

Das Wichtigste in Kürze

Alternativlos	2
----------------------	---

Marktsegmente

Einfamilienhäuser	3
--------------------------	---

Stockwerkeigentum	5
--------------------------	---

Mietwohnungen	7
----------------------	---

Fokus

Tiefe Zinsen drücken Mieten	9
------------------------------------	---

Marktumfeld

Wirtschaftliche Rahmenbedingungen	11
--	----

Finanzierungsumfeld	12
----------------------------	----

Immobilienanlagen	13
--------------------------	----

Bauwirtschaft	14
----------------------	----

Anhang	15
---------------	----

Alternativlos

Erstmals publiziert Raiffeisen hier hedonische Immobilienpreisindizes, welche auf Daten des SRED (Swiss Real Estate Data Pool) und eigenen Transaktionsdaten beruhen. Raiffeisen verfügt damit über einen der grössten Datensätze schweizweit, was der Plausibilität von Schätzungen hedonischer Preisindizes äusserst dienlich ist. Das Wachstum der Eigenheimpreise hat sich demnach im ersten Quartal 2016 wieder etwas beschleunigt. Man kann es nicht anders ausdrücken: Der nun schon über zwei Dekaden währende Superzyklus des Schweizer Immobilienmarktes ist einfach nicht tot zu kriegen und der Landeanflug verzögert sich zum wiederholten Mal. 2008 und 2011 waren es Finanz- und Euroraum-Schuldenkrise und Anfang 2015 die Aufhebung der Wechselkursuntergrenze, die den Markt Durchstarten liessen. Und zum Jahresauftakt 2016 wurden die Anleger durch den Kursrutsch an den Aktienmärkten wieder ins Betongold gelockt - egal ob als Eigennutzer oder Investor. Es steht ausser Frage, dass Immobilienengagements angesichts der wiederkehrenden Finanzmarktunruhen schlichtweg alternativlos sind, zumal die Zinsen seit dem Sommer 2015 abermals den Rückwärtsgang eingelegt haben.

Warteschleife

Die sanfte Landung am Eigenheimmarkt verzögert sich damit nochmals. An unserer grundsätzlichen Einschätzung ändert dies jedoch nichts. Der Markt fliegt lediglich noch eine zusätzliche Warteschleife. Im Zuge der verschärften Regulierung kann heute mit Fug und Recht davon ausgegangen werden, dass nur noch Haushalte Eigentum erwerben, welche die strengereren Tragbarkeitsauflagen vollends erfüllen. Von Spekulation ist auch weit und breit keine Spur und (nur) die könnte dem Markt letztlich gefährlich werden. So lange aber Leute Eigentum erwerben, das sie auch problemlos finanzieren - so teuer es auch sein mag - besteht nach unserer Einschätzung kein Anlass zu Besorgnis. Es ist auch ruhiger geworden um die ominöse Eigenheim-

blase. Vom vielerorts befürchteten Crash des Immobilienmarktes hört man gegenwärtig kaum mehr etwas, weder in den Medien noch seitens SNB oder Finanzmarktaufsicht. Viel Rauch um nichts also?

Problemkind Mietwohnungsmarkt

Nicht ganz, besser gesagt am falschen Ort. Uns bereitet der Mietwohnungsmarkt mehr Kopfzerbrechen. Denn trotz eines mehr oder weniger freien Falls der Hypothekarzinsen haben die Mieten diese vorgegebene Abwärtsbewegung nicht nachvollzogen. Das überrascht insofern, als die Hypothekarzinsen im herrschenden Referenzzinssatzsystem auch heute noch eine sehr wichtige Komponente der Mietpreisbildung sind. Da auch die Teuerung negativ ist, müssten zumindest die Bestandsmieten schon längere Zeit korrigieren. Doch dies ist nicht der Fall. Lediglich der Aufwärtstrend der Mieten ist mittlerweile zum Stillstand gekommen. Der Markt spielt demnach kaum, wie der Gesetzgeber sich das vorstellt, sondern folgt der ökonomischen Logik des Spiels von Angebot und Nachfrage. Da letztere gerade in den boomenden Zentren und Agglomerationen das Angebot bei weitem übersteigt, gelingt es in der Regel die Mieten hoch zu halten. Das führt nun aber zusehend zu Engpässen. Würden in den Zentren die Wohnbaugenossenschaften nicht einen grossen Sockel erschwinglicher Mietwohnungen erstellen, müsste man heute wohl von grösseren Versorgungsengpässen sprechen.

Teuer aber Rendite

Anlageobjekte sind zwar recht teuer, aber genauso alternativlos, weshalb der Markt von Korrekturen (noch) nichts wissen will. Die Zeit der grossen Wertsteigerungen ist zwar vorüber, ein Crash aber wenig wahrscheinlich. Wer auf solide Cashflows blicken kann und nicht auf Wertsteigerungen spekuliert, ist auch heute noch gut beraten, in Immobilien zu investieren. Schliesslich liegen die Renditen gut 350 Basispunkte höher als der Zins für zehnjährige Eidgenossen.

Marktüberblick

Nachfrage		Preiseffekt
Bevölkerung	Zuwanderung trotz leichtem Abwärtstrend auf hohem Niveau; stabile Nachfrage insbesondere nach MFH.	↗
BIP	Kein Einbruch nach Wechselkursschock. Konjunktur läuft aber weiter nur schleppend.	→
Einkommen	Dank moderaten Lohnsteigerungen und Negativsteuerung legt die Kaufkraft weiter zu.	↗
Finanzierungsumfeld	Rekordtiefe Zinsen sorgen weiter für eine gute Tragbarkeit, aber Regulierung erschwert Immobilienerwerb.	→
Anlagen	Renditeliegenschaften bleiben trotz der hohen Preise aufgrund der Tiefzinsen attraktiv.	↗
Angebot		
Bautätigkeit	Baubewilligungen von STWE und v.a. MFH liegen nach Konsolidierung weiter auf hohem Niveau. Bei EFH zeigt die Neubautätigkeit hingegen unverändert nach unten.	→
Leerstände	Leerstandsziffern sind über alle Segmente hinweg von einem tiefen Niveau gestiegen.	→
Preisausblick		
Eigentumspreise	Die Preise sowohl für EFH als auch STWE sollten 2016 - nicht mehr so stark wie in den Boomjahren - aber nochmals robust zulegen.	↗
Mietpreise	Die Angebotsmieten dürften nach der starken Zunahme in den Vorjahren v.a. wegen des erhöhten Angebots 2016 kaum weiter steigen.	→

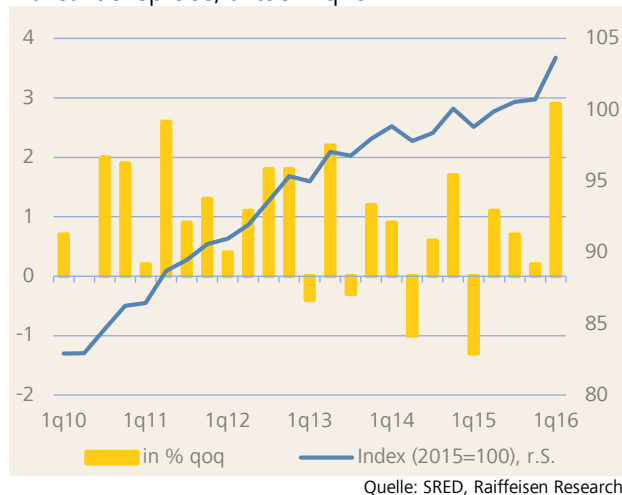
Einfamilienhäuser

Einfamilienhäuser werden teurer und teurer, obwohl der Kreis möglicher Käufer deutlich kleiner geworden ist. Die Neubautätigkeit zeigt aber unverändert nach unten und verhindert einen übermässigen Anstieg der Leerstände.

Einfamilienhäuser (EFH) wurden im ersten Quartal 2016 um hohe 2.9% teurer. Die zuletzt sehr volatilen Daten verzeichneten damit den stärksten Quartalsanstieg seit Anfang 2007. Auch im Vorjahresvergleich hat sich die Preisdynamik zu Jahresbeginn stark auf knapp 5% beschleunigt – deutlich über der Jahreswachstumsrate für 2015 von 1.2%.

Starker Preiszuwachs zu Jahresbeginn

Transaktionspreise, aktuell 1q16



EFH ist mittlerweile Luxusgut

Abgesehen vom jüngsten Preisschub hat sich der Aufwärtstrend in den letzten beiden Jahren allerdings spürbar beruhigt. Dies erscheint aufgrund des sehr hohen Preisniveaus auch nicht verwunderlich. EFH sind mittlerweile so teuer, dass man von einem Luxusgut sprechen kann. Im Vergleich zu Stockwerkeigentum (STWE) muss man für ein EFH einen hohen Preisaufschlag bezahlen. Neben der durchschnittlich grösseren Wohnfläche ist dafür insbesondere die viel grössere Grundstücksfläche verantwortlich – denn die Bodenpreise sind sehr hoch. Ein gekauftes EFH hat aktuell im Durchschnitt eine Grundstücksfläche von etwas über 600 Quadratmeter.

Die hohen Transaktionspreise, landesweit wird mittlerweile im Durchschnitt knapp 1 Mio. CHF bezahlt, haben die Erschwinglichkeit ungeachtet der niedrigen Zinsen erheblich verringert. Mit den verschärften Eigenmittelvorschriften ist vor allem das Aufbringen des notwendigen Eigenkapitals schwieriger geworden. 10% des Kaufpreises müssen in Form von hartem Eigenkapital aufgebracht werden. Gemäss der Vermögensstatistik der ESTV verfügt jedoch weniger als ein Drittel aller Schweizer Haushalte über ein Reinvermögen von mindestens 100'000 CHF. Dies stellt vor allem für junge Familien mit dem Bedürfnis nach mehr Platz eine grosse Herausforderung dar. Oft kann der EFH-Wunsch nur mit

Unterstützung der Eltern, beispielsweise durch Erbvorzug, erfüllt werden. Oder, die Eltern ziehen aus dem mittlerweile zu grossen EFH aus und überlassen dieses ihren Kindern mit deren Familie.

Millioneninvestition

Speziell in Zentren und Agglomerationen liegen die Transaktionspreise oft über 1 Mio. CHF. In den teureren Gemeinden um die Wirtschaftszentren am Genfersee, um Zürich oder Basel ist dieser Anteil nochmals wesentlich höher.

Ungeachtet insgesamt weiter nach oben zeigender Preise, wiesen die EFH-Transaktionen im ersten Quartal, abgesehen von einer Zunahme im Spitzensegment in Zentren, kein höheres Preisniveau auf. Auf dem Land wurde sogar ein spürbar niedrigerer mittlerer Kaufpreis verzeichnet. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die verkauften Objekte zum Jahresbeginn 2016 im Durchschnitt kleiner waren und auch eine weniger gute Lage aufwiesen als in den Quartalen zuvor. Ob sich daraus ein Trend hin zu kleineren Grundstücksflächen und preiswerteren Lagen entwickelt, kann bisher noch nicht abgeleitet werden. Überraschend käme das für uns aber nicht.

Sehr hohe EFH-Preise

Transaktionspreise 1q16, Median und Spitzensegment (90%-Dezil) in CHF, gleitend 4 Quartale, in % qoq

	Median	qoq	Spitzens.	qoq
Zentren	900'000	0.0	1'720'000	1.4
Agglomerationen	900'000	0.0	1'680'000	-1.2
Land	670'000	-1.1	1'130'000	-1.5

Quelle: SRED, Raiffeisen Research

Trotz der in Folge kleinerer Flächen etwas niedrigeren Preise, weist die relativ hohe Anzahl der Suchabonnemente auf eine intakte Nachfrage nach EFH in Zentren und Agglomerationsgemeinden hin. In ländlichen Gemeinden ist der Markt hingegen weniger angespannt.

