

# Real Estate Focus

2024

Chief Investment Office GWM | Investment Research



**UBS**



# Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

In der Schweiz herrscht «Bauflaute», die Angebotslücke beträgt aktuell rund 10 000 Wohnungen pro Jahr. Die Gründe sind zu hoher Leerstand bis zur Pandemie, hindernde regulatorische Vorschriften, ausufernde Einsprachen im verdichteten Bauen, ineffiziente Bewilligungsprozesse und nicht zuletzt gestiegene Bau- und Finanzierungskosten. Vielversprechende Bauvorhaben mutieren so schnell zu einem teuren und frustrierenden Spiessrutenlauf.

Über obige Punkte herrscht Einigkeit. Jedoch gehen die Meinungen darüber, welches die richtigen Stellschrauben zur Entschärfung der Wohnungsknappheit sind, diametral auseinander. Gefragt wäre wirtschaftlicher Pragmatismus seitens der Entscheidungsträger – eine typische Schweizer Tugend wohlgerne. Stattdessen sind wir aber in den Fängen unterschiedlicher Ideologien und Interessen der politischen Parteien verstrickt. Die Folge davon sind gebetsmühlenartige Schuldzuweisungen, die gleichzeitig Orientierungslosigkeit offenbaren.

«Löse das Problem, nicht die Schuldfrage», besagt ein japanisches Sprichwort. Manche globalen Versicherungsgesellschaften verzichten getreu dieser Redensart bewusst auf Letzteres und decken Schäden unabhängig davon, wer für den Unfall verantwortlich ist. Dadurch werden Rechtsstreitigkeiten vermieden und Kosten bei der Schadensabwicklung massiv gesenkt. Zudem wird die Abwicklung beschleunigt. Vorgehensweisen, von denen die Baubranche aktuell nur zu träumen wagt.

In unserer diesjährigen Ausgabe des *UBS Real Estate Focus* analysieren wir mögliche Lösungen zur Linderung der Bauflaute und zeigen unerwünschte Nebenwirkungen ideologisch angehauchter Massnahmen auf.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.



Claudio Saputelli  
Head Global Real Estate



Daniel Kalt  
Chief Economist Switzerland

**UBS Real Estate Focus 2024**

Diese Publikation wurde durch UBS Switzerland AG erstellt. Bitte beachten Sie die wichtigen rechtlichen Informationen am Ende der Publikation. Aus der Performance der Vergangenheit kann nicht auf künftige Renditen geschlossen werden. Die angegebenen Marktpreise sind Schlusskurse der jeweiligen Hauptbörse.

**Herausgeber**

UBS Switzerland AG  
Chief Investment Office GWM  
Postfach, CH-8098 Zürich

**Chefredaktion**

Katharina Hofer

**Redaktion**

Viviane Goldstein  
Christine Mumenthaler  
Agnes Zavala

**Redaktionsschluss**

8. April 2024

**Design**

CIO Content Design

**Titelbild**

Historisches Zentrum von Vira Gambarogno,  
Kanton Tessin, iStock

**Sprachen**

Deutsch, Englisch und Französisch

**Contact**

ubs-cio-wm@ubs.com

# Inhalte



## 6

### Staatseingriffe

---

- 06 Überblick
- 09 Massnahmen
- 11 Investorensicht



## 14

### Wohnen

---

- 14 Eigenheime
- 18 Mietwohnungen



## 22

### Geschäft

---

- 22 Büro
- 26 Verkauf
- 28 Logistik



## 31

### Börse

---

- 31 Immobilienfonds und -aktien
- 34 Globale Immobilienaktien



## 36

### Nachhaltigkeit

---

- 36 Stand heute
- 39 Rentabilität
  
- 42 Marktdaten und Prognosen

# Korsett wird enger

Fabian Waltert, Matthias Holzhey

Die starke Zuwanderung gepaart mit stockender Bautätigkeit prägen derzeit den Schweizer Immobilienmarkt. Da die Mietkosten in der kommenden Dekade stärker wachsen dürften als die Einkommen, steht die Regulierung des Mietwohnungsmarkts wieder einmal weit oben auf der politischen Agenda.

Je stärker das Narrativ der Wohnungsknappheit, desto wahrscheinlicher eine Verschärfung des Mietrechts, wie ein Rückblick auf das Schweizer Mietrecht der letzten 100 Jahre zeigt. Während und nach den beiden Weltkriegen wurden in Phasen akuter Wohnungsknappheit teils rigide Mietpreisbremsen per Notrecht eingeführt. Die Orts- und Quartierüblichkeit, nach der Mietpreise als «nicht missbräuchlich» gelten, wurde 1972 aufgrund von erneuter Wohnungsknappheit festgeschrieben. Bei Mietpreisbremsen geben generell die Grossstädte die Fahrtrichtung vor, weil dort relativ tiefe Medianeinkommen auf die schweizweit höchsten Mieten treffen und Wohnraum tendenziell knapp ist.

## **Kantone in der Führungsrolle**

Die Wohnungsmiete mit ihren vertraglichen Elementen wie Formvorschriften oder Vorgaben zur Anpassung von Mietzinsen wird auf Bundesebene geregelt. Dabei schützt das Schweizer Mietrecht die Interessen der Mieter, ohne einseitig zu deren Gunsten auszufallen. Diese Balance zeigt sich auch darin, dass über 60 Prozent der Schweizer Haushalte zur Miete wohnen und Mehrfamilienhäuser in der Schweiz die gewichtigste Immobilienanlageklasse darstellen. Vorstösse auf Bundesebene, den Mietwohnungsmarkt mehr zu regulieren oder den gemeinnützigen und genossenschaftlichen Wohnungsbau stärker zu fördern, waren zuletzt mehrheitlich chancenlos.

Die Kantone und Gemeinden sind jedoch befugt, zwecks Sicherstellung der lokalen Wohnraumversorgung zusätzlich befristete Bestimmungen zu erlassen. Mehr Freiheit geniessen sie beim Erlass von Bestimmungen zu Baubewilligungsverfahren. Ein seit Längerem bevorzugtes Mittel ist die Festlegung von Mindestanteilen für gemeinnützige Wohnungen mit Kostenmiete im Neubau. Allen voran nutzen die Kantone Genf und Waadt bereits seit den 1970er-Jahren ihren Spielraum, um eine aktive Wohnpolitik zu betreiben. In jüngster Vergangenheit ist aber die Zahl der Regulierungsvorstösse auf kantonaler und kommunaler Ebene stark gestiegen. Prominente Beispiele hierfür sind:

## *Begrenzung der Mietzinsanpassungen*

Im Kanton Basel-Stadt werden seit 2022 Mietzinsanpassungen nach Sanierungen, Umbauten und Ersatzneubauten begrenzt – ähnlich wie in den Kantonen Genf und Waadt. Auch in der Stadt Luzern und im Kanton Zürich gibt es Vorstösse, die eine Bewilligungspflicht und Mietpreisbremse für Sanierungen, Umbauten oder Ersatzneubauten vorsehen.



Renovierter und nicht renovierter Altbau, iStock

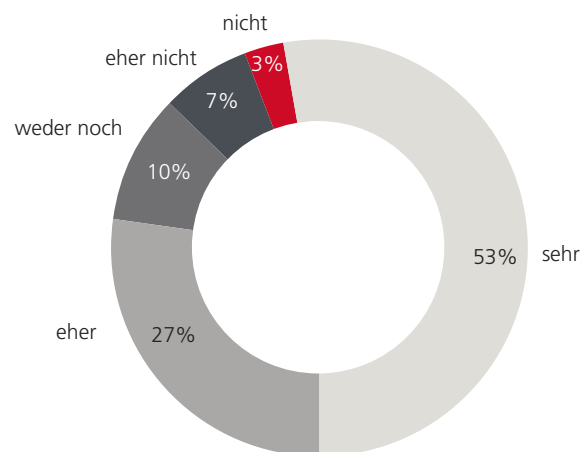
### Anteil preisgünstiger Wohnungen

Die Stimmbewölkerung der Stadt Zug hat im Juni 2023 einen Mindestanteil von 40 Prozent an preisgünstigen Wohnungen bei verdichteten Neubauprojekten knapp angenommen. Die Städte Zürich, Bern und Thun sowie der Kanton Genf kennen vergleichbare Bestimmungen, wenn auch teilweise weniger strikt. In Basel-Stadt verlangt eine hängige kantonale Initiative gar einen Kostenmieten-Anteil von 50 Prozent bei Transformationsarealen. In Winterthur, Schaffhausen und Biel sind Vorlagen mit ähnlicher Stossrichtung aufgegleist.

