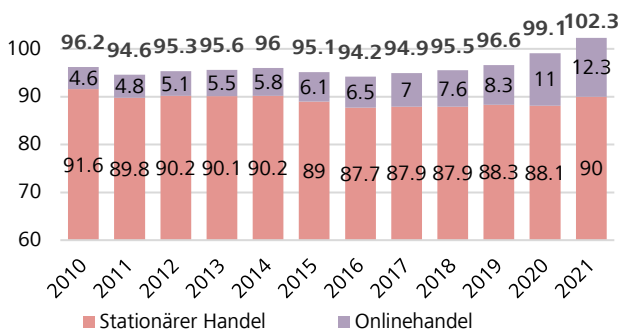
Onlinehandel schöpft Mehrkonsum ab

Grundsätzlich könnten diese Entwicklungen für die in den letzten Jahren eher gebeutelte Branche als sehr erfreulich gewertet werden. Allerdings haben davon nicht alle profitiert. Die grossen Nutzniesser der Covid-Krise waren, wenig überraschend, die Onlinehändler. Während viele stationäre Läden ihre Türen monatelang schliessen mussten, konnten die Versandhändler den Grossteil des Mehrkonsums abschöpfen. Vom Umsatzplus von 5.7 Mrd. CHF zwischen 2019 und 2021 wurden 70% zugunsten digitaler Verkaufskanäle verzeichnet. Der Anteil des Onlinegeschäftes hat sich in diesen zwei Jahren von 8.6% auf 12% (+3.4%) erhöht. Dabei waren die Anstiege insbesondere in Sparten deutlich, welche ohnehin schon vom sich im vollen Gang befindlichen Strukturwandel stark betroffen sind. Namentlich Spielwaren (+14%), Heimelektronik (+14%), Sportartikel (+11%) oder Kleider (+10%) wurden vermehrt online gekauft. Nicht alle, die während der Pandemie das



Umsatz Detailhandel

Jährlicher Umsatz im Detailhandel, nach Verkaufskanal, in Mrd. CHF.

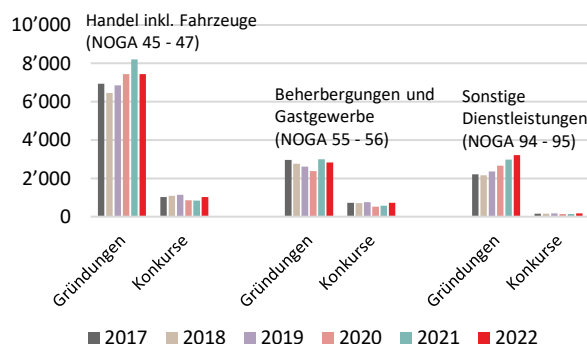


Quelle: BFS, GfK, Raiffeisen Economic Research



Gründungen und Konkurse

Gründungen und Konkurse nach Branchen



Quelle: Statistisches Amt Kt. Zürich, Zefix, Raiffeisen Economic Research

Marktsegmente

Internet als Einkaufsmöglichkeit entdeckt haben, dürften dem stationären Handel komplett und für immer den Rücken zugekehrt haben. Der Strukturwandel hat sich in den erwähnten Segmenten durch die Pandemie aber nochmals deutlich beschleunigt.

Das Angebot an Verkaufsflächen schwindet

Dass der stationäre Detailhandel durch Covid und dessen Nachwirkungen noch stärker unter Druck geraten ist, hat am Markt für Verkaufsflächen bisher keine Spuren hinterlassen. Weder bei den zur Vermietung ausgeschriebenen Objekten noch bei den Leerständen kann in den letzten drei Jahren ein covidbedingter Anstieg verzeichnet werden. Vielmehr ist das Gegenteil zu beobachten. In der heissen Coronaphase scheint sich das Angebot zunächst auf einem Niveau eingependelt zu haben, welches bereits durch Anstiege vor der Pandemie erreicht wurde. So lagen die Leerstände im Jahr 2020 noch sehr nahe bei 6%. Bis Ende letztes Jahr sank dann aber der Anteil der leerstehenden Flächen auf noch zwischen 4% und 5% (siehe Grafik unten links). Verkaufsflächen werden - allen Widrigkeiten, denen breite Teile der typischen Mieter ausgesetzt waren, zum Trotz - aktuell spürbar knapper.

Wenig Konkurse, viele Gründungen

Einer der Hauptgründe für dieses auf den ersten Blick etwas überraschende Marktbild dürften die durchgehend tiefen Konkurszahlen und die nachhaltig erhöhte Gründungstätigkeit unter typischen Mietern solcher Flächen sein. Insbesondere auch in eigentlich branchenfremden Wirtschaftssektoren wie beispielsweise Restaurants, Bars oder Beautysalons, welche in der Folge des starken Strukturwandels im Detailhandel in den letzten Jahren zu immer wichtigeren Abnehmern von klassischen Retailflächen geworden sind. Neben dem Detailhandel konnten die gross-

zügigen staatlichen Unterstützungsmassnahmen auch im Gastgewerbe oder bei persönlichen Dienstleistern wie z.B. Friseur- und Massagesalons verhindern, dass die Unternehmen auf einen Schlag zahlungsunfähig wurden. So lag die Zahl der Konkurse in den genannten Branchen 2020 und 2021 deutlich unter dem Niveau der Vorjahre (siehe rechte Grafik auf vorheriger Seite). Mit dem Auslaufen der Hilfeleistungen haben sich bis Ende 2022 die Anzahl der Konkurse wieder etwas normalisiert. Aktuell müssen aber noch immer etwas weniger Firmen ihre Bilanz deponieren als noch vor der Pandemie. Gleichzeitig kann seit dem Ausbruch von Covid in den genannten Branchen eine nachhaltig erhöhte Gründungstätigkeit festgestellt werden. Aufgrund der ausbleibende Konkurswelle und der regen Gründungstätigkeit übersteigt die Nachfrage nach Verkaufsflächen seit Beginn der Pandemie damit das Angebot.