Die maximale Zahlungsbereitschaft der EFH-Suchenden beträgt bei gut der Hälfte aller Abonnenten maximal 1 Mio. CHF. Insbesondere auf dem Land fällt die Nachfrage für Objekte oberhalb der Millionengrenze stark ab. In den Zentren und Agglomerationsgemeinden gibt es hingegen noch ein grosses Interesse bis zu 2 Mio. CHF. Mit einem höheren Budget sucht aber auch dort nur noch eine Minderheit.

EFH für über 2 Mio. CHF wenig gefragt

Aktive Such-Abos auf 1'000 Einwohner, maximale Zahlungsbereitschaft, 1q16

	<1 Mio	1-2 Mio.	>2 Mio.
Zentren	1.9	1.9	0.3
Agglomerationen	1.4	1.6	0.3
Land	1.7	0.7	0.0

Quelle: Realmatch360, Raiffeisen Research

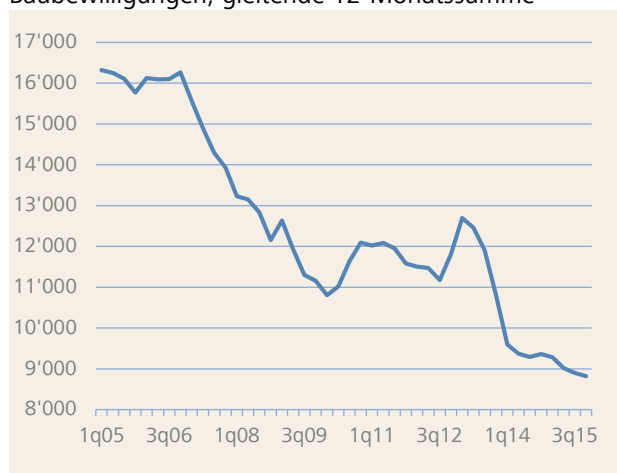
Marktsegmente

Angebot passt sich an

Als Konsequenz der hohen EFH-Preise nehmen die Leerstände zu. Die Zahl leerstehender EFH hat in den letzten beiden Jahren um über 25% zugenommen. Der Anstieg erfolgte jedoch von einem niedrigen Niveau und fällt im Vergleich zu den anderen Marktsegmenten nicht aussergewöhnlich hoch aus. Dies ist auf den ersten Blick eigentlich erstaunlich, da Wohnungssuchende, die sich den Traum vom EFH nicht mehr erfüllen können, vermehrt STWE und Mietwohnungen nachfragen. Stabilisierend wirkt im EFH-Markt aber das rückläufige Angebot. Während der Neubau in den anderen Segmenten sich auf einem hohen Niveau hält, zeigen die Baubewilligungen von EFH anhaltend nach unten.

EFH-Produktion nimmt weiter ab

Baubewilligungen, gleitende 12-Monatssumme



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

Ende des abgelaufenen Jahres betrug der Rückgang gegenüber Vorjahr mehr als 5%. Im Vergleich zum Hoch von vor 10 Jahren hat sich die Zahl der Baubewilligungen für EFH damit nahezu halbiert.

Regional differenzierte Preisdynamik

Regional zeigt sich bei der Preisdynamik ein differenziertes Bild. In der Ostschweiz und am Genfersee waren die Preise zuletzt rückläufig. In den anderen Grossregionen zeigten die Daten hingegen ein anhaltend robustes Preiswachstum. In der Region Bern ist zu Jahresbeginn sogar eine weitere Preisbeschleunigung von einem niedrigeren Niveau aus zu beobachten.

Regionale EFH-Preisentwicklung

Transaktionspreise, Index (2015=100), 1q16,

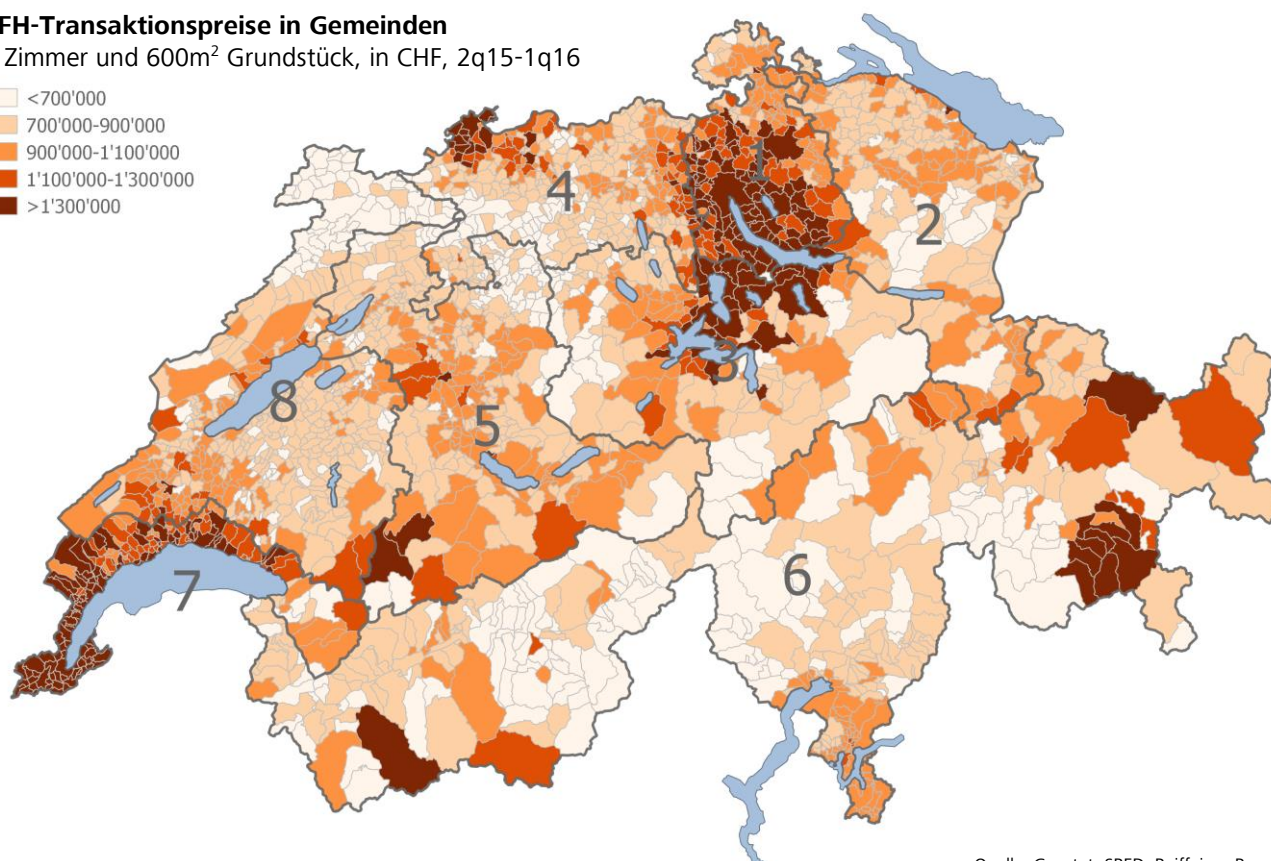
Aktuelle Entwicklung: gleitend 4 Quartale, in % yoy

	Index	Ø 10-14	Aktuell
Schweiz	103.7	4.0	2.5
1 Zürich	103.7	4.5	2.9
2 Ostschweiz	104.3	5.4	-2.2
3 Innerschweiz	103.7	5.6	3.2
4 Nordwestschweiz	104.0	4.5	3.2
5 Bern	103.5	3.6	4.1
6 Südschweiz	105.6	4.0	1.7
7 Genfersee	95.8	2.5	-2.6
8 Westschweiz	104.5	4.1	3.1

Quelle: SRED, Raiffeisen Research

EFH-Transaktionspreise in Gemeinden

5 Zimmer und 600m² Grundstück, in CHF, 2q15-1q16



Quelle: Geostat, SRED, Raiffeisen Research

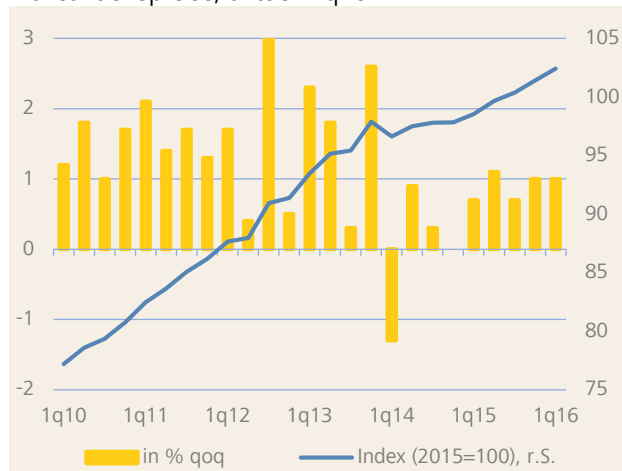
Stockwerkeigentum

Die Stockwerkeigentumspreise ziehen weiter kontinuierlich an. Die Finanzmarkturbulenzen haben der Nachfrage nach "Betongold" Rückenwind verliehen. Und die Eigentumsnachfrage verschiebt sich weiter Richtung Stockwerkeigentum.

Die Preise für Stockwerkeigentum (STWE) sind im ersten Quartal 2016 um 1.0% angestiegen, ähnlich stark wie in den Vorquartalen. Im Vorjahresvergleich betrug das Preiswachstum zu Jahresbeginn damit 3.9%. 2015 legten die Preise um 2.6% zu.

STWE-Preise weiter auf robustem Wachstumspfad

Transaktionspreise, aktuell 1q16



Quelle: SRED, Raiffeisen Research

Von einer Fortsetzung des Booms war noch vor einem Jahr nicht unbedingt auszugehen. 2014 kam das Preiswachstum nahezu zum Stillstand. In der Presse mehrten sich damals Berichte, dass Stockwerkeigentum zunehmend schwieriger zu vermarkten sei. Zum Beispiel konnten in Zürich West etliche neue Luxuswohnungen nicht an den Mann gebracht werden. Speziell die Preise im Spitzensegment in Zentren gaben im ersten Halbjahr 2014 teilweise kräftig nach. Aufgrund steigender Sorgen vor einer Überhitzung wurde im September 2014 zudem die Regulierung der Hypothekenfinanzierung weiter verschärft.

"Betongold" ist gefragt

Wie ist die Kehrtwende also zu erklären? Einerseits dürften die wiederholten Turbulenzen an den Finanzmärkten zur Wiederbeschleunigung des Preiswachstums von STWE beigetragen haben. Zudem wurde im Umfeld weiter sinkender Zinsen der Erwerb von "Betongold" zuletzt nochmals schmackhafter. Immobilienanlagen in STWE an guten, wenig von Leerstand gefährdeten Lagen gelten dabei als krisenfest. Damit überrascht es nicht, dass die mittleren Preise zu Jahresbeginn weiter angezogen haben. Im Spitzensegment wurde im Mittel in Zentren und auf dem Land zuletzt allerdings etwas weniger bezahlt.