### Vorkaufsrecht

Eine noch hängige Volksinitiative im Kanton Zürich fordert ein Vorkaufsrecht für Gemeinden, sodass sie bei einer laufenden Immobilientransaktion zum ausgehandelten Preis als Käufer vorrangig eintreten könnten. Die erworbenen Liegenschaften werden in der Folge günstig oder gar als Sozialwohnungen vermietet. Ein Vorkaufsrecht besteht bereits in den Kantonen Genf (seit 1978) und Waadt (seit 2020). Gemäss einer schweizweiten Umfrage des Städteverbands bei seinen 130 Mitgliedsgemeinden erachten 80 Prozent der Städtevertreter ein Vorkaufsrecht als «eher oder sehr zweckmässig».

### Wie zweckmässig wäre ein Vorkaufsrecht für Städte und Gemeinden?



Quellen: Umfrage zur Wohnungspolitik in Städten und Gemeinden, SSV, BWO, UBS

### Enteignung

Noch weiter gehen Forderungen im Kanton Genf, wonach Eigentümer leer stehender Wohnungen enteignet oder unbenutzte Büros zwingend zu Wohnraum umgebaut werden sollen.

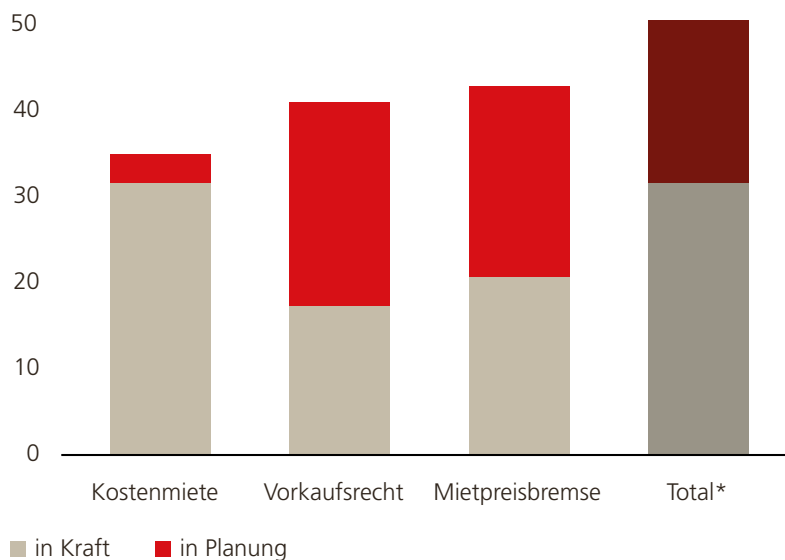
### Massnahmenlawine droht

Insgesamt fallen bisher rund 30 Prozent des Schweizer Mietwohnungsbestands unter mindestens eine Regulierung in den Bereichen Kostenmiete, Vorkaufsrecht oder Mietpreisbremse. Bei Umsetzung aller derzeit geplanten zusätzlichen Massnahmen würde sich dieser Anteil auf knapp 50 Prozent des Wohnungsbestands erhöhen. Damit wäre ein substantieller Teil des Mietwohnungsmarkts strenger reguliert als vom Bundesrecht vorgesehen. Als direkte Folge des 2023 zweimal gestiegenen Referenzzinssatzes, der vielen Vermietern eine Mietzinserhöhung ermöglichte, prüft der Bundesrat aktuell Massnahmen, um das Mietpreiswachstum im Umfeld höherer Inflation und Zinsen zu bremsen.

Die Anzahl politischer Vorstösse und Initiativen zur Regulierung des Mietwohnungsmarkts dürfte mittelfristig weiter steigen. Erstens verschärft die beschleunigte Zuwanderung die Wohnungsknappheit in den nächsten Jahren. Gleichzeitig führt das Zusammenspiel von Politik, Verwaltung und Interessenverbänden zu mehr Bürokratie am Bau und erhöht laufend die Zahl der Bauvorschriften, was Sanierungen und Neubauten verteuert und so die Wohnungsproduktion bremst. Zweitens wirken sich zusätzliche Verschärfungen des Mietrechts in den meisten Fällen nachteilig für Investoren aus und reduzieren so den Anreiz zur Schaffung von zusätzlichem Wohnraum. Dies zementiert das Narrativ des Marktversagens am Mietmarkt und öffnet so Tür und Tor für eine Regulierungsspirale.

## Regulierung auf dem Vormarsch

Anteil des Mietwohnungsbestands mit kantonaler und/oder kommunaler Regulierung in den Bereichen Kostenmiete, Vorkaufsrecht und Mietpreisbremse\* am gesamten Wohnungsbestand, in Prozent



\*Da in manchen Gemeinden mehrere Regulierungen gleichzeitig in Kraft sind, ist das Total (rechter Balken) kleiner als die Summe der Anteile der einzelnen Regulierungen.

Quellen: Wüest Partner, BFS, UBS



# Kein Allheilmittel

Katharina Hofer, Matthias Holzhey

In wirtschaftlichen Boomphasen ist Wohnraum in den Zentren für Haushalte mit niedrigen Einkommen oft rar. Dementsprechend greift der Staat regulierend in den Mietmarkt ein, um für günstigeren Wohnraum zu sorgen. Doch häufig führen die Massnahmen nicht zum angedachten Ziel und ziehen obendrein eine Reihe unerwünschter Nebenwirkungen nach sich.

In der politischen Diskussion dominieren zurzeit zwei Argumente bei der Rechtfertigung weiterer Eingriffe in den Mietwohnungsmarkt. Erstens belasten steigende Mietzinsen insbesondere die unteren Einkommensschichten, deren finanzielle Situation sich seit der Jahrtausendwende kontinuierlich verschlechtert hat. Zwischen 1998 und 2017 stieg der Wohnkostenanteil beim einkommensschwächsten Fünftel der Haushalte von 27 auf 34 Prozent. Das Einkommen des Durchschnittshaushalts hingegen entwickelte sich in den vergangenen 20 Jahren in etwa im Gleichschritt mit den Angebotsmieten. Wohnraum ist damit insgesamt gleich gut erschwinglich wie vor 20 Jahren – aber eben nicht für alle.

Zweitens führt der wirtschaftliche Erfolg der Städte zur Aufwertung von Stadtteilen, sodass alteingesessene Bewohner aufgrund deutlich steigender Mieten verdrängt werden (Gentrifizierung). Ein Extrembeispiel stellt das Genfer Quartier Le Petit-Saconnex dar, wo sich die Angebotsmieten seit 2006 mehr als verdoppelten, während der Anstieg im Stadtmittel nur 25 Prozent betrug. Auch im Zürcher Kreis 5 stiegen die Durchschnittsmieten im gleichen Zeitraum mit 80 Prozent rund doppelt so stark wie im Stadtzürcher Mittel.