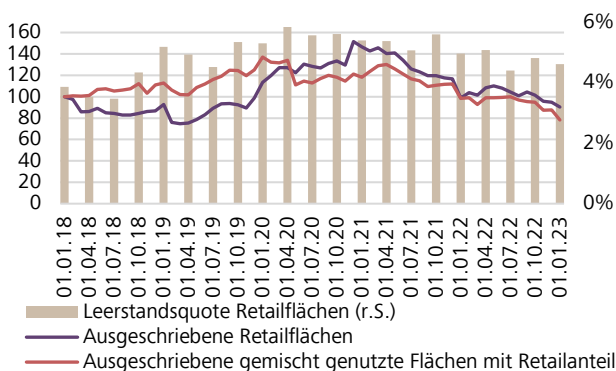
Tiefe Bautätigkeit stützt den Markt

Zusätzliche Unterstützung erhält der Markt auch bauseitig. Die Projektionstätigkeit hat seit den Höhepunkten Mitte der 2010er Jahre spürbar abgenommen. So wurden wie beim Wohnungsbau über die letzten Jahre rund 20% weniger Baugesuche für Verkaufsflächen eingereicht als noch 2018. Neben den bis vor Covid zunehmenden Vermarktungsschwierigkeiten dürften auch die Geschehnisse am Wohnungsmarkt hierbei mitentscheidend sein. Denn ein grosser Teil der neugebauten Verkaufsflächen kommt nach wie vor aufgrund von herrschenden Bau- und Zonenordnungen in Form vorgeschriebener Nutzungen von Erdgeschossflächen auf den Markt. Der deutlichen Reduktion der Wohnbautätigkeit seit Ende der 2010er Jahre dürfte damit ebenfalls ein entscheidender Einfluss bei der aktuell beobachtbaren Angebotsverknappung am Verkaufsflächenmarkt zukommen.



Leerstände und Inserate

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

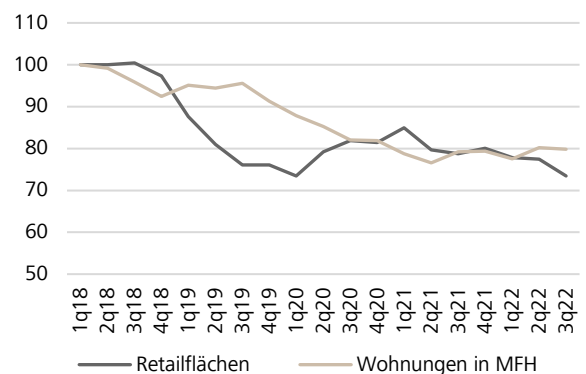


Quelle: Meta-Sys, REIDA, Raiffeisen Economic Research



Bautätigkeit

Anzahl Wohnungen in Mehrfamilienhäusern und Retailflächen in Baugesuchen, indexiert, 100 = 1q2018



Quelle: Docu-Media, Raiffeisen Economic Research

Wohneigentumsmarkt im internationalen Kontext

In einigen Ländern hat die Zinswende die Wohneigentumspreise bereits zum Sinken gebracht. Stehen nun auch im eidgenössischen Markt für selbstgenutztes Wohneigentum Preiskorrekturen an oder kommt die Schweiz (wieder einmal) besser durch die Krise als andere Länder?

Spätestens seit dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine ist die Inflation in weiten Teilen der Welt völlig aus dem Ruder gelaufen. Die in vielen Ländern extrem hohen Teuerungsraten haben ein entschiedenes Einschreiten der mit der Sicherung der Preisstabilität betrauten Zentralbanken notwendig gemacht. Nach über einem Jahrzehnt expansiver Geldpolitik haben im Jahr 2022 – wenn auch teilweise viel zu spät – fast alle wichtigen Geldhüter die geldpolitischen Zügel gestrafft und die Zinsen zum Teil kräftig erhöht. Damit soll dem ausser Kontrolle geratenen inflationären Druck entgegengewirkt werden.

Zins- und Zeitenwende am Immobilienmarkt

Nach über einer Dekade des billigen Geldes markiert die in fast allen Währungsräumen eingeleitete Zinswende auch an den globalen Immobilienmärkten eine Zeitenwende. Aufgrund der teureren Finanzierungsbedingungen und der unsicheren wirtschaftlichen Zukunftsaussichten haben die Immobilienpreise Mitte 2022 vielerorts ihren Höhepunkt überschritten. Dies, nachdem sie angetrieben vom Tiefzinsumfeld rund um den Globus jahrelang von Rekord zu Rekord eilten. In vielen Ländern zeigen die Immobilienpreisen in den letzten Monaten und Quartalen erstmals seit Jahren nach unten. So sind beispielsweise die Preise für Häuser in Schweden seit ihrem Höhepunkt im März bereits um fast 14% zurückgegangen (vgl. Grafik links).

Kein Vakzin gegen steigende Zinsen

In anderen Ländern sind die Preise stabil oder zeigen sogar völlig unbeeindruckt von der Zinswende (noch) weiter nach oben. So auch in der Schweiz. Zum Teil liegt das

aber wohl mehr an den eher trägen Transaktionspreisindizes als an einer vermeintlichen tatsächlichen Zinsschock-Immunität dieser Märkte. Die wahre Preisentwicklung dürfte sich vielerorts erst mit einer Verzögerung von ein paar Monaten in den Transaktionspreisen widerspiegeln. Denn diese hinken der tatsächlichen Marktdynamik häufig mehrere Quartale hinterher. Vorlaufende Indikatoren verheissen auch in vielen weiteren Ländern bereits sinkende oder zumindest nicht mehr so stark steigende Preise. So lassen beispielsweise Angebotspreisindizes und Umfragen bei Immobilienexperten in vielen Ländern sinkende Preise erwarten. Als völlig resistent gegen steigende Zinsen wird sich wohl kein auch noch so robuster nationaler Immobilienmarkt erweisen.

Unterschiedliche Ausgangslagen

Die Zinswende kommt aber in allen Ländern in ganz unterschiedlicher Gestalt daher - und sie trifft auf völlig unterschiedliche Immobilienmärkte. Ein Vergleich der Ausgangslagen verschiedener Länder gibt Hinweise darauf, welche Immobilienmärkte in der aktuellen Krise besonders exponiert sind und wo man als Eigenheimbesitzer trotz Zinsschock weiterhin ruhig schlafen kann.

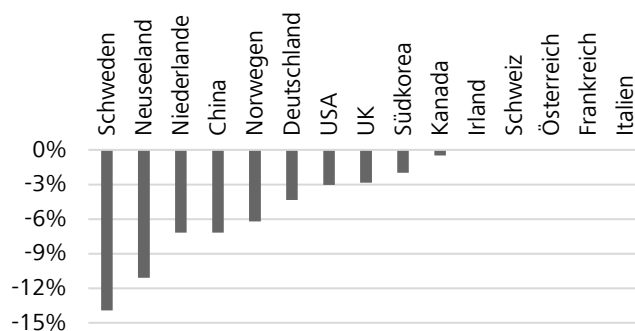
Risikofaktor Preisdynamik

Entkoppeln sich die Immobilienpreise von der Entwicklung fundamentaler Faktoren wie der Lohnentwicklung und dem Wirtschaftswachstum, wird dies gemeinhin als Indiz für eine Immobilienblase gedeutet. Unter anderem infolge der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken, war dies in der letzten Dekade fast auf der ganzen Welt zu beobachten (vgl. Grafik rechts).