Niedrigere Kaufpreise im Spitzensegment

Transaktionspreise 1q16, Median und Spitzensegment (90%-Dezil) in CHF, gleitend 4 Quartale, in % qoq

	Median	qoq	Spitzens.	qoq
Zentren	720'000	0.5	1'550'000	-1.4
Agglomerationen	720'000	2.2	1'320'000	0.0
Land	540'000	0.5	1'040'000	-1.0

Quelle: SRED, Raiffeisen Research

Bedeutung von STWE nimmt weiter zu

Ein Einbruch der STWE-Preise ist trotz der hohen Preise strukturell bedingt nicht angezeigt. Stockwerkeigentum bleibt eine gefragte Wohnform, deren Bedeutung noch zunimmt. Es ist durch den geringeren Landanteil deutlich günstiger als ein EFH. Schweizweit liegt der mittlere Kaufpreis für STWE derzeit um rund ein Viertel niedriger als für EFH. In begehrten Zentren ist die Differenz nochmals wesentlich grösser – in Zürich beispielsweise annähernd 50%. Das hohe Preisniveau zusammen mit der verschärften Regulierung bei der Immobilienfinanzierung lassen den Traum vom grossen, alleinstehenden Eigenheim für die meisten Haushalte in unerreichbare Weiten rücken. Die kalkulatorischen Tragbarkeitsanforderungen beim Immobilienkauf liegen für viele potentielle EFH-Käufer mittlerweile jenseits des Machbaren. Nicht zuletzt junge Haushalte mit beschränkten Eigenmitteln müssen zur Erfüllung des Kaufwunsches damit auf STWE ausweichen. Darüber hinaus wirken zunehmend auch demographische Faktoren. Bei den Babyboomer-Paaren sind die Kinder längst ausgezogen. Ein EFH ist danach zu gross, und eine kleinere Eigentumswohnung ist für viele eine passendere Wohnform.

Der Trend zu kleinerem Wohneigentum spiegelt sich auf der Nachfrageseite wider. Kaufinteressenten suchen aktuell vor allem mittelgrosse Wohnungen, jedoch nicht so stark auf Zentren konzentriert wie auf dem Mietwohnungsmarkt. Dies ist auch nachvollziehbar, denn man zieht nicht vom EFH auf dem Land in die Stadt, sondern bleibt in der Regel in seinem sozialen Umfeld. Und für junge Familien sind in Zentren die Preise für die gewünschte grössere Wohnfläche schlichtweg meist zu hoch.

Mittelgrosse Wohnungen sind gesucht

Aktive Such-Abos auf 1'000 Einwohner, Mindestanzahl gesuchter Zimmer, 1q16

	1-2.5 Z.	3-4.5 Z.	5+ Z.
Zentren	0.7	3.4	1.0
Agglomerationen	0.4	2.5	0.9
Land	0.5	1.7	0.5

Quelle: Realmatch360, Raiffeisen Research

Keine Angebotsschwemme

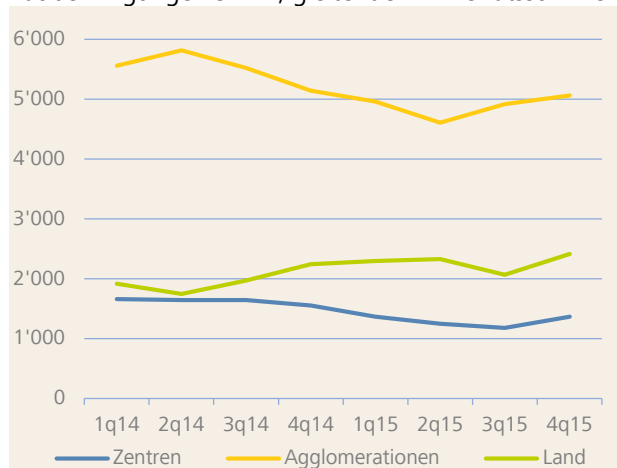
Der soliden Nachfrage nach STWE steht aktuell keine übermässige Ausweitung des Angebots gegenüber. Die Zahl der Baubewilligungen für STWE hat zwar im zweiten Halbjahr 2015 wieder angezogen. Das Niveau bleibt

Marktsegmente

jedoch deutlich hinter den hohen Werten von 2014 zurück. Vor allem in der Agglomeration, die in den letzten Jahren aufgrund von Ausweicheffekten aus den teuren Zentren ein stärkeres Bevölkerungswachstum aufwies, hat sich die Neubauproduktion beruhigt. Am aktuellen Rand ist allerdings wieder einen Anstieg zu verzeichnen.

Wo entstehen Eigentumswohnungen?

Baubewilligungen STWE, gleitende 12-Monatssumme



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

Insgesamt halten wir damit an unserem Szenario der sanften Landung fest. Die jüngste Marktbewegung bei den STWE-Preisen bewerten wir quasi als Warteschleife beim Landeanflug. Da Nachfrage und Angebot nicht sehr weit auseinander liegen, ist jedoch weiterhin keine Bruchlandung angezeigt. Mittelfristig sollte die Preisdynamik sich wieder mehr dem gesamtwirtschaftlichen Wachstumspfad angleichen.

Preisanstiege in allen Regionen

Auch regional war der anhaltende Aufwärtstrend bei den STWE-Preisen zuletzt noch gut abgestützt. In allen Regionen zeigten die Transaktionspreise zu Jahresbeginn weiter nach oben. Die Preisdynamik hat sich insgesamt im Vergleich zu den vorangegangenen Boomjahren deutlich abgeschwächt, bleibt aber solide. Am stärksten fiel die Beruhigung in der Genferseeregion aus. Dort verzeichneten die Preise im letzten Jahrzehnt aber auch die mit Abstand stärkste Dynamik. Auf der anderen Seite hat sich das Preiswachstum in der Region Bern sowie vor allem in der Ostschweiz zuletzt nochmals beschleunigt.

Regionale STWE-Preisentwicklung

Transaktionspreise, Index (2015=100), 1q16,

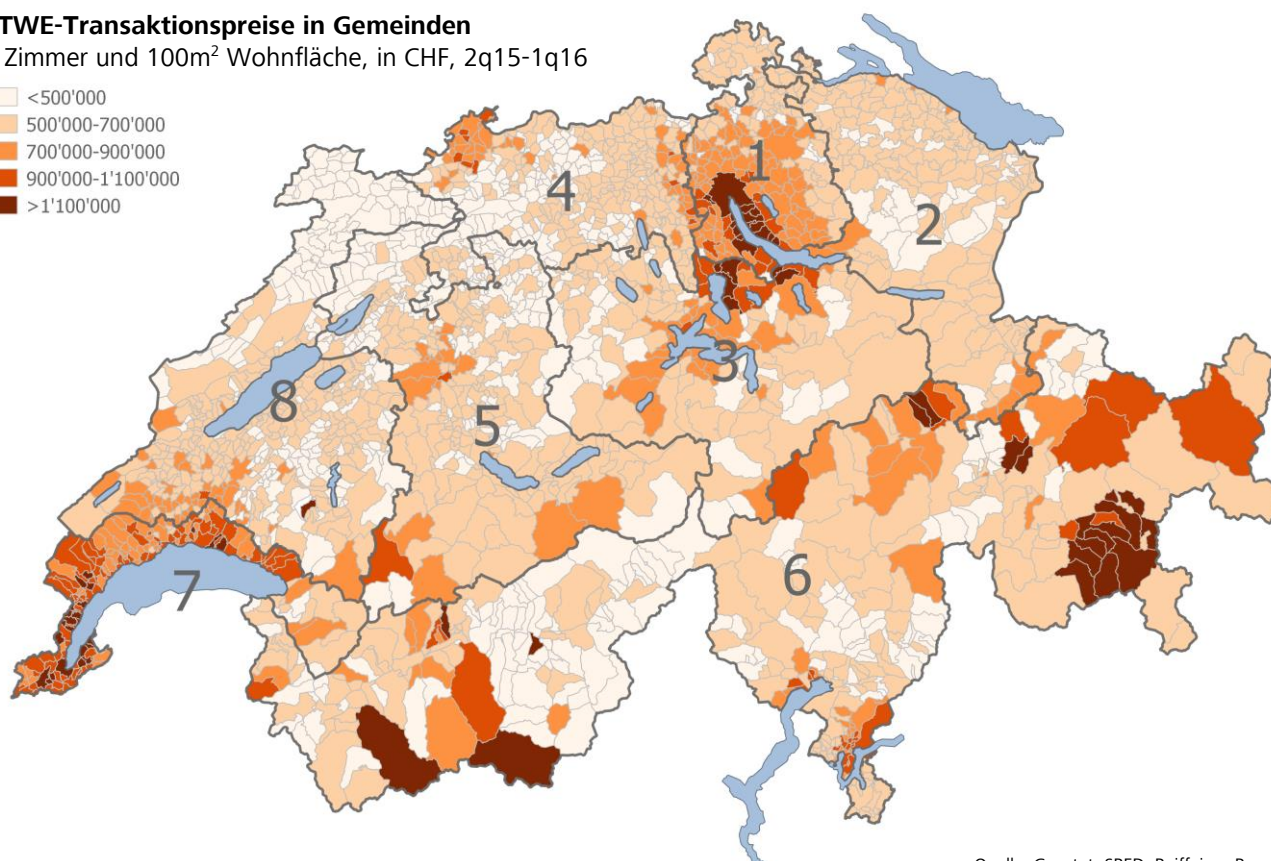
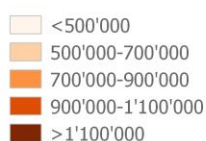
Aktuelle Entwicklung: gleitend 4 Quartale, in % yoy

	Index	Ø 10-14	Aktuell
Schweiz	102.4	5.3	3.1
1 Zürich	101.1	5.7	2.6
2 Ostschweiz	101.2	6.1	6.5
3 Innerschweiz	100.1	5.9	4.1
4 Nordwestschweiz	103.5	5.3	3.9
5 Bern	100.5	3.8	5.9
6 Südschweiz	105.4	5.3	2.7
7 Genfersee	104.5	5.7	1.1
8 Westschweiz	100.2	5.3	5.3

Quelle: SRED, Raiffeisen Research

STWE-Transaktionspreise in Gemeinden

4 Zimmer und 100m² Wohnfläche, in CHF, 2q15-1q16



Quelle: Geostat, SRED, Raiffeisen Research

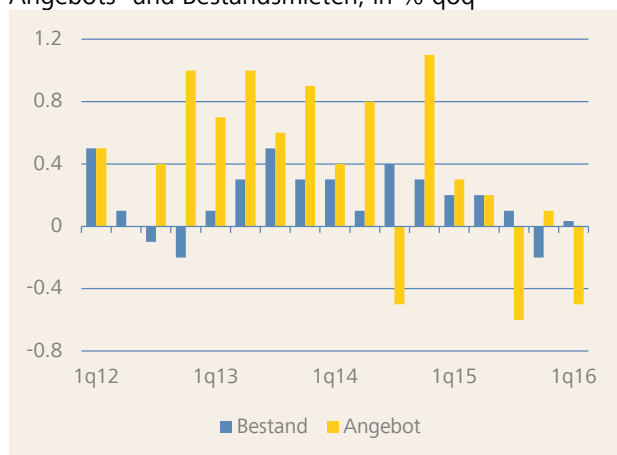
Mietwohnungen

Das Mietpreiswachstum ist zuletzt zum Stillstand gekommen. Die Anpassung des Angebotes an die sich ändernde Nachfrage im Mietwohnungsmarkt ist im Gange. Und in den meisten Hochpreisregionen zeigen sich mehr und mehr die Grenzen der Zahlungsbereitschaft.

Die Mietpreisdynamik ist zum Jahreswechsel nach starken Anstiegen in den Vorjahren zum Stillstand gekommen. Die Angebotsmieten haben im ersten Quartal 2016 erneut korrigiert und liegen damit leicht unter dem Vorjahresniveau – das erste Mal seit 1999. Auch die Bestandsmieten sind nach einem Rückgang im Vorquartal zu Jahresbeginn nur leicht angestiegen und stagnieren im Jahresvergleich.