## Preisgünstige Wohnträger fördern

Dem Staat steht eine breite Massnahmenpalette an Regulierungen zur Verfügung, um bezahlbaren Wohnraum zu schaffen. So kann er direkt als An-

bieter günstiger Wohnungen fungieren oder den Genossenschaftswohnbau fördern. Letzterer ist besonders in den Städten Zürich und Basel verbreitet, wo sich mehr als jede fünfte respektive gut jede zehnte Wohnung in einer gemeinnützigen Liegenschaft befindet. In den beiden Städten liegen die Mietzinsen im gemeinnützigen Wohnungsbau um rund 40 beziehungsweise knapp 30 Prozent tiefer als im Durchschnitt des jeweiligen Markts.

Allerdings ist diese Massnahme nicht immer zielgerichtet, sodass auch finanzkräftigere Haushalte als Mieter davon profitieren. Das Wohnungsangebot der Genossenschaften mit staatlicher Hilfe zusätzlich auszuweiten – etwa durch die vergünstigte Abgabe von Bauland –, ist ausserdem teuer, denn es entstehen Opportunitätskosten in Höhe des Abschlags auf die Marktpreise. In der Schlussabrechnung können die Kosten den Nutzen für die eigentliche Zielgruppe der finanzschwachen Haushalte deutlich übersteigen.

## Subjekthilfe für Einkommensschwache

Mit Mietsubventionen können einkommensschwache Haushalte gezielt gefördert werden. Wohngeld ist ein gängiges Instrument der Sozialhilfe sowie bei Ergänzungsleistungen im Rahmen der Altersvorsorge und kommt damit direkt beim gewünschten Adressaten an.

Wird sie jedoch zu grosszügig angesetzt, profitieren breitere Einkommensschichten von der finanziellen Mietunterstützung, wodurch ein Aufwärtsdruck auf das allgemeine Mietpreisniveau entsteht. Es folgt eine Aufwärtsspirale von wiederum höheren Zuschüssen und weiter steigenden Mieten. Gegner der Subjekthilfe argumentieren, dass die Nutzniesser derselben – aufgrund höherer Mieteinnahmen – letztlich die Vermieter sind.

### Mietniveau regulieren

Durchweg tiefere Mieten können durch staatliche Eingriffe in den Preisbildungsmechanismus erzwungen werden, indem beispielsweise Bewilligungen für Abbruch, Um-, Neu- und Ersatzneubauten an zeitlich begrenzte Mietpreisbremsen geknüpft werden. Im seit den 1970er-Jahren regulierten Genf beispielsweise liegt die durchschnittliche Monatsmiete für eine 3-Zimmer-Wohnung bei bestehenden Mietverhältnissen mit 1300 Franken rund 30 Prozent unter dem Niveau im diesbezüglich unregulierten Zürich.

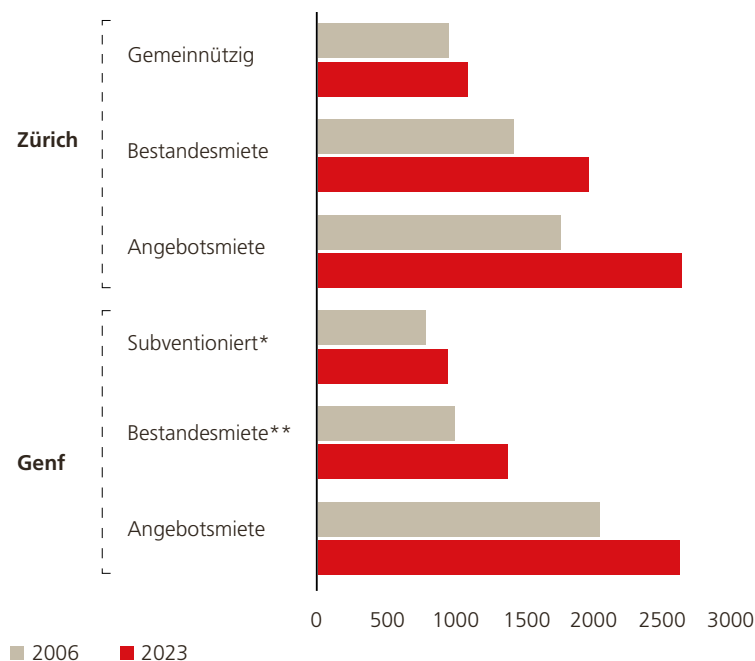
Der regulatorisch bedingte Nachfrageüberhang entlädt sich dafür umso heftiger im unregulierten Marktteil – also beim Neubau und nach Ablauf der Befristungen – und lässt die Mieten dort besonders stark steigen. Wer aktuell eine 3-Zimmer-Wohnung in der Rhonestadt sucht, sieht sich wie in Zürich mit Angebotsmieten von über 2500 Franken konfrontiert. Im Extremfall entsteht sogar ein Schwarzmarkt für die begehrten günstigen Wohnungen. So werden in Stockholm zum Beispiel staatlich vergünstigte Wohnungen teils illegal zu deutlich höheren Mieten untervermietet, während die Wartezeit für solche Wohnungen mehrere Jahre beträgt.

### Langfristig planen, kurzfristig handeln

Bezahlbarer Wohnraum in Grosstädten für Haushalte mit tiefen Einkommen findet sich primär in Liegenschaften mit einfachem Bau- und Ausbaustandard. So sind schweizweit die Marktmieten in unsanierten Altbauten rund 20 Prozent tiefer als in modernen, oftmals hochwertig ausgestatteten Neubauten. Das politische Bestreben, den Markt quasi per Dekret in einen Dornröschenschlaf zu versetzen und so preisgünstigen Wohnraum zu erhalten, widerspricht aber der Notwendigkeit, den Wohnungsbestand energetisch zu sanieren und zu verdichten. Hinzu kommt, dass die Erneuerungsvorhaben von einer hohen und teilweise zunehmenden Regulierungsdichte in Bereichen wie Nachhaltigkeit, Energie, Lärm- und Denkmalschutz verteuert werden, was wiederum

## Grösseres Gefälle in Genf

Durchschnittliche Netto-Monatsmiete für 3-Zimmer-Wohnung, in Franken



\*Die Angabe bezieht sich auf den gesamten Kanton Genf. Der Unterschied zur Stadt Genf dürfte gering sein.  
\*\*Inklusive staatlich reguliertem Markt.

Quellen: Stadt Zürich, Kanton Genf, Wüest Partner, UBS

die Mieten in die Höhe treibt. Dieser offensichtliche Zielkonflikt drängt private Investoren an die Seitenlinie und verschärft so zusätzlich die Wohnungsknappheit.

Soll mehr Wohnraum entstehen, muss die Bautätigkeit durch Deregulierung oder steuerliche Anreize angekurbelt werden, damit die Mietpreisanstiege gedämpft werden. Das Spektrum hierfür reicht von Vereinfachung und Digitalisierung des Bewilligungsprozesses über weniger restriktive Bauvorschriften bis hin zu Lockerungen in den Zonenplänen sowie bei Umnutzungen. Ein Ausbau der Verkehrsinfrastruktur und eine umsichtige Raumplanung verhelfen der erweiterten Agglomeration zu mehr Attraktivität und entlasten die Städte, die im Zentrum der Problematik der Wohnungsknappheit stehen. All diese Massnahmen zeigen erst langfristig Wirkung; eine kurzfristige Abhilfe gegen Angebotsengpässe gibt es nicht. Aber ein breiter Mix aus Subjekthilfe und aktiver Wohnbautätigkeit führt in der Praxis zu geringeren Marktverzerrungen als Mietpreisbremsen mit der Brechstange.

# Vorsicht statt Nachsicht

Maciej Skoczek, Fabian Waltert

Mieteinnahmen gewinnen als Renditekomponente an Bedeutung, da starke Wertzunahmen vorerst der Vergangenheit angehören. Doch die Tendenz zu vermehrten politischen Eingriffen in den Mietwohnungsmarkt beschränkt das Mietwachstum und erhöht gleichzeitig das Risiko von Wertverlusten.