Preiskorrekturen am Häusermarkt

Preisrückgang vom jeweiligen Höhepunkt im Jahr 2022

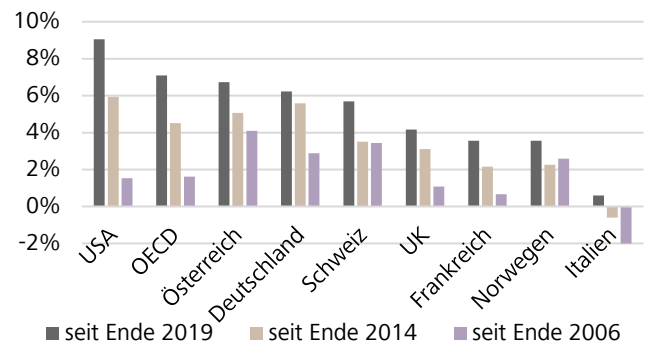


Quelle: diverse Quellen, Raiffeisen Economic Research



Hauspreisentwicklung

Wachstumsrate realer Wohneigentumspreise, annualisiert



Quelle: OECD, Raiffeisen Economic Research

Nach überstandener Finanz- und Schuldenkrise sind die Immobilienpreise in den entwickelten Volkswirtschaften äusserst dynamisch gestiegen. Seit Beginn der Coronapandemie hat sich in fast allen Ländern die bereits sehr hohe Preisdynamik sogar noch deutlich akzentuiert. Diese globalen Entwicklungen waren in ähnlicher Form auch in der Schweiz zu beobachten. Von der Finanz- und Schuldenkrise kaum betroffen, war die langfristige Preisdynamik seit 2006 hierzulande zwar höher als im Schnitt der OECD-Länder. Seit 2014 wachsen die Immobilienpreise aber dafür etwas weniger dynamisch als in den anderen entwickelten Volkswirtschaften. Auch der Pandemieboom war in der Schweiz deutlich spürbar, trotz ebenfalls sehr hoher Preiswachstumsraten jedoch etwas weniger stark ausgeprägt als im OECD-Schnitt. Beim beliebten Blasenindikator «hohe Preisdynamik» markiert die Schweiz trotz äusserst dynamisch steigender Preise also keineswegs einen Sonderfall. Sie rangiert im internationalen Vergleich lediglich im Mittelfeld.

Preisniveau als Absturzpotential

Eine ausserordentlich hohe Preisdynamik war in den letzten Jahren insbesondere in Ländern mit im internationalen Vergleich noch relativ guter Erschwinglichkeit der Eigenheime zu beobachten, zum Beispiel in den USA, Australien, Kanada und Neuseeland. In diesen Ländern ist das Immobilienpreisniveau verglichen mit dem Einkommensniveau auch nach den satten Preisanstiegen immer noch tief. So muss ein Haushalt in den USA nur etwas mehr als 4.5 Jahre arbeiten, um insgesamt so viel zu verdienen, wie eine typische 90m²-Wohnung kostet (vgl. Grafik links). Dies obwohl sich die Häuserpreise seit ihrem auf die Subprimekrise folgenden Tiefpunkt im Jahr 2012 mehr als verzweieinhalbmal haben. In Italien hingegen, wo die Immobilienpreise vor der Pandemie jahrelang sanken, ist die Erschwinglichkeit mit über elf Arbeitsjahren trotz Sinkflug

der Preise viel schlechter als in den meisten anderen Ländern Europas. In der Schweiz muss heute rund 8.9 Jahre für diese Musterwohnung gearbeitet werden. Damit klassiert sich die Schweiz auch beim Indikator «Erschwinglichkeit» im Mittelfeld, jedoch deutlich vor all ihren Nachbarländern. Unsere hohen Löhne rechtfertigen das herrschende Immobilienpreisniveau also - zumindest, wenn man den Vergleich mit dem Ausland als Bewertungsmaassstab heranzieht. Das Absturzpotential vom herrschenden Preisniveau ist verglichen mit unseren Nachbarländern damit eher gering. Immobilien sind hierzulande im internationalen Vergleich zwar auch nach der hohen Preisdynamik der letzten Jahrzehnte nicht besonders teuer. Jedoch hat sich die Erschwinglichkeit hierzulande im Vergleich zum langfristigen Mittelwert etwas mehr verschlechtert als im Schnitt der Industrieländer. Das Verhältnis der Immobilienpreise zu den Einkommen liegt heute in der Schweiz aufgrund der im internationalen Vergleich eher schwachen Lohndynamik 27% höher als im Schnitt seit dem Jahr 1980. In der OECD beträgt dieser «Entkoppelungsfaktor» der Löhne von den Immobilienpreisen 22% (vgl. Grafik rechts).

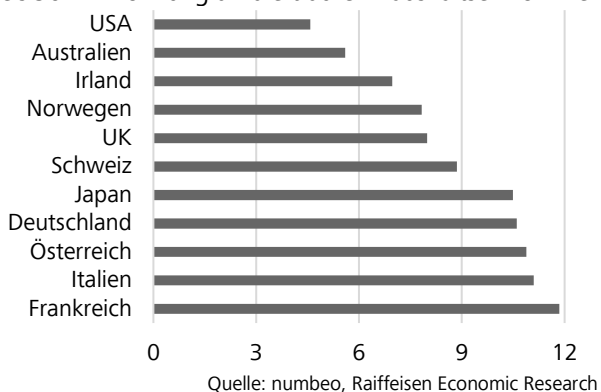
Immobilienkauf auf Pump

Die Schweiz gehört zusammen mit einigen Ländern Nordeuropas traditionell zu den Ländern mit der höchsten privaten Verschuldung pro Kopf. Auch beim Verhältnis von Schulden zum Haushaltseinkommen belegt die Schweiz einen Platz in der Spitzengruppe (vgl. oberste Grafik auf der nachfolgenden Seite). Unbestritten bergen hohe Schulden, alle anderen Faktoren ausgeblendet, höhere Risiken für die Finanzstabilität. Denn wenn die Zinsen steigen, werden die Haushalte mit steigender Schuldenlast stärker belastet. Bei mit Zinsanstiegen meist einhergehenden Bewertungskorrekturen droht zudem bei hoher Verschuldung vergleichsweise früher eine Unterdeckung des Kredits durch eine Wertberichtigung des Belehnungsobjektes. Eine aus dem