Mietpreisentwicklung stagniert

Angebots- und Bestandsmieten, in % qoq



Quelle: BFS, Wüest & Partner, Raiffeisen Research

Bei den traditionell stärker von der aktuellen Marktdynamik beeinflussten Angebotsmieten macht sich vermehrt das in den letzten Jahren stark ausgeweitete Angebot von Mietwohnungen (MFH) bemerkbar. Die Preisdynamik weist bereits seit Beginn 2015 eine Verlangsamung auf. Dies spiegelt sich auch in der Zahl leerstehender Mietwohnungen wider. Diese lagte zwischen 2013 und 2015 von gut 30'000 auf 40'000 Einheiten oder um rund ein Drittel zu.

Angebot fokussiert auf gehobenes Segment

Dass die Leerstände trotz der anhaltend hohen Nachfrage nach Mietwohnungen deutlich angestiegen sind, liegt unseres Erachtens vornehmlich an zwei Gründen: Erstens halten die rekordtiefen Zinsen Anlagen in MFH weiterhin und fast alternativlos attraktiv. Die entsprechend hohen Bewertungen von Renditeobjekten im Wohnungsmarkt zwingen Investoren, die Anlagerendite über einen recht hohen Mietzins einzuspielen. Die Vermarktung neuer Mietobjekte ist daher gar keine so leichte Aufgabe mehr. Was bis vor kurzem kaum für möglich gehalten wurde, ist heute schon Realität: Wohnungen werden in einer zweiten Vermarktungswelle günstiger inseriert.

Zweitens mussten die Projektentwickler in den letzten Jahren sehr beweglich sein. Häufig werden heute nicht

mehr entweder Miet- oder Eigentumswohnungen gebaut, sondern ein Mix daraus, dessen genaue Aufteilung je nach Marktlage oft sogar erst kurz vor der Vermarktungsphase festgelegt wird. Das hebt aber den Ausbaustandard der neu angebotenen Mietwohnungen nicht selten in einer Grössenordnung, die für viele finanziell nicht mehr tragbar ist. Andererseits kommen immer kleinere Mietwohnungen auf den Markt. Damit versuchen die Anbieter den hohen Bodenpreis zu überwälzen, zielen so aber an der Nachfrage vorbei.

Gefragt: Zentral, nicht zu gross und bezahlbar

Der Anpassungsprozess des Angebotes ist demnach längst nicht abgeschlossen. Er wird zu einem Langzeitprojekt. Zieht man die Struktur der Online-Suchabonnemente für Mietwohnungen zu Rate, zeichnet sich zumindest die Richtung dafür ab. Alle wollen möglichst im urbanen Zentrum erschwänglich mieten. Nur lassen sich dort auch am ehesten Spitzenmieten durchsetzen, weshalb Anbieter eher auf diese setzen. Das Problem des Schweizer Mietwohnungsmarktes, das kein neues ist, akzentuiert sich so weiter. Es herrscht an gefragten Lagen ein akuter Mangel an erschwänglichen Mietwohnungen, auch weil die Branche versucht, dort höhere Quadratmetermieten zu erzielen als die Masse zu zahlen bereit wäre. Die Branche produziert daher unverändert viel mehr Wohnungen im gehobenen Segment, weshalb auch der Staat (bzw. Wohnbaugenossenschaften) in urbanen Zentren immer stärker in den Mietwohnungsmarkt eingreift.

Fakt ist – und darüber sind sich sämtliche Akteure seit Jahren einig – dass in der Schweiz viel günstigerer Wohnraum erstellt werden müsste, zumal die aggregierte Zahlungsbereitschaft in Zentren nicht höher ausfällt als in der Agglomeration.

Mietwohnungen in Zentren äusserst begehrt ...

Aktive Such-Abos auf 1'000 Einwohner, Mindestanzahl gesuchter Zimmer, 1q16

	1-2.5 Z.	3-4.5 Z.	5+ Z.
Zentren	8.8	13.3	1.5
Agglomerationen	4.2	7.6	1.0
Land	2.5	4.4	0.5

Quelle: Realmatch360, Raiffeisen Research

... die Zahlungsbereitschaft ist aber begrenzt

Aktive Such-Abos, Median und Spitzensegment (90%-Dezil) in CHF, 1q16, in % qoq

	Median	qoq	Spitzens.	qoq
Zentren	1'800	-0.6	3'100	0.0
Agglomerationen	1'900	-5.3	3'000	-3.1
Land	1'600	0.0	2'500	0.0

Quelle: Realmatch360, Raiffeisen Research

Kauf schlägt Miete, wenn Tragbarkeit gegeben

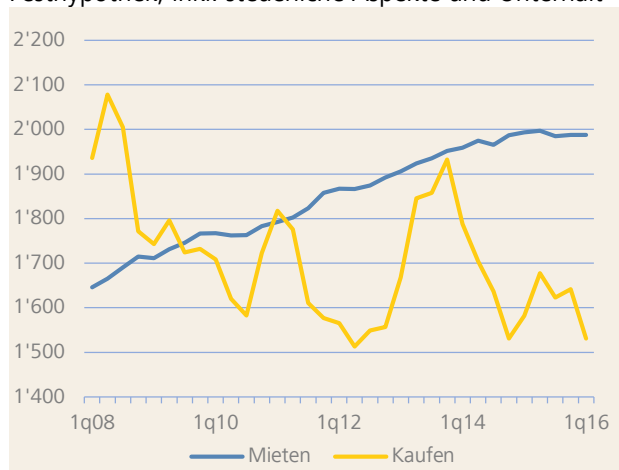
Die Bereitschaft, im Spitzensegment dermassen hohe Mieten zu bezahlen, erstaunt auf den ersten Blick, da doch Eigentum aufgrund der nochmals tieferen Finanzierungskonditionen günstiger käme. Jüngst hat sich die

Marktsegmente

tatsächliche Belastung für Eigentum sogar nochmals reduziert. Allerdings ist diese Rechnung nur noch hypothetisch, da mittlerweile die kalkulatorische Tragbarkeit mit einem Zinssatz von 5% ansetzt, hartes Eigenkapital eingefordert wird und dazu noch linear amortisiert werden muss.

Kaufen bleibt günstiger als Mieten

Monatliche Kosten 100m²-Wohnung in CHF, 10-J.-Festhypothek, inkl. steuerliche Aspekte und Unterhalt



Quelle: IAZI, SNB, Wüest & Partner, Raiffeisen Research

Die Hürde für den Eigentumserwerb liegt damit hoch. Selbst deutlich überdurchschnittlich verdienende Haushalte können das geforderte Eigenkapital nicht mehr ohne weiteres aufbringen. Viele sind auch nicht mehr bereit, nur um des Eigentums willen fast jeden Preis zu bezahlen.

Teure Regionen zeigen Grenzen der Zahlungsbereitschaft

Die Zahlungsbereitschaft für Mietwohnungen ist allerdings selbst an Toplagen nicht unbegrenzt. Dies zeigt sich um den Genfer-, Zürcher- oder Zugersee, wo die Mietpreise zuletzt zurückgegangen sind. Das könnte nicht nur ein Indiz dafür sein, dass dort die Spitze überschritten wurde, sondern auch eine Indikation der absehbaren Entwicklung schweizweit sein. Denn Korrekturen im Markt beginnen in der Regel an den Rändern des Preisbandes. In Regionen mit tieferen Mietpreisniveaus ist zwar noch eine positive Entwicklung zu beobachten, aber deutlich schwächer als in den vergangenen Jahren. Nur in der Nordwestschweiz hat sich das Mietpreiswachstum 2015 nochmals leicht beschleunigt.

Regionale Mietpreisentwicklung

Angebotsmieten, Index (2015=100), 2H15,

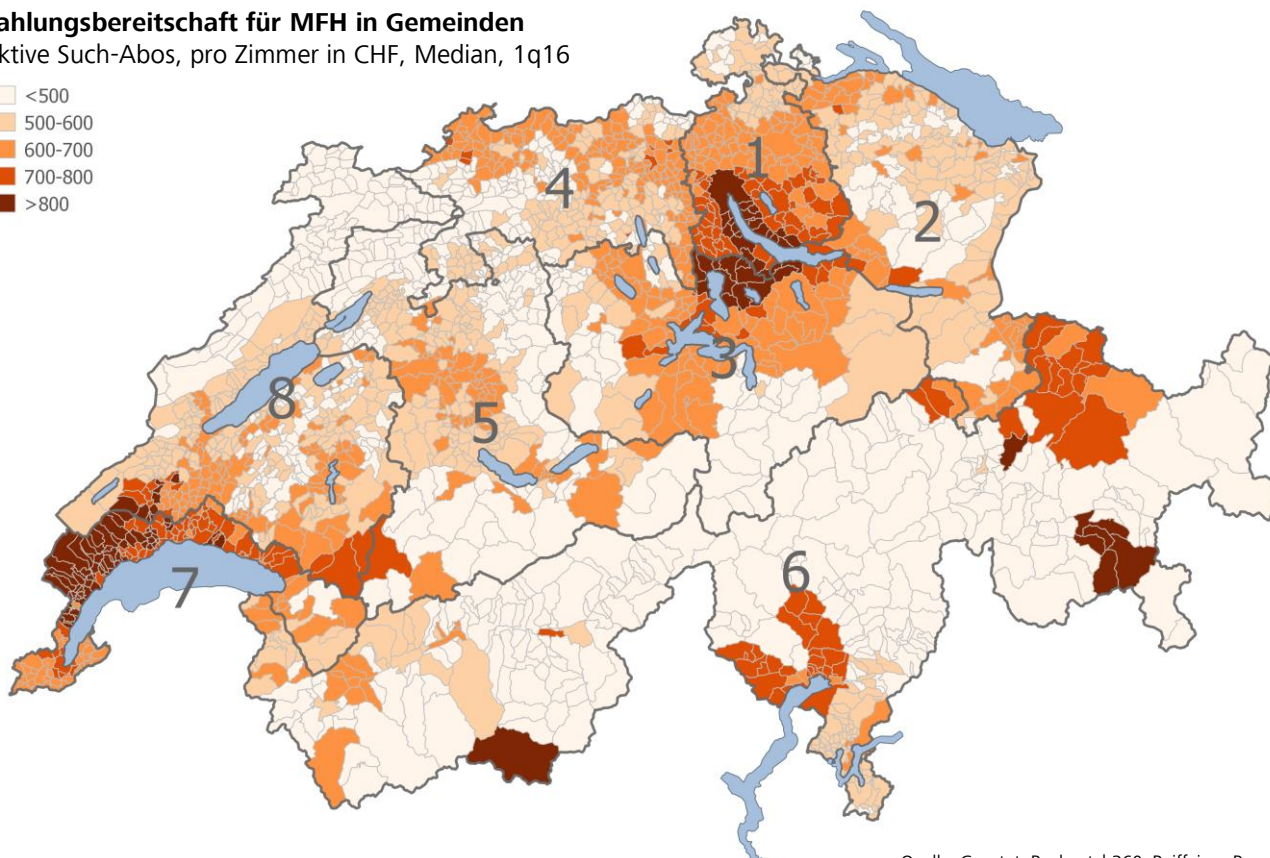
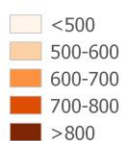
Aktuelle Entwicklung: gleitend 2 Halbjahre, in % yoy

	Index	Ø 10-14	Aktuell
Schweiz	99.8	2.8	1.0
1 Zürich	99.6	2.8	-0.2
2 Ostschweiz	99.8	2.7	-0.2
3 Innerschweiz	99.3	3.7	-1.4
4 Nordwestschweiz	100.1	1.9	2.1
5 Bern	100.1	2.1	1.3
6 Südschweiz	99.0	2.5	0.0
7 Genfersee	98.5	5.1	-0.3
8 Westschweiz	100.0	2.0	1.0

Quelle: Wüest & Partner, Raiffeisen Research

Zahlungsbereitschaft für MFH in Gemeinden

Aktive Such-Abos, pro Zimmer in CHF, Median, 1q16



Quelle: Geostat, Realmatch360, Raiffeisen Research

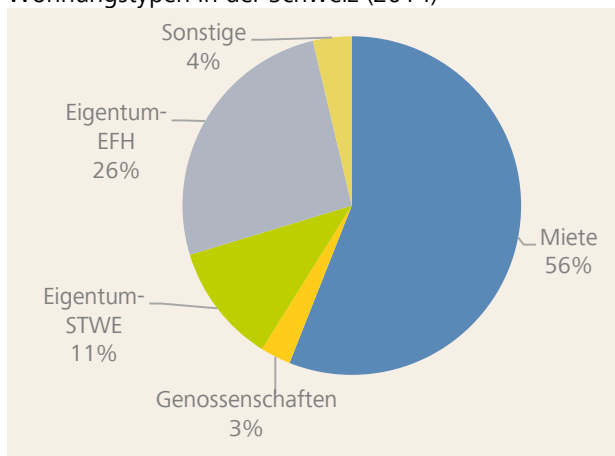
Tiefe Zinsen drücken Mieten

Mieten ist die häufigste Wohnform. Die Mietdynamik fällt aber hinter den Eigentumspreisen zurück. Der gefallene Referenzzinssatz wirkt dämpfend. Er könnte sogar nochmals sinken, bevor es, falls es überhaupt zu einer Zinsnormalisierung kommt, wieder zu stärkeren Mietanstiegen kommen kann.