Mietpreisbremsen verbieten die Anhebung der Mieten auf das Marktniveau nach Sanierungen oder Ersatzneubauten, was das Potenzial für höhere Einnahmen beschränkt und dadurch auf die Immobilienwerte drückt. Solche Regulierungen gelten in den Kantonen Genf und Waadt bereits seit Längerem sowie in Basel-Stadt seit 2022. Die «Wohnschutz»-Regulierung am Rheinknie dürfte bisher zu Wertkorrekturen von mindestens 10 bis 15 Prozent geführt haben (siehe Fallbeispiel auf Seite 13).

## Fragile Spitzenlagen

In der Stadt Zürich zöge eine mit der «Wohnschutz»-Regulierung vergleichbare Mietpreisbremse noch deutlichere Wertkorrekturen von bis zu 30 Prozent nach sich. Dies liegt am bisher höheren Aufschlag auf die Mieten nach Sanierungen, der sich jedoch nicht umsetzen liesse. Dies könnte sich durchaus materialisieren, wurde doch im Kanton Zürich im Februar 2024 ebenfalls eine «Wohnschutz»-Initiative eingereicht.

Aufwendige Sanierungen sind unrentabel, sofern Umbaukosten nicht auf die Mieter überwältigt und die Mieten während mehrerer Jahre nicht an die Marktmieten angeglichen werden dürfen. Hinzu kommt ein grosser administrativer Aufwand, wenn wie in Basel-Stadt selbst Kleinsteingriffe wie der Einbau eines Waschturms einer Bewilligungspflicht

für eine leichte Mieterhöhung unterliegen. Insbesondere institutionelle Anleger ziehen daher anstelle einer passiven Haltestrategie, das heisst Vermietung bei nur zwingend nötigem Unterhalt, einzelne Objektverkäufe in Betracht. Denn zum einen kann der sich verschlechternde Immobilienzustand aufgrund ausbleibender Renovationen ein Reputationsrisiko für den Investor darstellen. Zum anderen läuft passives Halten den Nachhaltigkeitsbemühungen (etwa in Richtung Netto-Null-Ziel bei CO<sub>2</sub>-Emissionen) zuwider, denen sich viele Pensionskassen, Versicherungen oder Fondsgesellschaften verschrieben haben.

## Flucht in weniger regulierte Märkte

In der Stadt Basel etwa ist seit Inkrafttreten der neuen Wohnschutzbestimmungen im Jahr 2022 eine grosse Zurückhaltung seitens institutioneller Anleger zu beobachten. Diese dürften sich zur Aufrechterhaltung der geografischen Diversifizierung in weniger regulierte, benachbarte Regionen zurückziehen, wo die Vermietung zu Marktpreisen (noch) möglich ist und das Risiko-Rendite-Verhältnis besser ausfallen dürfte. Denn einerseits haben Wohnlagen ausserhalb der Zentren dank der zunehmenden Verbreitung des ortsunabhängigen Arbeitens an Attraktivität gewonnen und andererseits sind die höheren Renditen insbesondere im Umfeld gestiegener Finanzierungskosten vorteilhaft.

Im Fall Basel-Stadt könnte sich die Investoren- nachfrage in Richtung Basel-Landschaft oder Aargau verlagern. Sollte die Zürcher «Wohnschutz»- Initiative angenommen werden, wäre ein Rückzug der Institutionellen in benachbarte Aargauer oder Thurgauer Regionen denkbar.

Angesichts sinkender Transaktionspreise in betroffenen Märkten investieren stattdessen neue Käufergruppen wie Privatanleger oder Family Offices, die den grössten Mehrwert aus der Liegen- schaft schöpfen können. Ein solcher «Best Owner» kann auf wertvermehrende Opportunitäten fokus- sieren und im regulatorisch erlaubten Rahmen Strategien wie die Umwandlung zu Stockwerk- eigentum oder Serviced Apartments verfolgen.

#### **Entwicklungsprojekte als Ausweg**

Anders als Sanierungen und Umbauten dürften Entwicklungsprojekte auch in Märkten mit Miet- preisbremsen in vielen Fällen eine rentable Option bleiben, da neu entwickelte Wohnliegenschaften bei Erstvermietung zu Marktmieten inseriert werden dürfen. Ausserdem liegt beim Neubau die nächste (unrentable) Grosssanierung noch in ferner Zukunft und beeinflusst damit den Barwert des Projekts kaum.

In den Zentren bleibt aber angesichts der geringen Verfügbarkeit brachliegender Areale oft nur die Option, bestehende Wohnareale durch Umbau oder Ersatzneubau zu verdichten. Unter Berück- sichtigung einer Mietpreisbremse muss die vermiet- bare Fläche im mittleren zweistelligen Prozent- bereich steigen, damit sich ein Ersatzneubau gegenüber der «passiven» Haltestrategie auszahlt. Eine derartige Erhöhung der Ausnützungsziffer geht jedoch oft mit zusätzlichen Auflagen durch die Standortgemeinde einher, etwa der Ver- pflichtung zum Bau einer vorgeschriebenen Quote gemeinnütziger Wohnungen.

#### **Risikomanagement gefragt**

Immobilieninvestoren tun gut daran, bestehende und geplante Regulierungen in ihren Strategien und ihrem Risikomanagement zu berücksichtigen. In der Peripherie, wo Bewertungen generell deut- lich tiefer als in den Grosszentren ausfallen, hätten Mietpreisbremsen wohl kaum einen spürbaren Effekt. Denn umfassende Sanierungsprojekte sind dort aufgrund des geringen Mietsteigerungs- potenzials bereits heute nur selten rentabel.

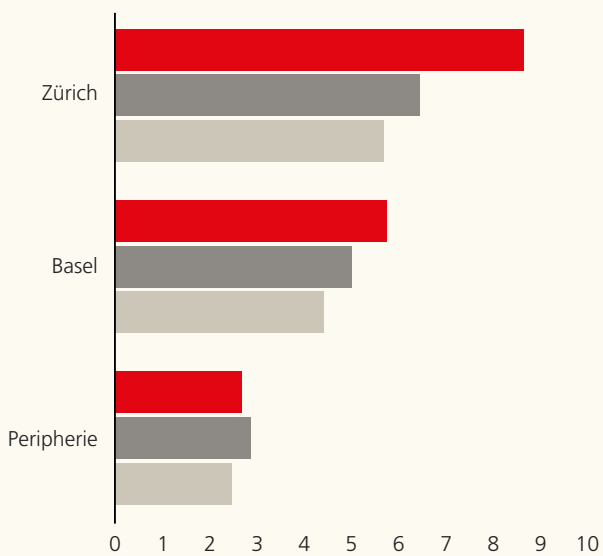
Objekte in nachgefragten Märkten ohne bisherige Mietpreisbeschränkungen, die relativ nah an den Marktmieten vermietet werden und in absehbarer Zukunft nicht sanierungsbedürftig sind, dürften von potenziellen Mietpreisbremsen zunächst wenig betroffen sein. Bei sanierungsbedürftigen Objekten mit relativ tiefen Mieterträgen hingegen dürfte sich die Vorverschiebung von Renovationen auszahlen, um die Mieten noch vor Einführung einer Miet- preisbremse auf das Marktniveau anheben zu können. Ist dies nicht rentabel, sollte die Option eines Verkaufs möglichst früh in Betracht gezogen werden, um den Verkaufspreis zu maximieren. Unabhängig vom Zustand der Liegenschaft werden Kaufinteressenten hier jedoch eine höhere Rendite verlangen – als Risikoprämie für ein tieferes Miet- steigerungspotenzial und Entschädigung für teils unrentable anstehende Sanierungen.

# Fallbeispiel: Basler «Wohnschutz»-Initiative

**Ausgangslage:** In einem sanierungsbedürftigen Mehrfamilienhaus mit über zehn Jahre alten Mietverträgen liegt die Quadratmeter-Nettomiete mit knapp 200 Franken pro Jahr unter der Marktmiete von 330 Franken. Der Investor verzichtet kurzfristig auf jeglichen Unterhalt, da er in wenigen Jahren eine umfassende Totalsanierung für 1,3 Millionen Franken (nach Abzug von Subventionen und Steuereffekten) plant.