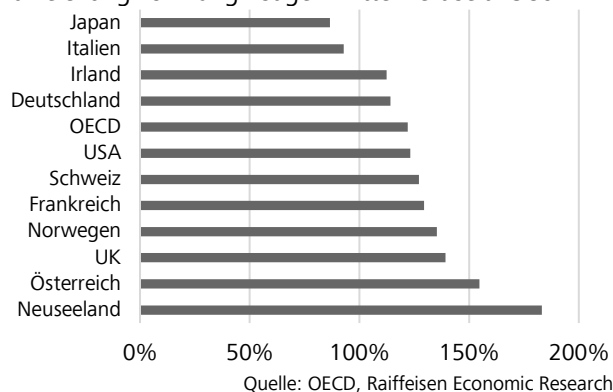
Erschwinglichkeit

Preis 90m²-Wohnung dividiert durch Haushaltseinkommen



Veränderung Erschwinglichkeit

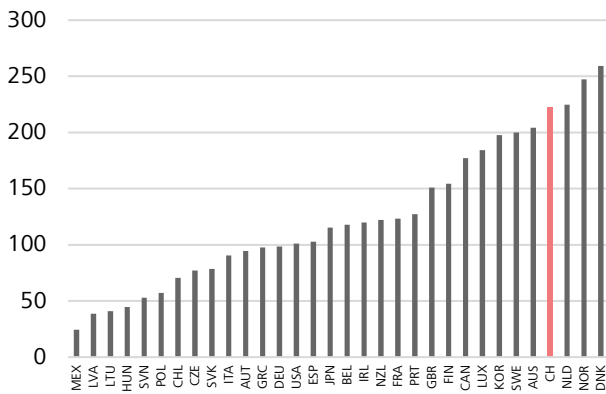
Abweichung vom langfristigen Mittelwert seit 1980





Schuldenhöhe

Schulden in % des Haushaltseinkommens

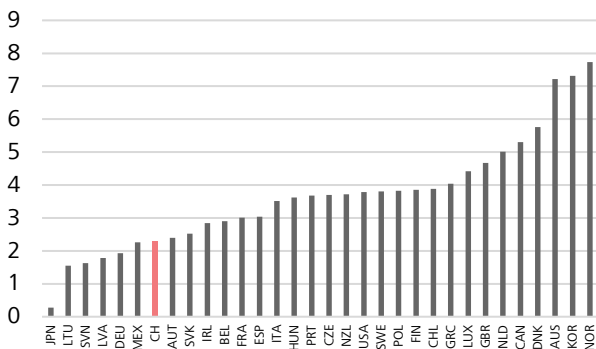


Quelle: OECD, Raiffeisen Economic Research



Schuldenbelastung

Schulden multipliziert mit Zinsniveau (10-jährige Staatsanleihe per Ende 2022) in % des Haushaltseinkommens

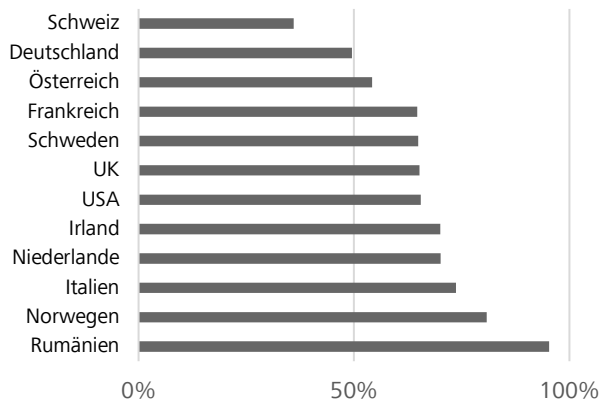


Quelle: OECD, Raiffeisen Economic Research



Eigentumsquote

Anteil in Wohneigentum lebender Haushalte



Quelle: BFS, Eurostat, Raiffeisen Economic Research

Ruder laufende Hypothekarvergabe war denn auch in der Vergangenheit häufig verantwortlich für Immobilienspekulationsblasen – und deren Platzen schliesslich Auslöser für Wirtschaftskrisen.

Tiefe Zinsen als Schuldenanreiz

Die isolierte Betrachtung der Schuldenquoten überschätzt das Schuldenrisiko hierzulande jedoch. Denn in der Schweiz stehen den Schulden eben auch weltweit mit zu den höchsten gehörende Vermögen entgegen. Zudem ist die Zinsbelastung der Haushalte dank des strukturell tieferen Zinsniveaus trotz hoher Schuldensumme tiefer als in fast allen anderen Ländern (vgl. mittlere Grafik). Natürlich gibt es keine Garantie, dass die Zinsen hierzulande immer tiefer bleiben als im Ausland. Aber es gibt wohl kaum jemanden, der darauf wetten würde, dass die Zinsen in der Schweiz bald stärker steigen als im Ausland. So gesehen können wir Schweizer uns hohe Schulden für wenig Geld leisten. Dank unserer starken Währung, unserer Haushaltsdisziplin und der Tatsache, dass die Schweiz in Krisenzeiten meist ein sicherer Hafen für Kapital ist. Dies führt in der Regel dazu, dass unser Zinsniveau in Krisenzeiten erst recht tiefer liegt und als eine Art automatischer Stabilisator für den Immobilienmarkt fungiert. Zinsschocks kommen hierzulande meist nur gedämpft und mit einer geringeren Amplitude bei den Hypothekenehmern an als im Ausland. Neben dem tiefen Zinsniveau macht(e) der hierzulande zulässige Abzug der Schuldzinsen vom steuerbaren Einkommens Schuldenmachen attraktiv. Bei steigendem Zins wird auch der Zinsabzug steigen, wodurch auch Zinsanstiege nur gedämpft auf das Haushaltsbudget schlagen – ein zusätzlicher automatischer Stabilisator gegen Zinsschocks (vgl. dazu Eigentumsteil dieser Publikation).

Tiefe Eigentumsquote als Stabilisator

Hinzu kommt, dass sich die Schulden hierzulande auf wenige Eigentümer konzentrieren, denn die Wohneigentumsquote der Schweiz ist sehr tief (vgl. unterste Grafik). Auf den ersten Blick erscheint dies als zusätzliches Klumpenrisiko für die betroffenen Eigentümer. In der Schweiz ist Wohneigentum jedoch mittlerweile ein Privileg der vermögenden und einkommensstarken Haushalte. Einkommensschwache Haushalte haben seit längerem keine Chance mehr eine Hypothek für den Erwerb eines Eigenheims zu erhalten. Das mag gesellschaftlich eine unerwünschte Nebenwirkung der äusserst strikten Eigenkapital- und Tragbarkeitsanforderungen sein. Mit Fokus auf die Finanzstabilität ist dies jedoch positiv zu beurteilen. Denn in Krisenzeiten leiden die ärmeren Haushalte deutlich mehr als die wohlhabenden. Sie sind stärker von höherer Inflation und Arbeitslosigkeit betroffen und ausserdem können sie im Notfall kaum auf Ersparnisse zurück-

greifen. So besteht in Ländern mit höherer Eigentumsquote ein höheres Risiko für Zahlungsausfälle und Notverkäufe von Immobilien, denn dort haben viel breitere Teile der Bevölkerung Zugang zum Eigenheimmarkt – und damit auch zum entsprechenden Kreditmarkt.