Der Schweizer Wohnimmobilienmarkt boomt. Im Fokus steht dabei aufgrund der starken Preiszuwächse das Stockwerkeigentum. Der Mietwohnungsmarkt fristet dahingegen vergleichsweise ein Schattendasein – zu Unrecht. Denn Mietwohnungen sind unverändert die dominante Wohnform.

Kein Land der Eigentümer

Wohnungstypen in der Schweiz (2014)



Quelle: BFS, Raiffeisen Research

Der hohe Mieteranteil ist aber kein Ausdruck eines nicht funktionierenden Wohnungsmarktes, eher das Gegenteil. Der Schweizer Mietwohnungsmarkt wurde vergleichsweise früh liberalisiert und basiert auf einem Mietrecht, welches Mietern zwar Schutz gewährt, aber gleichzeitig einen relativ gesunden Rahmen für Mietwohnungsinvestitionen bietet. Im Gegensatz dazu ist vor allem in Südeuropa der Mietmarkt sehr stark reglementiert, ohne Anreize zum Bau von Mietwohnungen.

Ein weiterer Faktor für die hohe Mieterquote in der Schweiz ist das hohe Preisniveau von Wohneigentum. Dafür ist im Mietwohnungssegment der Ausbaustandard sehr hoch. So sind Mietwohnungen ein gutes Substitut für Eigentumswohnungen, was die Funktionsfähigkeit des Wohnungsmarktes zusätzlich begünstigt.

Die Mieten weisen in den letzten Jahren eine wesentlich geringere Aufwärtsdynamik auf, als die Preise für Stockwerkeigentum. Seit dem Ende der "Grossen Rezession" zeigt das Verhältnis zwischen den bezahlten Preisen für Eigentumswohnungen und den Angebotspreisen für Mietwohnungen stark nach oben. Die Schere hat sich seit dem Sommer 2009 auf annähernd 20% geöffnet. Die letzten Quartale ist der Aufwärtstrend bei den Mieten sogar komplett zum Stillstand gekommen. Neben dem stark ausgeweiteten Angebot an Mietwohnungen in den letzten Jahren

spielt dabei die Referenzzinssatz-Regelung eine bedeutende Rolle.

Mietpreisdynamik bleibt zurück

Preis-Mieten-Verhältnis, Index (3q09=100)



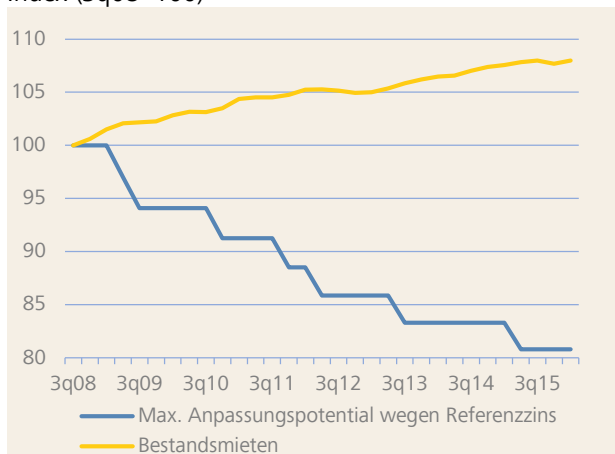
Quelle: SRED, Wüest & Partner, Raiffeisen Research

Referenzzinssatz dämpft Mieten

Der Referenzzinssatz ist eine wichtige Komponente des Schweizer Mietrechts. Seit dem 10. September 2008 bildet der vom Bundesamt für Wohnungswesen vierteljährlich veröffentlichte Referenzzinssatz die einheitliche Basis für Mietzinsanpassungen aufgrund von Änderungen der Refinanzierungsbedingungen. Das zuvor gültige System der kantonalen Zinssätze für variable Hypotheken wurde abgelöst, vor allem um dem Trend zu Festhypotheken gerecht zu werden, aber auch politischen Druck von den Kantonalbanken zu nehmen. Der Referenzzinssatz wird von der Schweizerischen Nationalbank als Durchschnittszinssatz für ausstehende inländische Hypothekarkredite über sämtliche Laufzeiten berechnet, um die tatsächlichen Finanzierungskosten für Wohneigentum auch bei der Mietzinsentwicklung wieder zu spiegeln. Er wird auf Viertel-Prozentpunktschritte gerundet. Gemäss Mietrecht berechtigt eine Senkung des Referenzzinssatzes um einen Viertel-Prozentpunkt in der Regel zu einer entsprechenden Senkung des Mietzinses um 3 Prozent, wenn das Hypothekarzinsniveau weniger als 5 Prozent beträgt.

Seit seiner Einführung bei einem Niveau von 3.5% ist der Referenzzinssatz aufgrund der Tiefzinspolitik der SNB kontinuierlich gesenkt worden. Die letzte Anpassung erfolgte im Juni 2015 von 2.0% auf 1.75%. Kumuliert beläuft sich die daraus resultierende maximale Senkung des Mietzinses seit Mitte 2009 auf knapp 20%. Ungeachtet dessen haben sich die Bestandsmieten aber in die entgegengesetzte Richtung bewegt. Der durchschnittliche Mietzins ist zwar deutlich weniger stark als die Angebotsmieten gestiegen. Dennoch haben die Bestandsmieten seit der Einführung des Referenzzinssatzes mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 1.0% um insgesamt 8% zugelegt.

Bestandsmieten legen trotz Tiefzins zu Index (3q08=100)



Quelle: BFS, BWO, Raiffeisen Research

Die Divergenz hat mehrere Gründe: Erstens erfolgen Mietzinssenkungen aufgrund des Referenzzinssatzes nicht automatisch. Der Mieter ist berechtigt, eine Anpassung im gesetzlich geregelten Ausmass zu beantragen, muss aber selbst aktiv werden. Berücksichtigt wird auch, ob frühere Hypothekarzinsänderungen zu Mietanpassungen geführt haben. Wurden frühere Zinsanstiege im Lauf des Mietverhältnisses nicht über einen höheren Mietzins weiter gegeben, ist auch der Anspruch auf Mietzinssenkungen begrenzt.

Darüber hinaus ist es dem Vermieter erlaubt, gewisse Kostensteigerungen, wertvermehrende Investitionen sowie auch maximal 40% der jährlichen Teuerung auf den Mietzins aufzuschlagen. Schliesslich ziehen auch die höheren Mieten für neu vermietete Wohnungen den Bestandsindex im Zeitverlauf nach oben.

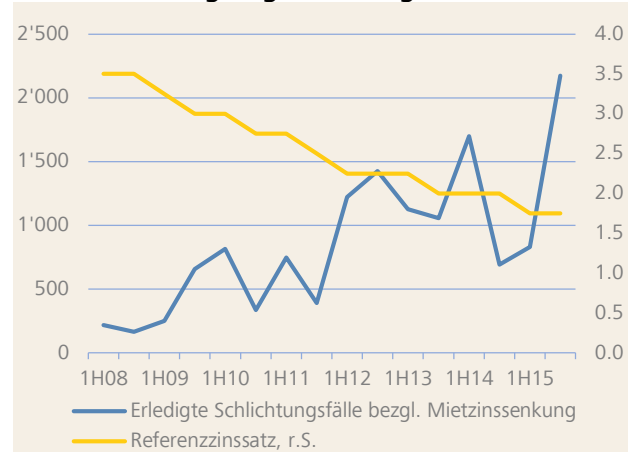
Mieter nutzen Referenzzinssatzsenkung verstärkt

Angesichts teilweise gegenläufiger und nicht eindeutig bestimmbarer Einflussfaktoren kommt es immer wieder zu Unstimmigkeiten zwischen Mieter und Vermieter über die gerechtfertigte Anpassung des Mietzinses. In diesen Angelegenheiten sind die kantonalen Schlichtungsbehörden für die Beilegung der Streitfälle zuständig. Der Trend bei der Anzahl der Schlichtungsverfahren zeigt seit der Einführung des Referenzzinssatzes klar nach oben. Nach einem vorübergehenden Rückgang Ende 2014, hat die Anzahl der umstrittenen Mietzinssenkungsgesuche mit der jüngsten Senkung des Referenzzinssatzes wieder sehr stark zugenommen. Im zweiten Halbjahr 2015 wurde mit 2173 erledigten Fällen ein neuer Rekordwert erreicht. Dies dürfte die Bestandsmieten in diesem Jahr weiter dämpfen.

Referenzzins hat noch Abwärtspotential

Zudem ist eine nochmalige Senkung des Referenzzinssatzes auf 1.5% nicht auszuschliessen. Die europäischen Notenbanken wollen ihre sehr lockere Geldpolitik noch längere Zeit fortsetzen.

Mietzinssenkungsbegehren steigen stark an

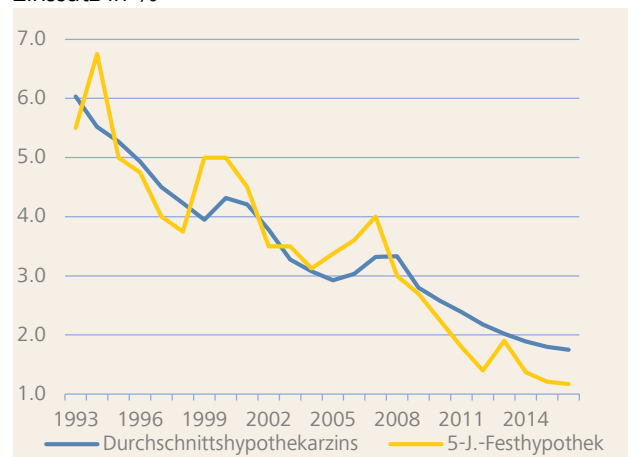


Quelle: BWO, Raiffeisen Research

Und solange auch die mittel- bis langfristigen Hypothekarzinssätze unter dem relevanten Durchschnittszinssatz liegen, wird sich letzterer weiter nach unten bewegen. Rund 40% der ausstehenden Hypotheken basieren derzeit noch auf einem Zinssatz von 2.0% oder darüber. Vor 15 Jahren betrug deren Anteil fast 100%.