## Spitzenlagen unter regulatorischem Druck

Geschätzter aktueller Wert eines Mehrfamilienhauses mit 1000 Quadratmetern Hauptnutzfläche, nach Strategie\*, in Millionen Franken



- Aktive Strategie (umfassende Sanierung) ohne Mietpreisbremse
- Passive Strategie (nötigster Unterhalt) mit Mietpreisbremse
- Aktive Strategie (umfassende Sanierung) mit Mietpreisbremse (z.B. aufgrund Sanierungszwangs)

\*Bei den aktiven Strategien wurde bei der Wertberechnung eine Risikoprämie von 10 Prozent abgezogen.

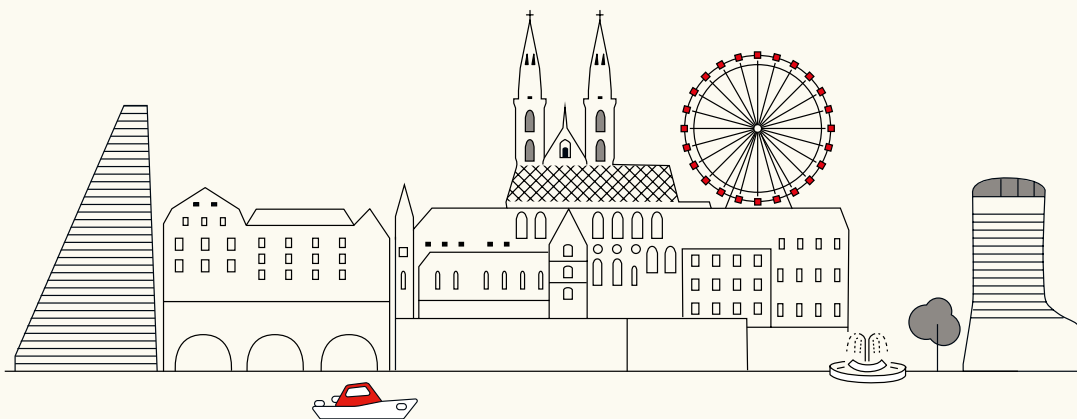
Quelle: UBS

**Wert im unregulierten Markt:** Die Beispielliegenschaft hat unter Berücksichtigung einer Risikoprämie zugunsten des Eigentümers einen Wert von knapp 6 Millionen Franken. Sie kann nach der Sanierung zur Marktmiete mit rund 40 Prozent höheren Mieteinnahmen vermietet werden.

**Wert im regulierten Markt bei Sanierung:** Gemäss Basler Regulierung dürfen die Nettomieten nach Sanierungen während fünf Jahren nicht ans Marktniveau angepasst werden. Im Fallbeispiel ist eine Mieterhöhung um weniger als 10 Prozent gestattet, was zu einem tieferen Barwert der zukünftigen Mieteinnahmen führt. Dadurch wird der Vermieter nicht vollumfänglich für die Sanierungskosten und das getragene Projektrisiko entschädigt und der Marktwert der Liegenschaft sinkt gemäss unserer Schätzung um 20 bis 25 Prozent.

**Wert im regulierten Markt ohne Sanierung:** Der Investor kann auf eine umfassende Sanierung verzichten und stattdessen nur die nötigsten Unterhaltsinvestitionen tätigen. Folglich verschlechtert sich der Zustand der Liegenschaft laufend, was eine Erhöhung der Mieten – auch bei Mieterwechseln – erschwert. Zudem verliert die Liegenschaft an Marktfähigkeit, sodass in der Liegenschaftsbewertung eine höhere Risikoprämie (also ein höherer Diskontierungssatz) verwendet werden muss. Mit dieser passiven Haltestrategie sinkt der Marktwert der Liegenschaft gegenüber dem unregulierten Markt um etwa 10 bis 15 Prozent. Da der Wertverlust jedoch kleiner ist als bei einer umfassenden Sanierung, ist die passive Haltestrategie aus Investorensicht die rationale Lösung.

*Anmerkung: Die Liegenschaftswerte werden in allen Beispielen anhand der Discounted-Cashflow-Methode berechnet.*



# Nachfrage stützt Preisanstiege

Thomas Rieder, Maciej Skoczek

Eigenheime verteuerten sich 2023 trotz höherer Zinsen. Obwohl eine Preiskorrektur zurzeit nicht in Sicht ist, dürfte die konjunkturelle Eintrübung die Marktdynamik weiter schwächen.

Der Zinsanstieg zwischen Mitte 2021 und Anfang 2023 hat die Nutzung von Eigenheimen massiv verteuert. So betragen im Jahr 2021 die laufenden Kosten (Hypothekarzinsen, Unterhalt, Eigenmietwert) für eine damals zum Medianpreis von 800 000 Franken gekaufte Eigentumswohnung geschätzt knapp 17 000 Franken pro Jahr. Aktuell sind es mit 26 000 Franken gut 50 Prozent mehr. Da der Medianpreis inzwischen auf 880 000 Franken gestiegen ist, sind beim Erwerb zudem 16 000 Franken mehr Eigenmittel einzuschliessen.

## Tragbarkeit immer grössere Hürde

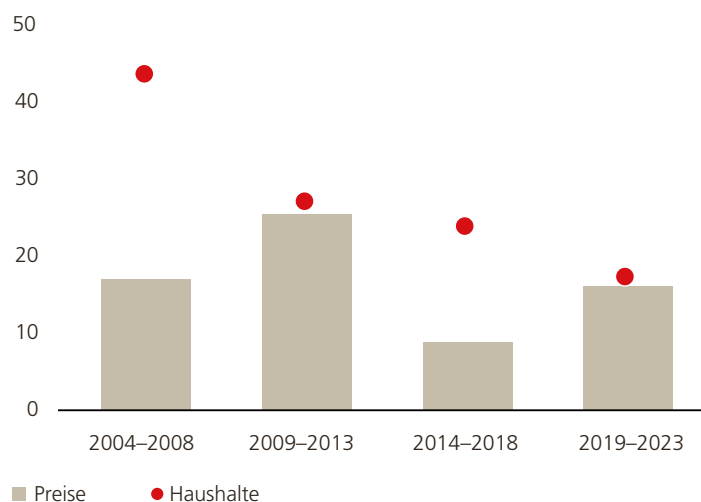
Das Ziel Eigenheimerwerb rückt für immer mehr Haushalte in weite Ferne. Vor 20 Jahren konnten sich rund 60 Prozent aller Haushalte das damalige Medianobjekt leisten. Aktuell liegt der Anteil hingegen noch bei schätzungsweise 15 Prozent oder 660 000 Haushalten. Denn um die kalkulatorische Tragbarkeitsregel für ein Medianobjekt zu erfüllen, benötigt ein Haushalt derzeit ein jährliches Bruttoeinkommen von gut 150 000 Franken – also deutlich mehr als das mittlere Haushaltseinkommen von rund 115 000 Franken.

Ein durchschnittlicher Haushalt kann sich aktuell nur noch in knapp einem Viertel der 106 Wirtschaftsregionen der Schweiz eine 4,5-Zimmer-Eigentumswohnung zum Medianpreis leisten. Am ehesten ist dies noch in den Mittelland-Regionen Grenchen, Thal und Oberaargau der Fall, wo weni-

ger als 100 000 Franken Bruttoeinkommen für den Eigenheimerwerb ausreichen. In den Grosszentren und ihren unmittelbaren Agglomerationen hingegen ist für ein Medianobjekt je nach Region das Doppelte oder sogar Dreifache des Schweizer Medianeinkommens notwendig.