Schuldensumme kaum entscheidend

Im Unterschied zu den meisten anderen Ländern müssen Hypothekarschulden in der Schweiz zudem nicht vollständig amortisiert werden. Beim Wohneigentum genügt hierzulande eine Rückführung auf zwei Drittel des Belehnungswertes. Die Restschuld kann theoretisch bis in alle Ewigkeit stehen gelassen werden. Von dieser Möglichkeit machen in der Schweiz sehr viele Eigentümer, u.a. aus steuerlichen Gründen, Gebrauch. Diese Restschulden sind aber aus Sicht der Finanzstabilität viel weniger problematisch als Belehnungen über 66%. Das Schuldenniveau in der Schweiz ist also vor allem auch darum so hoch, weil die Schulden nicht noch unter einen bereits deutlich weniger risikoreichen Level von zwei Drittel zurückgeführt werden müssen. Die vollständige Rückführung der Hypothekarschuld, wie sie in den meisten Ländern gefordert wird, ist ab dem Unterschreiten einer gewissen Schwelle der Finanzstabilität aber nur noch in geringerem Masse förderlich. Relevant ist also vor allem das Tempo mit welchem Neuerwerber die anfänglich häufig hohe Belehnungsquote reduzieren müssen.

Nur ein Zinsschöckli?

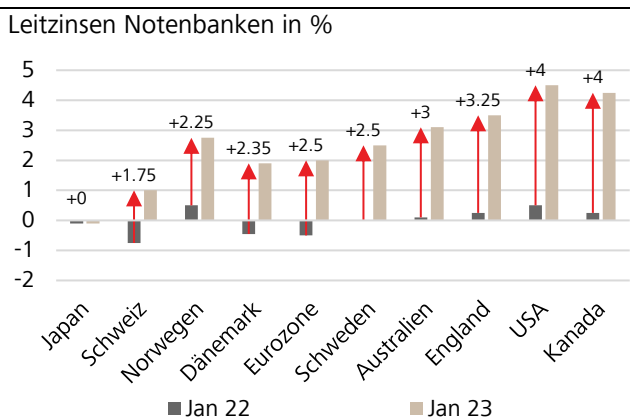
In der Schweiz ist das Zinsniveau viel tiefer als in den meisten anderen Ländern. Weil derzeit die Inflation hierzulande viel tiefer als im Ausland ist, musste die Nationalbank die Zinsen zudem weniger stark als die meisten anderen wichtigen Zentralbanken erhöhen (vgl. Grafik links). Auch in der aktuellen Inflationskrise zeigt sich die Schweiz damit wieder einmal äusserst krisenresistent. Und auch der Blick in die Zukunft stimmt zuversichtlich. Während die Zentral-

banken in den meisten Währungsräumen gemäss Markterwartungen noch weiter kräftig nachlegen müssen, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen, dürfte in der Schweiz das vorläufige Ende des Zinszyklus beim aktuellen Niveau bereits fast erreicht sein. Damit dürften sich insgesamt die Finanzierungsbedingungen für Immobilien viel weniger stark verschlechtern als andernorts. Dies reduziert den Druck auf die Immobilienpreise im Vergleich zu den meisten anderen Ländern deutlich.

Geldmarkthypotheken als Risikofaktor?

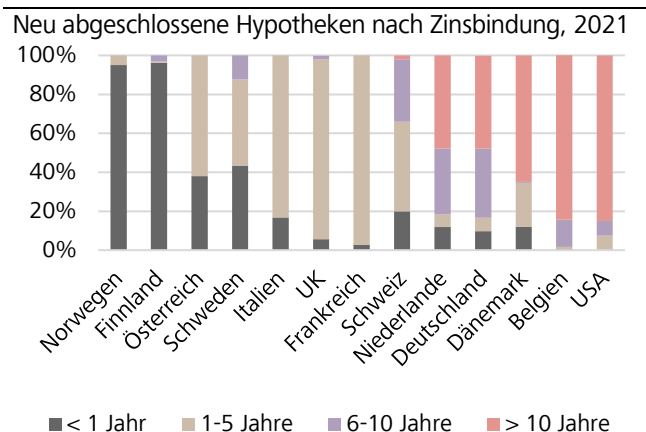
In der Schweiz ist seit dem Anstieg der Langfristzinsen ein Run auf SARON-Hypotheken im Gange. Während Festhypotheken zuvor rund 80% des Hypothekarvolumens ausmachten, schliessen die Hypothekarneher seit Mitte Jahr mehrheitlich Geldmarkthypotheken ab. SARON-Finanzierungen haben deutlich an Attraktivität gewonnen, weil die kurzfristigen Zinsen weniger stark gestiegen sind als diejenigen für Festhypotheken. Damit können die Hypothekarneher den «Zinsschock» momentan abfedern. Dies hat sicherlich dazu beigetragen, dass sich bei den Immobilienpreisen bislang noch wenig bewegt hat. Denn die tatsächlichen Finanzierungskosten sind für die meisten Eigenheimbesitzer bisher noch kaum gestiegen. So kosten SARON-Hypotheken erst mit dem letzten Zinsschritt der SNB im Dezember heute mehr als der Abschluss, der vor der Zinswende beliebten 10-jährigen Festhypothek Anfang 2022 gekostet hat. Auch der Durchschnittssatz der auslaufenden und nun zu erneuernden Hypotheken lag erst Ende Jahr tiefer als der Zins für eine SARON-Finanzierung. Die hierzulande freie Wahl bei der Zinsbindung erweist sich so als zumindest kurzfristig stabilisierend für die Eigenheimpreise. In einigen anderen Ländern hat man aus institutionellen Gründen kaum eine Wahl und muss faktisch jeweils Hypotheken mit längerer Zinsbindung abschliessen (vgl. Grafik rechts).