Rekordtiefe Hypothekarzinsen

Zinssatz in %



Quelle: SNB, Raiffeisen Research

Auf der anderen Seite ist auch im Fall einer schneller und kräftiger als erwartet ausfallenden Zinswende bei den Langfristzinsen in diesem Jahr noch keine Trendumkehr absehbar. Der Referenzzinssatz wird, genau wie in der aktuellen Tiefzinsphase, bei einer Zinsnormalisierung verzögert reagieren. Nutzen aber die Vermieter bei Herausforderungen des Referenzzinssatzes die Möglichkeit, den Mietzins ihrerseits wieder nach oben anzupassen, dann würden die Bestandsmieten wieder stärker nach oben zeigen. Dass steigende Zinsen die „komfortable“ Situation am Immobilienmarkt rasch verändern werden, warnen SNB und Finma schon seit längerem. Dass aber auch am Mietwohnungsmarkt Ungemach droht, wenn die Zinsen wieder ansteigen, davon spricht in der Schweiz heute kaum jemand.

Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Der Schweizer Arbeitsmarkt bleibt attraktiv und hält die Zuwanderung hoch. Die jüngeren Veränderungen der Zuwanderungsstruktur führen jedoch tendenziell zu einer geringeren Zahlungsbereitschaft bei der Wohnraumsuche.

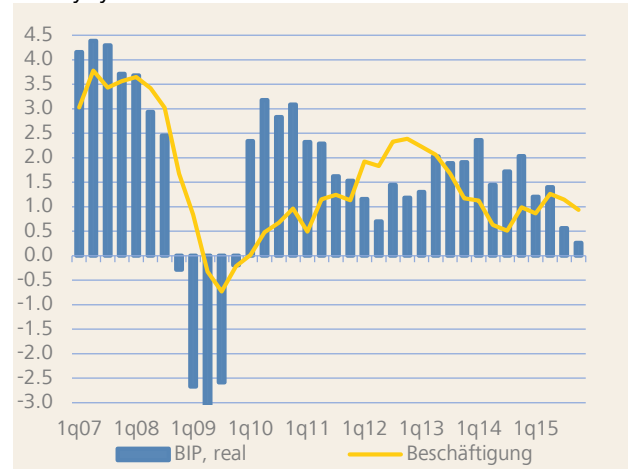
Die Schweizer Wirtschaft hat sich nach der Aufhebung des Mindestkurses im letzten Jahr mit einem BIP-Wachstum von 0.9% einigermaßen behauptet. Wegen Nachwehen des Wechselkursschocks erwarten wir im laufenden Jahr aber keine Beschleunigung der Konjunkturdynamik. Vor allem in der Industrie sind weitere Stellenstreichungen geplant. Insgesamt zeigt sich der Arbeitsmarkt jedoch widerstandsfähig. Die Unternehmensumfragen signalisieren eine weitere Zunahme der Gesamtbeschäftigung, wenn auch auf einem niedrigeren Niveau als in den Vorjahren. Zusammen mit vereinbarten moderaten Lohnerhöhungen, mehrheitlich zwischen 0.5% - 1.0%, sollten die Haushaltseinkommen auch 2016 zulegen.

Die im europäischen Vergleich anhaltend niedrige Arbeitslosigkeit und die hohen Löhne machen den Schweizer Arbeitsmarkt attraktiv. 2015 betrug der Wanderungssaldo rund 75'000 Personen – nur leicht unter dem hohen Niveau der beiden Vorjahre. Die ständige Wohnbevölkerung hat dabei schätzungsweise um 87'500 Personen, bzw. über 40'000 Haushalte, zugenommen. Die Struktur der Einwanderung ändert sich jedoch. Der Zustrom aus der EU ist mittlerweile auf breiter Front rückläufig. Neben einer bereits seit längerem sinkenden Zuwanderung aus Deutschland, klingt auch die Zuwanderung aus Südeuropa auf hohem Niveau ab. Dazu trägt die konjunkturelle Erholung in den Schuldenkrisenländern bei. Zudem ebbt der Zuwanderungsschub aus Osteuropa ab, der mit dem Wegfall der Kontingentierung stark gestiegen war. Im Gegensatz dazu zeigt der Trend aus anderen Staaten nach oben, speziell aus dem asiatischen Raum. Hier machen sich die erhöhten Flüchtlingszahlen zunehmend bemerkbar. Die Asylgesuche haben sich im abgelaufenen Jahr um 66% auf rund 40'000 erhöht. Mehr als zwei Drittel der Zunahme ist auf den steilen Anstieg aus dem asiatischen Raum zurückzuführen. Die Zahlen für das erste Quartal 2016 weisen zumindest vorübergehend eine gewisse Konsolidierung bei den neuen Asylgesuchen auf.

Trotz der unverändert bestehenden Unsicherheiten über die Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative ist damit im laufenden Jahr keine wesentliche Beruhigung des Bevölkerungswachstums absehbar. Tendenziell bedeutet die veränderte Zuwanderungsstruktur allerdings eine Zunahme einer weniger zahlungskräftigen Klientel am Wohnungsmarkt.

Schleppende Konjunktur verlangsamt Beschäftigungswachstum

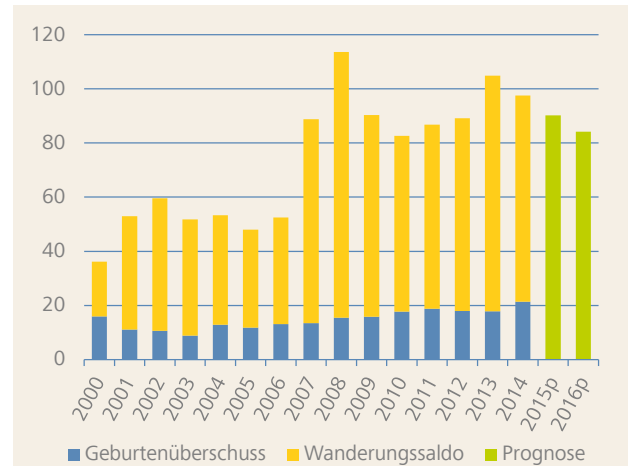
In % yoy



Quelle: BFS, SECO, Raiffeisen Research

Bevölkerungswachstum nur leicht schwächer

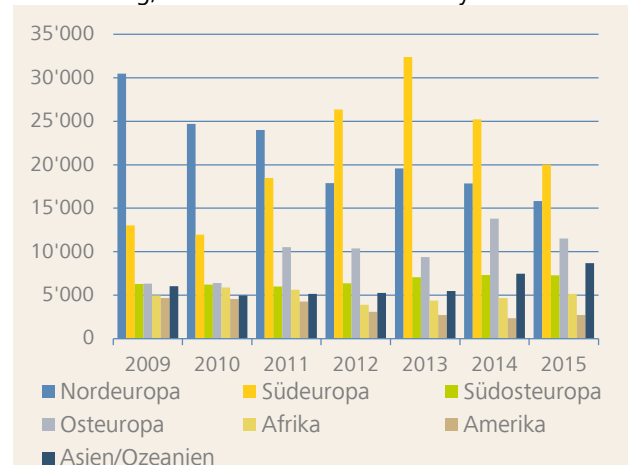
In '000



Quelle: BFS, SEM, Raiffeisen Research

Zuwanderergruppen mit geringerer Zahlungskraft dominieren

Wanderungssaldo der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung, inkl. Statuswechsel von Asylsuchenden



Quelle: SEM, Raiffeisen Research

Finanzierungsumfeld

Globale Konjunktursorgen haben zu Jahresbeginn zu einem erneuten Zinsrutsch geführt. Die expansiven Notenbanken sorgen für unverändert tiefe Kurzfristzinsen, während es bei längeren Zinsbindungen im Jahresverlauf zumindest einen moderaten Anstieg von den Rekordtiefs geben sollte.

Globale Wachstumssorgen gepaart mit rekordtiefen Inflationserwartungen haben Anfang 2016 weitere geldpolitische Lockerungsmassnahmen bei zahlreichen Notenbanken ausgelöst – nicht zuletzt bei der EZB. Dabei hat der Druck auf den Franken allerdings nicht wieder zugenommen, und die SNB konnte ihren Negativzins bei ihrer Sitzung im März bei bereits hohen -0.75% unverändert belassen. An eine Normalisierung ist jedoch bis auf weiteres nicht zu denken, da die EZB geneigt bleibt, eher weitere Massnahmen zu ergreifen.

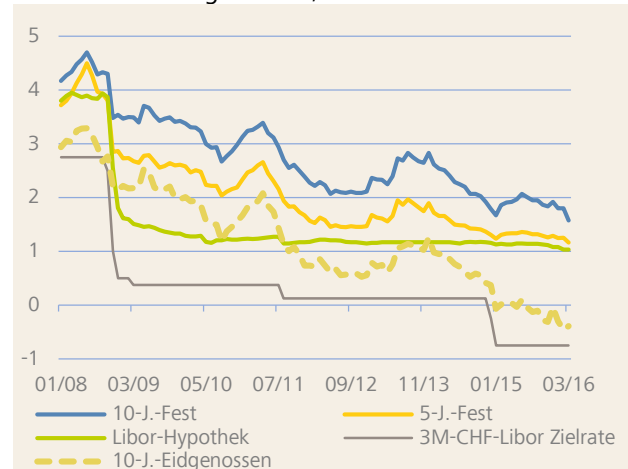
Damit sollten sich die Zinssätze für Hypotheken mit kürzeren Laufzeiten 2016 kaum bewegen. Auch die langfristigen Finanzierungskonditionen bleiben, trotz höherer Zinsabsicherungskosten der Banken infolge der Negativzinsen, sehr günstig. Die Zinsen für langfristige Festhypotheken haben mit den zusätzlichen Lockerungsmassnahmen der EZB und der zögernden Fed im ersten Quartal sogar nochmals nachgegeben. Trotz des weltweit anhaltend geringen Inflationsdrucks, erwarten wir im weiteren Jahresverlauf aber zumindest einen moderaten Anstieg von den Rekordtiefs.

Die Tiefstzinsen halten Wohneigentum attraktiv. Aufgrund des jüngsten Preisanstiegs hat die finanzielle Belastung für den Erwerb eines EFH im Verhältnis zum Einkommen jedoch zugenommen. Ein Haushalt mit mittlerem Einkommen kann ein durchschnittliches Objekt finanziell aber aktuell noch gut tragen. Die Belastung bleibt moderat. Die Tragbarkeitsprüfung erfolgt jedoch in der Regel mit einem kalkulatorischen Zinssatz von 5%. Und die stärkere Regulierung der Hypothekenfinanzierung der letzten Jahre hat den Kreis potentieller Eigentümskäufer zusätzlich verringert. Vor allem bei EFH liegt die kalkulatorische Belastung mittlerweile bei über 50%, deutlich über der Tragbarkeitsgrenze von 33%.

Die Zinsdynamik wirkt sich auch auf die Struktur der Hypothekarlaufzeiten aus. Der Anteil langfristiger Zinsbindungen hat sich seit dem Beginn der Finanzkrise unter Schwankungen spürbar erhöht. Sinken die Langfristzinsen, steigt in der Tendenz die Anzahl der Neuabschlüsse mit langer Laufzeit. Nachdem deren Anteil im zweiten Halbjahr 2015 zurückgegangen ist, sollten aufgrund des erneuten Zinsrutsches zu Jahresbeginn wieder mehr Festhypotheken mit langer Laufzeit abgeschlossen werden. Dabei nimmt das Hypothekarvolumen aber nicht mehr im gleichen Ausmass wie in den früheren Jahren zu. Das Jahreswachstum ging im 4q15 weiter auf rund 3% zurück – im Einklang mit der Abschwächung der Immobilienpreisdynamik.