## Messlatte immer höher

Veränderung des Medianpreises von Eigentumswohnungen und Anteil der Haushalte\* am Total mit genügend Bruttoeinkommen für Medianwohnung gemäss Tragbarkeitsregel, kumuliert nach Periode, in Prozent



\*Nur steuerpflichtige Haushalte mit Belastung durch direkte Bundessteuer, ab 2021 Schätzung

Quellen: SRED, ESTV, UBS



Fassade in Genf, iStock

### **Demografie und veränderte Präferenzen als Stütze**

Die Kombination aus hohen Preisen und gestiegenen Zinsen führte zur Abschwächung der Eigenheimnachfrage gemessen an der Anzahl abgeschlossener Suchabonnements, die im Juli 2023 das tiefste Niveau seit 2015 erreichte. Auch das Wachstum des Hypothekarvolumens verlangsamte sich bei privaten Haushalten deutlich. Entsprechend vermochte die Preisdynamik 2023 nicht mehr an die Werte aus der Coronazeit anzuknüpfen. Dennoch waren die Veränderungsraten klar im Plus. Im Schweizer Durchschnitt verteuerten sich Eigentumswohnungen um fast 3,5 Prozent und Einfamilienhäuser um knapp 2,5 Prozent.

Ein überdurchschnittlich starkes Wachstum der oberen Einkommen begünstigt eine anhaltend grosse zusätzliche Eigenheimnachfrage – auch zu einem immer höheren Preis. Beispielsweise nahm die Anzahl potenzieller Käufer einer Eigentumswohnung zum Preis von 900 000 Franken in den letzten fünf Jahren um schätzungsweise über 10 Prozent zu. Zudem bleibt dank des kräftigen Bevölkerungswachstums durch die hohe Zuwanderung der Pool an möglichen Käufern gross, da es

sich häufig um Fachkräfte mit genügend hohem Einkommen und Vermögen für den Erwerb von Wohneigentum handelt.

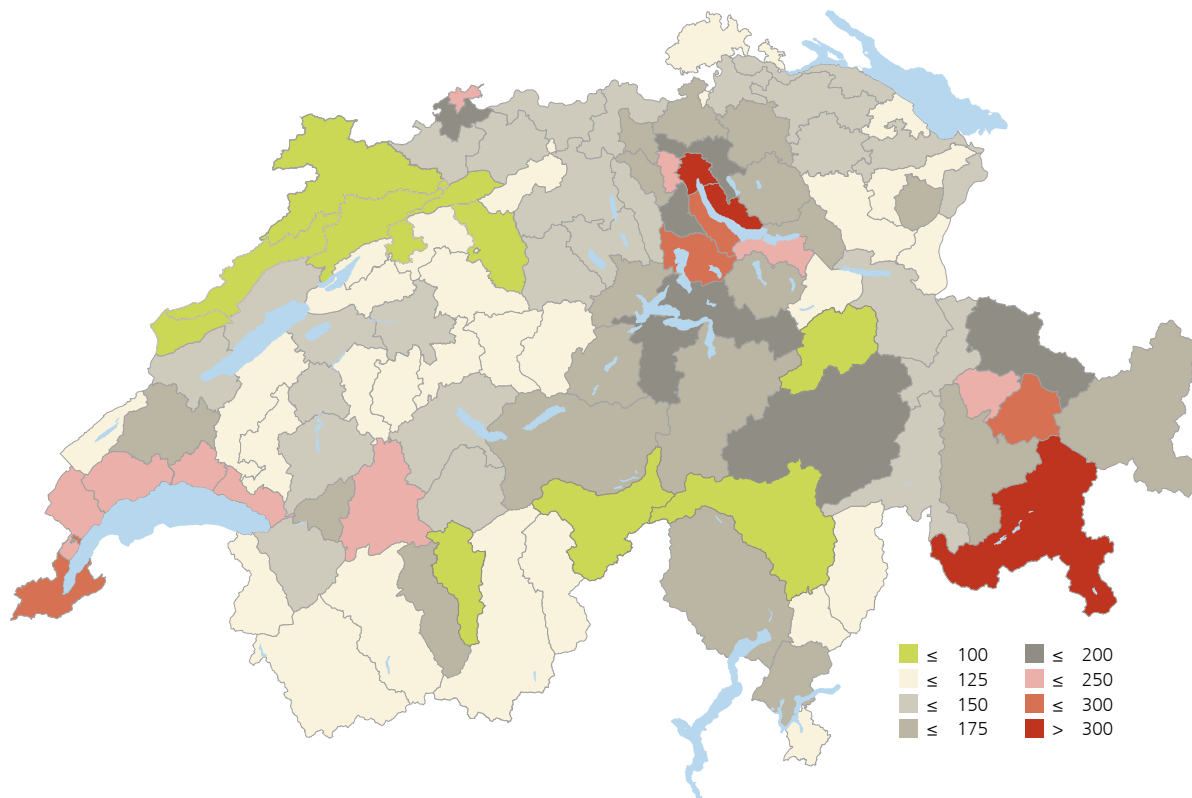
Während der Coronapandemie stieg zudem die Präferenz und damit auch die Zahlungsbereitschaft für die eigenen vier Wände, sodass immer mehr Haushalte beim Kauf auf Pensionskassenkapital zurückgriffen (Wohneigentumsförderung, WEF). Zwischen 2019 und 2022 nahm die Anzahl der Vorbezüge um über 5 Prozent und die durchschnittliche Bezugssumme um knapp 10 Prozent zu. Über 40 Prozent aller WEF-Bezüger dürften mehr als 10 Prozent des aktuellen Median-Kaufpreises mit Vorsorgegeldern finanziert haben. Ein Erbvorbezug oder ein zinsloses Darlehen sind weitere Möglichkeiten, um die erforderlichen Eigenmittel aufzubringen.

### **Hohe Preiszuwächse abseits der Zentren**

Dennoch bleibt immer mehr Haushalten mit Wunsch nach den eigenen vier Wänden nur die Option, in eine preisgünstigere Region an eine dezentrale Lage abseits der Grosszentren zu ziehen. Dabei kommt die Möglichkeit des ortsunabhängigen

# Vierorts hohe Tragbarkeitshürde

Notwendiges Haushaltseinkommen für die Tragbarkeit des Medianobjekts, in Tausend Franken



Quellen: Wüest Partner, UBS

Arbeitsgelegen. Sie hat die Bereitschaft zu längeren Pendlerwegen vergrößert, da diese nicht mehr täglich zurückgelegt werden müssen. Dieses Ausweichen in preisgünstigere Regionen spiegelt sich im Bevölkerungswachstum wider. Am meisten schwächte sich dieses in den letzten drei Jahren in den hochpreisigen städtischen Kantonen Genf, Zürich und Zug ab. Die günstigeren Kantone Nidwalden, Schaffhausen, Wallis, Tessin und St. Gallen verzeichneten hingegen eine deutliche Zunahme.

Dementsprechend wurden die stärksten Preisanstiege von bis zu 10 Prozent letztes Jahr im Kanton Graubünden sowie im Oberwallis verzeichnet und auch in der gesamten Ostschweiz verteuerten sich die Eigenheime überdurchschnittlich. In der Westschweiz legten die Preise im Kanton Freiburg mit etwa 4 Prozent am deutlichsten zu. Am anderen Ende der Skala lagen die Grossstädte. In den Regionen Genf und Basel sanken die Preise sogar leicht.

## Tiefere Nutzungskosten in Sicht

Im laufenden Jahr dürfte sich die Eigenheimnachfrage wieder leicht beschleunigen. Die Nutzung einer durchschnittlichen Eigentumswohnung verursachte Ende 2023 im Mittel zwar immer noch rund 10 Prozent höhere Kosten als eine vergleichbare Mietwohnung. Um diesen «Aufpreis» aber – zumindest buchhalterisch – langfristig wettzumachen, genügt bereits eine jährliche Wertsteigerung von 0,5 Prozent. Und die Erwartung langfristig steigender Eigenheimpreise ist nach fast 25 Jahren Boom stark in der Gesellschaft verankert.