Leitzinserhöhungen



Quelle: diverse Quellen, Raiffeisen Economic Research

Finanzierungsstruktur Hypotheken



Quelle: EMF, Raiffeisen Economic Research

Zeitweise musste die in den USA übliche 30-jährige Fixed-Rate-Mortgage mit fast 7% verzinst werden (vgl. Grafik unten links). Kein Wunder reagiert da der Markt, insbesondere der für Neuerwerbende, heftiger als wenn, wie in der Schweiz, attraktive Ausweichmöglichkeiten bestehen. Vorteilhaft sind Systeme mit langfristiger Zinsbindung wie in den USA lediglich für bestehende Hypothekarschuldner - und dies auch nur bei einem starken Zinsanstieg mit danach langanhaltend stark erhöhtem Zinsniveau. Sie sind länger vor Zinsanstiegen geschützt. Bleiben die Zinsen anhaltend hoch, würden diese in der Schweiz in so einem Szenario dann stärker und schneller als beispielsweise in den USA, Belgien oder Dänemark auf die Eigentümer durchschlagen. Denn in diesen Ländern sind in der Vergangenheit viel mehr Hypotheken mit einer sehr langfristigen Zinsbindung abgeschlossen worden. Die Schweiz wies im internationalen Vergleich vor dem Zinsanstieg jedoch keineswegs eine besonders kurze Zinsbindungsdauer auf, sondern rangiert auch hier im Mittelfeld. Hypotheken mit kurzer Zinsbindung von weniger als einem Jahr werden am häufigsten beispielsweise in Norwegen und Finnland abgeschlossen, aber auch unser Nachbarland Österreich weist eine sehr kurze durchschnittliche Zinsbindung seiner Hypotheken auf. Die Preisentwicklung in diesen Ländern sollte man daher besonders im Auge behalten. Noch profitiert die Schweiz vom besten aus beiden Welten: Der Grossteil der Hypothekarschuldner wird dank dem grossen Anteil von Festhypotheken im Hypothekarbestand erst verzögert von höheren Zinsen betroffen sein. Gleichzeitig können diejenigen, die jetzt eine neue Hypothek abschliessen müssen, auf die relativ günstigen SARON-Hypotheken ausweichen und so die Spitzen bei den Finanzierungsbedingungen für langfristige Hypotheken brechen. Auf ein

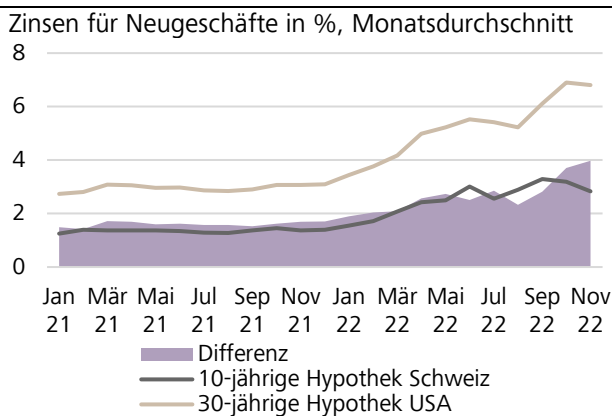
möglicherweise anhaltend höheres Zinsniveau können sich die Schweizer nun wenigstens vorbereiten.

Mietwohnung als sicherer Hafen?

Mit dem Zinsanstieg ist Mieten in der Schweiz mittlerweile günstiger als das Wohnen im neu erworbenen Eigenheim (vgl. Eigentumskapitel dieser Publikation). Auch in anderen Ländern hat sich die relative Attraktivität des Mietwohnungsmarktes mit den steigenden Zinsen erhöht. Zwar manifestiert sich die Inflation in vielen Ländern auch in steigenden Mieten. Jedoch sind die Mietpreisanstiege – verglichen mit dem Anstieg der Finanzierungskosten für Eigenheime – auch in Ländern mit besonders hoher Teuerung klein. Die Attraktivität des Eigenheimmarktes hat sich in denjenigen Ländern am stärksten verschlechtert, in denen die Zinsen am stärksten gestiegen sind. Umgemünzt auf die Schweiz bedeutet dies, dass die Attraktivität des hiesigen Eigenheimmarktes zwar abgenommen hat, jedoch weniger stark als andernorts. Aufgrund des tiefen Zinsniveaus war die Schweiz schon vor der Zinswende eines der Länder mit dem im Vergleich zum Mietwohnungsmarkt attraktivsten Eigenheimmarkt. In der Grafik unten rechts sind die Mietkosten im Verhältnis zu den Hypothekarzinszahlungen für das Jahr 2020 dargestellt. Da in der entsprechenden OECD-Statistik auch Amortisationszahlungen berücksichtigt werden, verzerrt die Statistik das Bild etwas zugunsten der Schweiz. Amortisationszahlungen sind nämlich keine echten Kosten und in der Schweiz wird viel weniger amortisiert als in vielen anderen Ländern. Doch diese liberale Amortisationspraxis ist eben auch ein Attraktivitätsfaktor des Schweizer Eigenheimmarktes. Schweizer Wohneigentümer können ihr Kapital dadurch anderweitig einsetzen als zur erzwungenen Abzahlung ihrer Hypothek. Die Wohneigentumsquote in der Schweiz

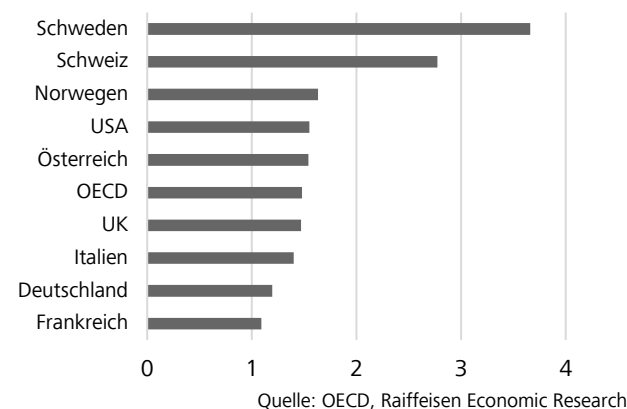


Langfristige Hypothekarzinsen



Relative Attraktivität von Wohneigentum

Mittlere Wohnkostenbelastung eines Mieters im Verhältnis zur mittleren Hypothekarkostenbelastung eines Eigentümers (2020 oder neuste verfügbare)



ist also nicht tief, weil Eigentum hierzulande unattraktiv wäre, im Gegenteil. Sie ist so tief, obwohl Eigentum derart attraktiv ist. Und zwar weil die Eintrittshürden in den Markt für Neuerwerber so hoch sind (vergleiche dazu Immobilien Schweiz 2Q21, wo wir aufzeigten, dass die Schweiz eines der weltweit strengsten Eigenkapital- und Tragbarkeits-Regime für Neuerwerber kennt). So unfair dieses Regime manche empfinden, ist es natürlich der Stabilität des hiesigen Marktes förderlich. Denn sanken die Preise, stünden in der Schweiz viele bei tieferem Preisniveau eigentumsfähige Eigentümer Schlange, um die auf den Markt kommenden «Schnäppchenhäuser» aufzukaufen. Aber angesichts der stabilen Aussichten am Eigenheimmarkt wird dieses Wunschscenario für Mieter, die Eigentümer werden wollen, wohl Fantasie bleiben. Aufgrund der hierzulande auch im Mietwohnungsmarkt sehr tiefen Zahl leerstehender Wohnungen wären Fluchtbewegungen von Eigentümern in Mietwohnungen in der Schweiz aber ohnehin viel schwieriger als in fast allen anderen Ländern. Und ob sich so eine Flucht mittel- und langfristig finanziell überhaupt rechnet, ist alles andere als ausgemacht. Denn bereits in der zweiten Jahreshälfte stehen auch in der Schweiz Mietzinserhöhungen an.