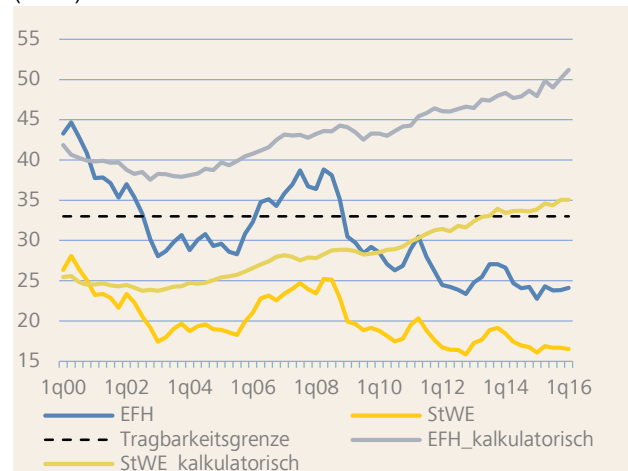
Hypothekarzinsen erreichen neue Tiefs

Zinssätze für Neugeschäfte, in %



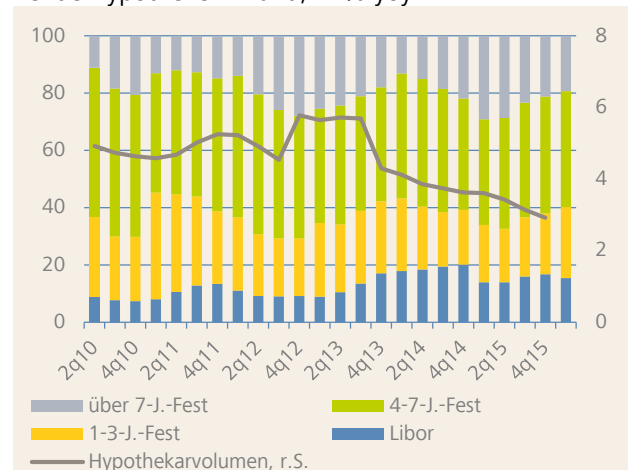
EFH-Preissteigerungen überkompensieren tiefere Zinsen – Tragbarkeit verschlechtert sich

Finanzielle Belastung in % des Bruttoeinkommens (HA12)



Zinsrückgang sollte langfristigen Festhypotheken wieder Schub geben

Anteil neue Kreditabschlüsse und Wachstum ausstehende Hypotheken Inland, in % yoy



Immobilienanlagen

Die Rendite von Immobilienanlagen ist stark gefallen, bleibt aber wegen den rekordtiefen Zinsen relativ gesehen äusserst attraktiv. Mit diesem „Paradoxon“ wird der Markt wohl bis auf weiteres leben müssen. Hohe Bewertungsaufschläge bergen jedoch zunehmende Risiken.

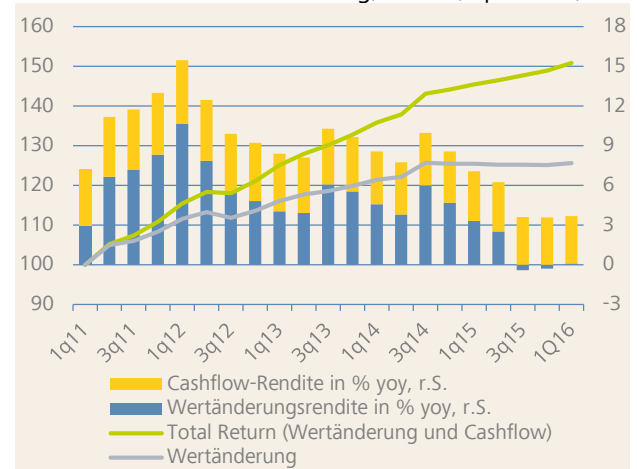
Die Rendite für direkte Immobilienanlagen lag mit rund 3.7% im ersten Quartal 2016 weit unter dem Niveau der Vorjahre. Nach einem starken Rückgang im Jahresverlauf 2015 hat sich das Renditeniveau zum Jahreswechsel allerdings stabilisiert. Die Korrektur seit Ende 2014 wurde von teils rückläufigen Bewertungen im Büro- und Gewerbeflächenmarkt getrieben, bei gleichzeitig geringeren Preiszuwächsen für Wohnimmobilien. Dieser Trend hat sich jüngst aber nicht weiter akzentuiert. Entsprechend ist aktuell kein weiteres Abrutschen der Rendite angezeigt. Die Mieterträge (Cashflow-Rendite) bleiben bei direkten Immobilienanlagen der Performancetreiber. Während die anhaltend gute Nachfragesituation nach Wohnraum, vor allem an zentralen und gut erschlossenen Lagen, noch stabile Mieterträge erwarten lässt, ist die Vermarktung von kommerziellen Immobilien aufgrund von Überkapazitäten deutlich schwieriger geworden. Insgesamt bieten direkte Anlagen aber nach dem erneuten Rückgang der Langfristzinsen weiterhin einen vergleichsweise attraktiven Ertrag.

Indirekte Immobilienanlagen weisen im Vergleich zu Direktanlagen aufgrund der Diversifikationsmöglichkeiten sowie der höheren Liquidität Vorteile auf. Auf der anderen Seite ist die Wertentwicklung aber wesentlich volatiler. Im Zuge der Finanzmarkturbulenzen Anfang 2016 stiegen die Preise für indirekte Immobilienanlagen sehr stark an. Im ersten Quartal 2016 erzielten Immobilienfonds eine Performance von 4.6%, nach einem bereits starken Vorquartal. Dieser fast eruptive Verlauf beruht auf der hohen Zinssensitivität der Bewertungen indirekter Immobilienanlagen.

Aufgrund dessen fällt der weitere Renditeausblick für indirekte Immobilienanlagen nicht mehr ganz so optimistisch aus. Besonders im Wohnimmobiliensegment liegen die Agios (zu bezahlender Aufpreis auf den ausgewiesenen Nettoinventarwert des Portfolios) auf sehr hohen Niveaus. Die Agios sind zwar im Jahresverlauf 2015 von ihren Höchstständen gesunken. Im ersten Quartal 2016 kam es im Umfeld sinkender Zinsen aber wieder zu einem Anstieg auf hohe 33.5%. Damit bestehen im Falle steigender Zinsen nicht zu vernachlässigende Abwärtsrisiken. Gewerbeimmobilienfonds weisen hingegen bedeutend tiefere Agios und höhere Ausschüttungsrenditen auf. Trotz der schwächeren Fundamentaldaten bieten sie deswegen derzeit insgesamt ein besseres Risiko-Rendite-Profil.

Mieterträge sind der Treiber der Performance von direkten Immobilienanlagen

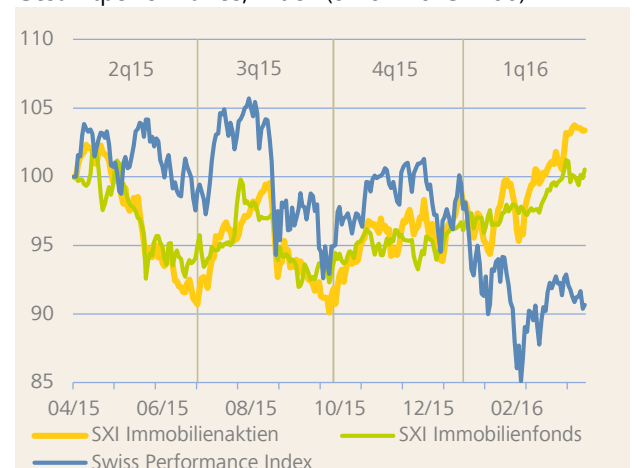
Total Return und Wertänderung, Index (1q11=100)



Quelle: IAZI, Raiffeisen Research

Erneuter Zinsrutsch gibt indirekten Immobilienanlagen Schub

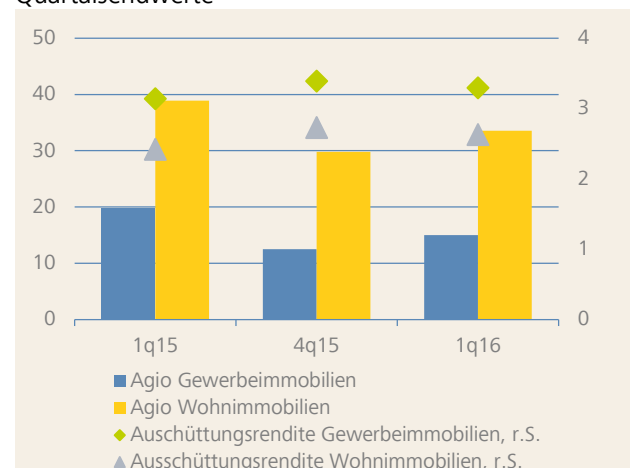
Gesamtpformance, Index (01.04.2015=100)



Quelle: Datastream, Raiffeisen Research

Grosse Agio-Differenzen zwischen Segmenten

Marktkapitalisierungsgewichteter Durchschnitt, Quartalsendwerte



Quelle: Raiffeisen Research

Bauwirtschaft

Die Wohnbautätigkeit konsolidiert auf hohem Niveau. Verstärkt vom zinsbedingten Anlagenotstand bleibt insbesondere der Mietwohnungsbau dynamisch. Dabei steigt das Absorptionsrisiko vor allem am äusseren Rand der urbanen Einzugsgebiete.

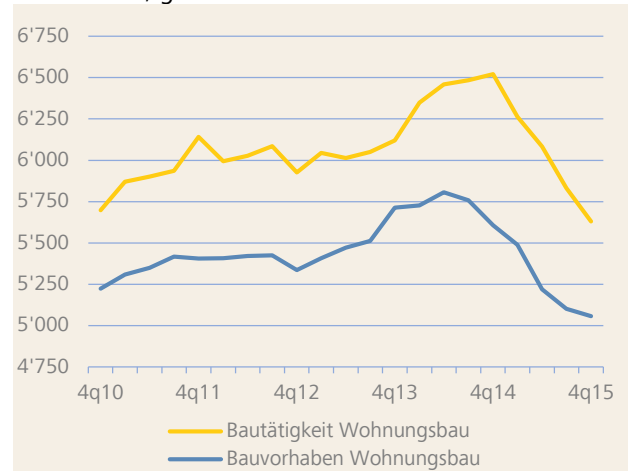
Die Bautätigkeit im Wohnungsbau ist 2015 regelrecht eingebrochen. Das Volumen lag im 4q15 um 13.5% unter dem Vorjahresniveau. Dennoch kann von einer Krise im Wohnungsbau keine Rede sein. Denn erstens ist die Korrektur stark durch das Auslaufen des vorübergehenden Bauschubs in vielen Berg- und Tourismusgemeinden aufgrund der Annahme der Zweitwohnungsinitiative beeinflusst – sozusagen ein Basiseffekt. Zweitens ist nach der starken Wohnbaudynamik in den letzten Jahren insgesamt ein gewisser Sättigungseffekt festzustellen. Wir sprechen daher von Konsolidierung und nicht von einem Einbruch. Die vorlaufenden Bauvorhaben zeigten zum Ende 2015 denn auch Anzeichen für eine Stabilisierung. Ebenso signalisieren die Baubewilligungen eine weiterhin hohe Bautätigkeit. Mit einem Niveau von rund 50'000 Wohneinheiten jährlich liegt die voraussichtliche Angebotsausweitung derzeit in etwa auf dem hohem Niveau wie vor der Annahme der Zweitwohnungsinitiative 2012.