Zudem nehmen die Nutzungskosten von Eigenheimen 2024 als Folge der wieder sinkenden Zinsen ab. Nach der ersten Leitzinssenkung im März ist mit zwei weiteren Zinsschritten zu rechnen. Damit werden sie – auch ohne Preissteigerung – gegenüber Mietwohnungen wieder attraktiver. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund stark steigender Angebotsmieten.



# Neubautätigkeit weiter im Minus

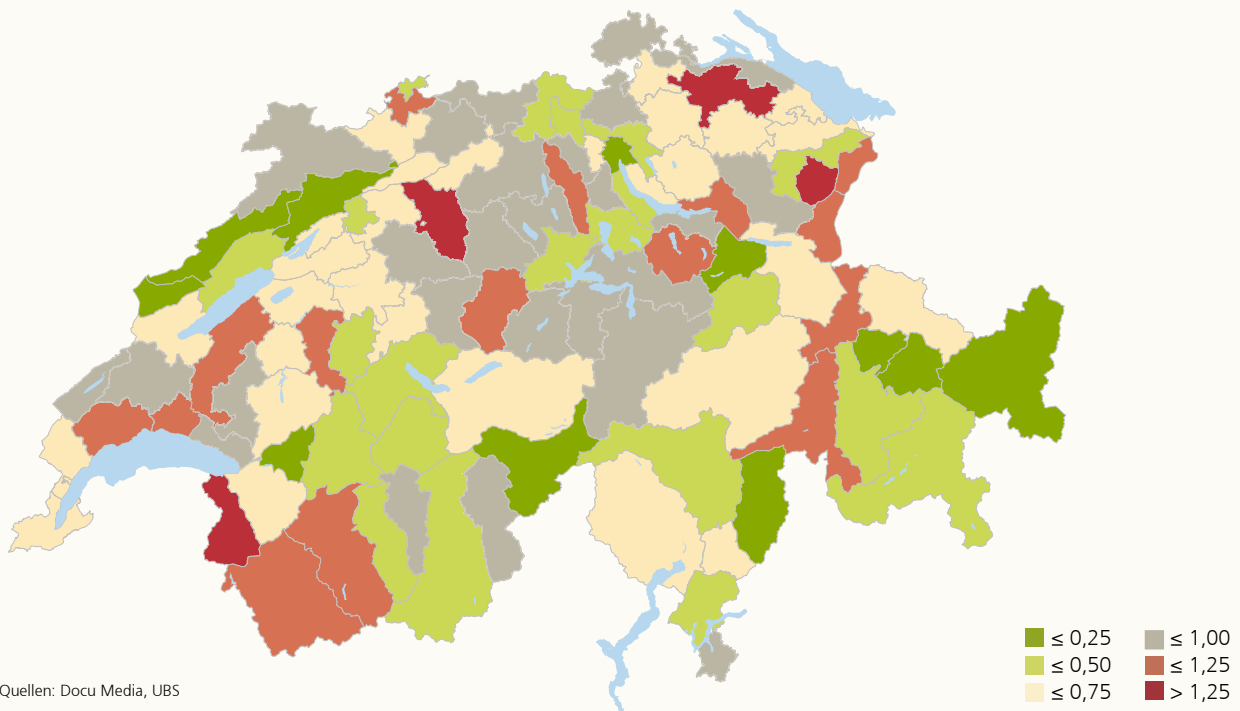
Das tiefe Eigenheimangebot begünstigt die robuste Preisentwicklung. Per Ende 2023 waren trotz leichter Erholung im Jahresverlauf weniger als 3,5 Prozent aller Eigentumsobjekte zum Verkauf ausgeschrieben – im historischen Kontext ein tiefer Wert. Im langfristigen Vergleich besonders gering ist das Eigenheimangebot im Kanton Waadt, im deutschsprachigen Raum vor allem in den Kantonen Aargau und Graubünden sowie der Zentralschweiz.

Im laufenden Jahr dürfte das ausgeschriebene Angebot an Eigenheimen zwar steigen, wenngleich nur langsam. Zum einen wird es aufgrund der Mietwohnungsknappheit

nicht zu einer Verkaufswelle kommen. Zum anderen blieb die Anzahl bewilligter Eigenheime auch 2023 rückläufig. 2024 dürfte der Bestand nur noch um 0,8 Prozent bei Eigentumswohnungen und 0,5 Prozent bei Einfamilienhäusern steigen, was klar unter dem zehnjährigen Durchschnitt von 1,2 Prozent respektive 0,7 Prozent liegt. Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Nachfrage ist ein Überangebot damit nicht zu befürchten. Am meisten neue Objekte werden in den Ostschweizer Regionen Werdenberg, Rheintal und Thurtal auf den Markt kommen, im Mittelland in der Region Oberaargau und in der Westschweiz in der Region Monthey.

## Grosse Bestandsausweitung ist rar

Bewilligte Eigenheime Juli 2022 bis Juni 2023 relativ zum Eigenheimbestand, in Prozent



### Konjunktur bremst Preisanstiege

Eine Wiederbelebung des Eigenheimbooms wie zu Pandemiezeiten ist aber unwahrscheinlich. Die inzwischen höheren Preise drosseln die Nachfrage, sodass sie klar unter dem Niveau der Pandemiejahre bleiben wird. Zudem werden sich die unterdurchschnittliche gesamtwirtschaftliche Entwicklung und die leicht steigenden Arbeitslosenzahlen dämpfend auswirken. Potenzielle Käufer dürften teilweise abwarten, bis die Hypothekarzinsen im Jahresverlauf klar gesunken sind und sich zudem die konjunkturelle Lage wieder verbessert. Somit dürfte die Anzahl Interessenten vielerorts vorerst überschaubar bleiben.

Eine schnelle Rückkehr zum Verkäufermarkt ist derzeit nicht in Sicht. Im laufenden Jahr ist mit einer weiteren Abschwächung der Preisanstiege zu rechnen. Über das ganze Jahr dürften die Preise von Eigentumswohnungen ein Plus von 1,5 Prozent und diejenigen von Einfamilienhäusern eines von 1,0 Prozent verzeichnen. Die Kombination aus der soliden strukturellen Nachfrage und einer wieder steigenden konjunkturell bedingten Nachfrage dürfte ab 2025 für eine stärkere Preisdynamik sorgen.

# Bauflaute stützt Preise

Matthias Holzhey, Fabian Waltert

Steigende Mieten stabilisieren die Preise für Mehrfamilienhäuser und machen Neubauten attraktiver. Dennoch ist mit einem Wiederanstieg der seit Jahren rückläufigen Bautätigkeit frühestens 2025 zu rechnen. Gemeinden an den Agglomerationsrändern haben gegenüber den Zentren sowohl für Mieter als auch für Investoren an Attraktivität gewonnen.

Nach einer abrupten Trendwende vor zwei Jahren hat die Mietpreisentwicklung weiter an Fahrt gewonnen. Die Angebotsmieten legten 2023 um fast 5 Prozent gegenüber dem Vorjahr zu, was dem stärksten Anstieg seit 15 Jahren entspricht. Der Mietpreisindex des Bundesamts für Statistik verzeichnete im Februar 2024 ein Plus von 2,7 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat, was teilweise dem ersten Anstieg des Referenzzinssatzes im Juni 2023 geschuldet war.

## Abgefederter Zinsschock

An Toplagen sind aufgrund gestiegener Zinsen die Preise für Mehrfamilienhäuser um durchschnittlich 15 Prozent eingebrochen. Auch die Preise für Grossüberbauungen mit hohem Sanierungsaufwand dürften wegen einer deutlich geringeren Nachfrage von Pensionskassen und Versicherungen ins Rutschen geraten sein. Das anhaltend hohe Hypothekarvolumenwachstum bei Immobilienunternehmen und Finanzdienstleistern (+5,5 Prozent im Jahr 2023) zeigt aber, dass die Nachfrage anderer Investorengruppen nach Mehrfamilienhäusern weiterhin gross ist.