Knappheit schlägt Zinsen

Trotz extrem tiefer Leerstände im Schweizer Wohnungsmarkt wird hierzulande im internationalen Vergleich wenig gebaut. Die Zahl der 2021 erteilten Baubewilligungen ist in der Schweiz tiefer als in fast allen entwickelten Volkswirtschaften (vgl. Grafik links). Knappes Bauland und eine noch immer verdichtungshemmende Bau- und Zonenordnung verhindern in der Schweiz eine dringend nötige Angebotsausweitung. Während die Angebotsausweitung in der Schweiz auch künftig äusserst bescheiden ausfallen wird, ist gleichzeitig die Nachfrage durch die Zuwanderung extrem hoch. Die Schweiz ist nämlich eines der am schnellsten wachsenden entwickelten Länder (vgl. Grafik rechts). Und am aktuellen Rand zeichnet sich sogar eine Beschleunigung der Bevölkerungsdynamik

ab. In wirtschaftlich unsicheren Zeiten ist die Schweiz auch in dieser Hinsicht ein sicherer Hafen und entsprechend attraktiv für Zuwanderer. Auch im internationalen Vergleich bleibt damit Knappheit das dominierende Thema im Schweizer Wohnungsmarkt.

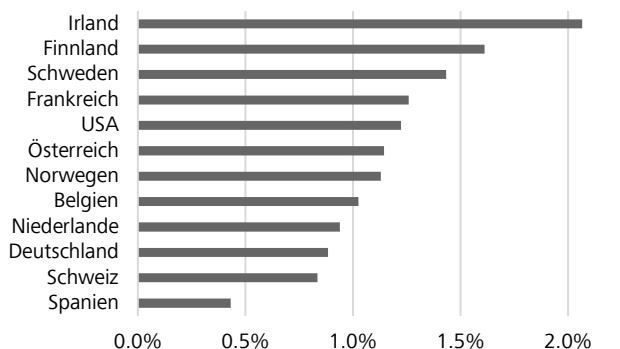
Dank dieser Knappheit, des tiefen Zinsniveaus und der im Zaum gehaltenen Inflation sind die Risiken im Schweizer Eigenheimmarkt im internationalen Vergleich gering. Zwar werden die steigenden Zinsen die Nachfrage auch hierzulande etwas drosseln, jedoch deutlich weniger stark als im Ausland, denn der Zinsanstieg wird viel weniger stark ausfallen als in den meisten anderen Ländern. Leicht sinkende Eigenheimpreise wie in einigen anderen Ländern sind aber natürlich auch in der Schweiz kurzfristig nicht auszuschliessen, jedoch dürfte sich der Schweizer Markt aufgrund seiner beschriebenen, einzigartigen Charakteristika abermals als einer der krisenresistentesten der Welt erweisen. Für bestehende Wohneigentümer ist das eine gute Nachricht. Für Schnäppchenjäger, die nun bereits Morgenluft zu wittern glauben, dürften sich die Hoffnung auf wesentlich tiefere Preise jedoch zerschlagen.

Aber auch die Risiken in vielen Ländern mit stark gesunkenen Preisen müssen stets kontextualisiert betrachtet werden. So liegen die Preise auch nach den jüngsten Rücksetzern fast überall noch deutlich über dem Niveau von vor der Covid-Pandemie. Solche Rückschläge muss jeder – nicht spekulative – Immobilienmarkt verkraften können. Dass die Zinsen nicht ewig tief bleiben würden, war zu erwarten und diese Erwartung spiegelt sich spätestens seit der Subprimekrise auch in der Praxis der Hypothekervergabe der Kreditinstitute auf der ganzen Welt. Es lohnt sich aber die Entwicklungen an den internationalen Immobilienmärkten weiter genau zu beobachten. Krisen liefern stets lehrreiche Erkenntnisse und können bislang verborgene Schwächen eines Marktes offenlegen – möglicherweise auch des bislang so robusten schweizerischen Eigentumsmarktes.



Baubewilligungen

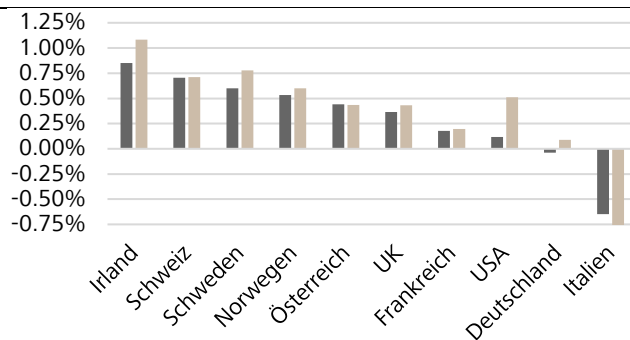
Bewilligte Wohnungen in % des Wohnungsbestandes 2021