Bei den Wohnbauinvestitionen spielt der zinsbedingte Anlagenotstand eine bedeutende Rolle und zwar nicht nur beim selbstgenutzten Wohneigentum, sondern speziell auch bei Renditeliegenschaften. Die höhere Anzahl der Bewilligungen von Projekten mit mehr als 50 Wohneinheiten legt ein weiterhin starkes Interesse (institutioneller) Anleger an Immobilienanlagen nahe. Dies bestätigt das gestiegene Gewicht des Mietwohnungsbaus bei Baubewilligungen. Zudem dürften die geplanten Wohneinheiten, welche mit Vermietung oder zum Verkauf klassiert sind, zwar nach Möglichkeit verkauft werden. Sie gelangen aber zu einem guten Teil als Mietwohnungen im gehobenen Segment auf den Markt, da der Eigentumsmarkt immer mehr gesättigt scheint. Nach unten zeigt weiterhin die Angebotsausweitung bei EFH.

In den Zentren bleibt die Anzahl bewilligter Mietwohnungen (MFH) unter Schwankungen - aufgrund der nach wie vor starken Nachfrage - auf einem erhöhten Niveau. Dies gilt auch für die Agglomerationen. Diese profitieren von Ausweicheffekten aus den Zentren - insbesondere im Grossraum Zürich und entlang des Genfersees. Gerade am äusseren Rand der urbanen Einzugsgebiete steigt jedoch mit der hohen Angebotsausweitung das Risiko zunehmender Absorptionsprobleme. Im derzeitigen Tiefzinsumfeld werden viele Projekte auch an B- und C-Lagen angestossen. Im überwiegend touristisch genutzten Raum hält die Korrektur nach den durch die Zweitwohnungsinitiative getriebenen Boomjahren hingegen zuletzt noch an.

Konsolidierung der Bautätigkeit

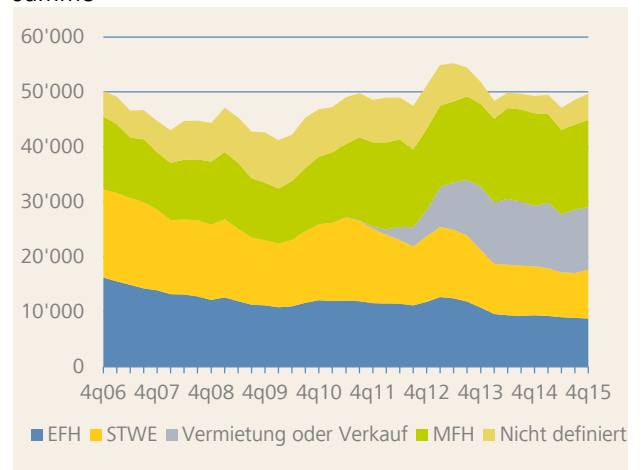
In Mio. CHF, gleitende 12-Monatssumme



Quelle: SBV, Raiffeisen Research

Gestiegene Bedeutung des Mietwohnungsbaus

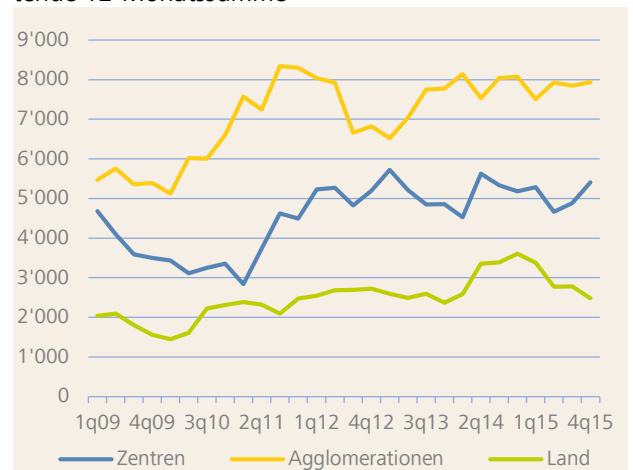
Baubewilligte Wohneinheiten, gleitende 12-Monatssumme



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

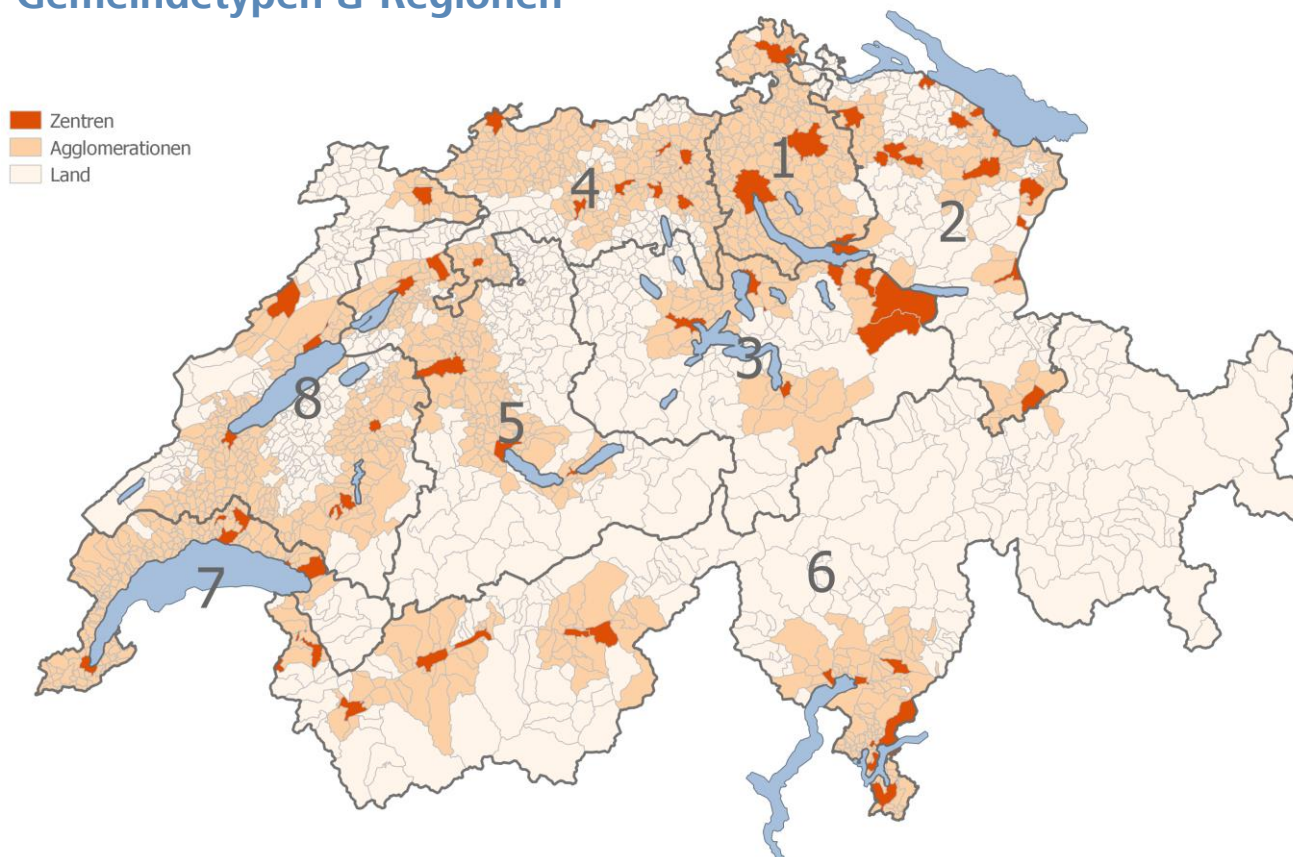
Ausweicheffekte halten Angebot in Agglomerationen hoch

Baubewilligte Wohneinheiten für MFH (Neubau), gleitende 12-Monatssumme



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

Gemeindetypen & Regionen



Quelle: BFS, Geostat, Regionen nach Wüest & Partner, Raiffeisen Research

Leerwohnungsziffer (2015) in %

	Total	Zentren	Agglo.	Land
Schweiz	1.2	0.8	1.3	1.6
1 Zürich	0.8	0.3	1.1	1.6
2 Ostschweiz	1.7	1.5	1.9	1.6
3 Innerschweiz	0.9	1.1	0.8	0.9
4 Nordwestschweiz	1.5	0.8	1.6	1.8
5 Bern	1.5	0.7	1.5	2.0
6 Südostschweiz	1.5	1.0	1.5	1.8
7 Genfersee	0.6	0.4	0.6	1.6
8 Westschweiz	1.1	1.2	1.0	1.3

Baubewilligungen Neubau (2015) in % des Wohnungsbestandes

	Total	Zentren	Agglo.	Land
Schweiz	1.2	1.0	1.3	1.2
1 Zürich	1.2	1.2	1.3	1.0
2 Ostschweiz	1.4	1.1	1.7	1.3
3 Innerschweiz	1.6	1.1	1.9	1.8
4 Nordwestschweiz	1.4	1.0	1.3	2.3
5 Bern	0.7	0.5	0.8	0.7
6 Südostschweiz	1.0	1.8	1.1	0.5
7 Genfersee	1.0	0.6	1.2	1.2
8 Westschweiz	1.3	0.6	1.7	1.3

Bevölkerung (2014) Ständige Wohnbev., Total und in %

	Total	Zentren	Agglo.	Land
Schweiz	8'237'120	27.9	52.3	19.7
1 Zürich	1'525'642	35.8	63.0	1.2
2 Ostschweiz	905'049	31.8	37.2	31.1
3 Innerschweiz	810'849	21.3	41.1	37.6
4 Nordwestschweiz	1'370'772	20.4	65.1	14.5
5 Bern	1'001'815	24.9	43.0	32.2
6 Südostschweiz	802'436	27.1	43.6	29.3
7 Genfersee	1'044'597	35.8	60.7	3.5
8 Westschweiz	775'962	22.5	48.0	29.5

Steuerbares Einkommen (2012) Durchschnitt, in CHF

	Total	Zentren	Agglo.	Land
Schweiz	75'000	72'000	80'000	62'000
1 Zürich	82'000	76'000	86'000	65'000
2 Ostschweiz	66'000	67'000	67'000	63'000
3 Innerschweiz	84'000	83'000	100'000	66'000
4 Nordwestschweiz	73'000	75'000	75'000	65'000
5 Bern	65'000	65'000	70'000	60'000
6 Südostschweiz	62'000	68'000	64'000	55'000
7 Genfersee	91'000	77'000	101'000	57'000
8 Westschweiz	67'000	64'000	70'000	63'000

Quelle: BFS, Docu-Media (Auswertung Meta-Sys), ESTV, Raiffeisen Research

Herausgeber

Raiffeisen Schweiz, Economic Research

Chefökonom Martin Neff
Brandschenkestrasse 110d, CH-8002 Zürich
044 226 74 41
economic-research@raiffeisen.ch

Finanzmarktanalyse & Strategie

Roland Kläger
044 226 74 22
roland.klaeger@raiffeisen.ch

Darya Granata
044 226 72 54
darya.granata@raiffeisen.ch

Santosh Brivio
044 226 74 35
santosh.brivio@raiffeisen.ch

Andreas Hauser
044 226 74 39
andreas.hauser@raiffeisen.ch

Makro- und Immobilien-Research

Alexander Koch
044 226 74 37
alexander.koch@raiffeisen.ch

Lukas Seger
044 226 74 16
lukas.seger@raiffeisen.ch

Domagoj Arapovic
044 226 74 38
domagoj.arapovic@raiffeisen.ch

Michael Kunz
044 226 74 15
michael.kunz@raiffeisen.ch

Christoph Vonwiller
044 226 74 17
christoph.vonwiller@raiffeisen.ch

Möchten Sie diese Publikation abonnieren?

Wohnimmobilien Schweiz kann unter <http://www.raiffeisen.ch/web/research+publikationen> abonniert werden

Wichtige rechtliche Hinweise

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.