Quelle: Docu-Media, EMF, Raiffeisen Economic Research

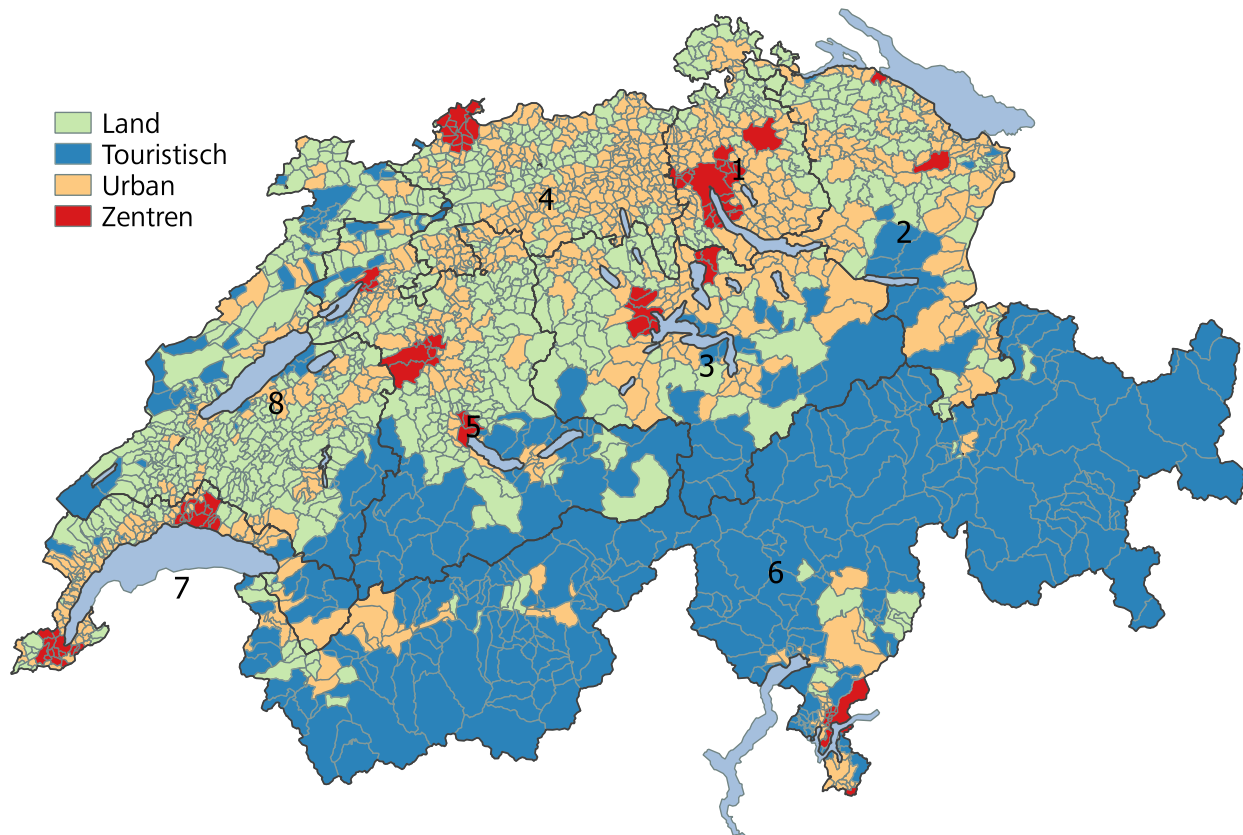


Bevölkerungswachstum



■ Bevölkerungswachstum 2021
 ■ Durchschnittliches Bevölkerungswachstum seit 2019
 Quelle: Weltbank, Raiffeisen Economic Research

Gemeindetypen und Regionen



| | Leerwohnungsziffer (2022) in % | | | | | Baubewilligungen (2021) in % des Wohnungsbestands | | | | |
|-------------------|-----------------------------------|---------|-------|------|-------|--|---------|-------|------|-------|
| | Total | Zentren | Urban | Land | Tour. | Total | Zentren | Urban | Land | Tour. |
| Schweiz | 1.3 | 0.8 | 1.6 | 1.5 | 1 | 0.8 | 0.8 | 1 | 0.9 | 0.4 |
| 1 Zürich | 0.7 | 0.4 | 1 | 1.2 | - | 1 | 0.9 | 1.2 | 1.1 | - |
| 2 Ostschweiz | 1.6 | 2.2 | 1.6 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.5 | 1 | 1 | 0.6 |
| 3 Innerschweiz | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.7 | 0.9 | 0.6 | 1 | 1.2 | 0.9 |
| 4 Nordwestschweiz | 1.6 | 1.1 | 1.9 | 1.5 | 3.5 | 1.1 | 0.9 | 1.1 | 0.9 | 0.9 |
| 5 Bern | 1.4 | 0.9 | 2 | 1.7 | 1 | 0.5 | 0.4 | 0.7 | 0.6 | 0.3 |
| 6 Südschweiz | 1.9 | 3.9 | 2.7 | 2.5 | 1 | 0.6 | 0.5 | 1.1 | 1.3 | 0.3 |
| 7 Genfersee | 0.7 | 0.5 | 0.9 | 1.5 | 1.3 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 0.2 |
| 8 Westschweiz | 2 | - | 2.2 | 1.8 | 1.1 | 0.8 | - | 0.8 | 0.8 | 0.7 |

| | Bevölkerung (2021) Ständige Wohnbev., Total und in % | | | | | Steuerbares Einkommen (2018) Durchschnitt, in CHF | | | | |
|-------------------|---|---------|-------|------|-------|--|---------|--------|--------|--------|
| | Total | Zentren | Urban | Land | Tour. | Total | Zentren | Urban | Land | Tour. |
| Schweiz | 8'738'791 | 30.2 | 49.5 | 14.2 | 6.1 | 62'000 | 65'000 | 63'000 | 56'000 | 48'000 |
| 1 Zürich | 1'648'657 | 49.7 | 43.7 | 6.5 | - | 71'000 | 72'000 | 70'000 | 64'000 | - |
| 2 Ostschweiz | 958'205 | 10.3 | 70.2 | 17.5 | 2 | 56'000 | 54'000 | 57'000 | 56'000 | 47'000 |
| 3 Innerschweiz | 862'138 | 26.9 | 51.6 | 17.6 | 3.9 | 73'000 | 74'000 | 78'000 | 58'000 | 60'000 |
| 4 Nordwestschweiz | 1'461'637 | 23.7 | 66.5 | 9.7 | 0.1 | 63'000 | 70'000 | 61'000 | 60'000 | 74'000 |
| 5 Bern | 1'040'083 | 35.6 | 38.9 | 20.1 | 5.3 | 53'000 | 55'000 | 53'000 | 49'000 | 50'000 |
| 6 Südschweiz | 825'715 | 11.6 | 40.3 | 6.3 | 41.9 | 49'000 | 63'000 | 50'000 | 45'000 | 46'000 |
| 7 Genfersee | 1'117'420 | 60.7 | 30.6 | 4.9 | 3.9 | 67'000 | 60'000 | 84'000 | 75'000 | 50'000 |
| 8 Westschweiz | 824'936 | - | 52.7 | 42.8 | 4.5 | 53'000 | - | 53'000 | 54'000 | 51'000 |

Verwendete Abkürzungen

| | | | |
|--------------|--|--------------|---|
| ARE | Bundesamt für Raumentwicklung | KOF | Konjunkturforschungsstelle |
| BFS | Bundesamt für Statistik | REIDA | Real Estate Investment Data Association |
| BFF | Ehemaliges Bundesamt für Flüchtlinge | SFP | Swiss Finance and Property |
| BWO | Bundesamt für Wohnungswesen | SBV | Schweizerischer Baumeisterverband |
| ESTV | Eidgenössische Steuerverwaltung | SECO | Staatssekretariat für Wirtschaft |
| efd | Eidgenössisches Finanzdepartement | SEM | Staatssekretariat für Migration |
| EMF | European Mortgage Federation | SNB | Schweizerische Nationalbank |
| FINMA | Finanzmarktaufsicht | SRED | Swiss Real Estate Datapool |
| FRED | Federal Reserve Economic Research Database | OECD | 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.