Eine entscheidende Rolle spielt dabei die Erwartung steigender Mieteinnahmen. Akzentuiert sich die Wohnungsknappheit, so könnten die Marktmieten

in zehn Jahren bis zu 30 Prozent höher liegen als heute. Zudem dürfte sich der «Speckgürtel» der Grosszentren mit anhaltendem Bevölkerungswachstum in die erweiterten Agglomerationen ausdehnen, wodurch sich die Zahlungsbereitschaft dort an diejenige für Zentrumslagen und enge Agglomerationen annähern würde. Solche Annahmen können die höheren Fremdkapitalkosten und die gesunkene Attraktivität der erzielbaren Mietrendite im Vergleich zur Rendite alternativer Anlagen wie Anleihen oder Aktien zumindest wettmachen.

## Nachfrageboom dank günstiger Mieten

Die Wohnungsnachfrage stieg hierzulande in der letzten Dekade um rund 1,3 Prozent jährlich. Die relativ tiefe Zuwanderung der Jahre 2017 bis 2021 wurde dabei durch eine starke Haushaltsbildung überkompensiert. Letztere resultierte aus dem grossen verfügbaren Wohnungsangebot, den gesunkenen Mieten und ab 2020 dem Bedarf nach mehr Wohnraum als Folge der Pandemie. Der Rückgang der Leerwohnungsziffer für Mietwohnungen von 2,7 auf 1,7 Prozent zwischen 2020 und 2023 war damit primär die Folge eines Nachfragebooms und nicht eines Angebotsengpasses. Denn im letzten Jahrzehnt übertraf die Entwicklung des Wohnungsbestands das Bevölkerungswachstum regelmässig.

Im vergangenen Jahr aber verzeichnete die Schweiz mit einem Bevölkerungswachstum von über 1,5 Prozent den stärksten Anstieg seit 1963 – doppelt so viel wie im Durchschnitt der Jahre 2017 bis 2022. Auch im laufenden Jahr dürfte die Wohnbevölkerung um überdurchschnittlich hohe 1,2 Prozent zunehmen. Eine Ausweitung des Wohnungsbestands um mehr als 1 Prozent ist zum jetzigen Zeitpunkt jedoch unwahrscheinlich. Das Angebot übernimmt damit in den nächsten Jahren die Rolle des Knappheitstreibers.

### Verlangsamung, aber kein Kollaps der Bautätigkeit

Im vergangenen Jahr wurden Baubewilligungen für nur gerade 35 000 neue Wohnungen erteilt, der tiefste Wert der letzten zwei Dekaden. Dafür gibt es verschiedene Ursachen, die teils zyklischer, teils struktureller Natur sind:

#### Leerstand beendet Bauzyklus

Die jährliche Zahl der Baugesuche am Bestand sank von rund 1,4 Prozent (2005 bis 2017) auf aktuell knapp 1 Prozent. Dieser Rückgang korrelierte stark mit dem Anstieg der Leerstandsquote, die 2020 ihren Höhepunkt erreichte. Ein punktuell regionales Überangebot und ein rückläufiges Bevölkerungswachstum führten in grossen Kantonen wie Waadt

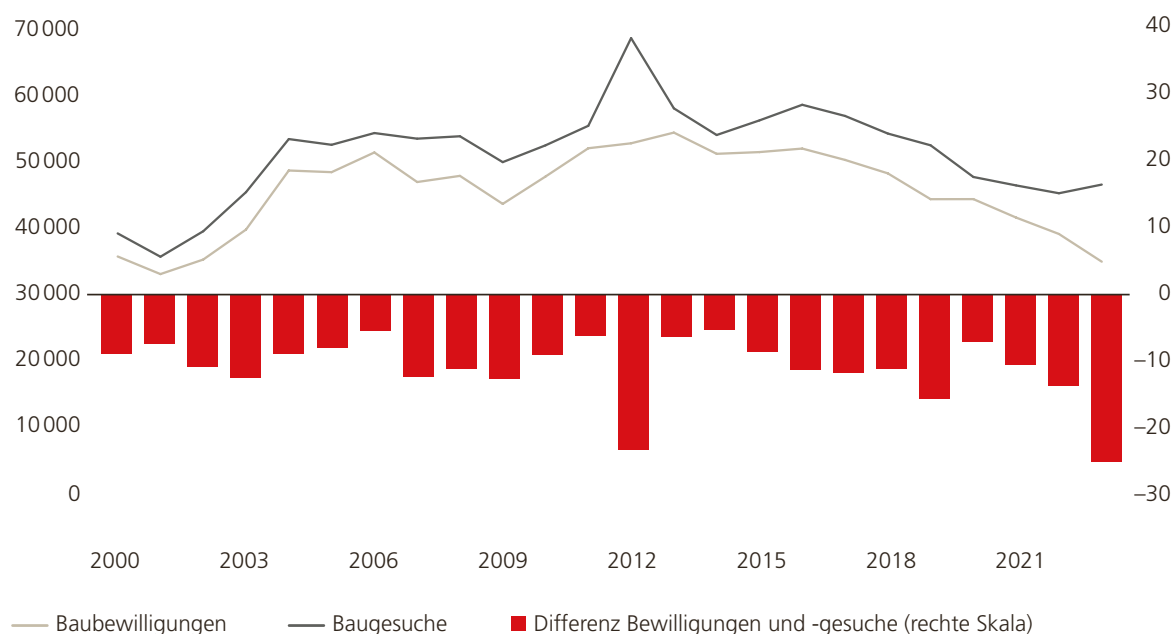
und Aargau mitunter zu einer Halbierung der Baugesuche. In weiterhin wachstumsstarken Regionen wie dem Kanton Zürich und Teilen der Zentral- und Ostschweiz stabilisierten sich die Baugesuche in den letzten Jahren auf einem relativ hohen Niveau.

#### Raumplanung und Einsprachen erzwingen langsamere Baukadenz

Das ehemals hohe Tempo der Bautätigkeit dürfte auch aufgrund des Raumplanungsgesetzes nicht haltbar gewesen sein. Die unbebaute Fläche innerhalb der Wohnbauzonen schrumpfte in den letzten fünf Jahren um über 10 Prozent. Die Bebauung grösserer leer stehender Wohnbauzonen hatte dabei wohl den stärksten Einfluss. Ein Grossteil der verbleibenden Parzellen ist schlecht erschlossen oder im bestehenden Siedlungsgebiet stark zerstückelt, was Grossüberbauungen zusehends erschwert. Je weniger Bauten auf der grünen Wiese möglich sind, desto schwieriger ist es, den Bauboom der Vergangenheit wiederzubeleben. Hinzu kommt, dass eine Flut an Einsprachen den Bauprozess verlangsamt und verteuert; im Kanton Zürich stieg die Zahl der Baurekurse in den vergangenen zehn Jahren um rund 40 Prozent. Weiter wird die postulierte Verdichtung durch widersprüchliche politische Ziele, etwa Lärm- und Denkmalschutz, ausgebremst.

## Einbruch bei Baubewilligungen

Baugesuche und -bewilligungen für Neubauten (Mehrfamilien- und Einfamilienhäuser), in Anzahl Wohneinheiten sowie Differenz zwischen bewilligten und eingereichten Baugesuchen, in Prozent



Quellen: Docu Media, UBS

### Kostenschock treibt Keil zwischen Bewilligungen und Gesuche

Die Baukosten nahmen seit Ende 2020 um knapp 16 Prozent zu. Aufgrund der hohen Finanzierungskosten sank zudem die Rentabilität neuer Bauprojekte. Gleichzeitig stieg die Unsicherheit darüber, welche Verkaufspreise angesichts gestiegener Hypothekarzinsen durchgesetzt werden können. Als Folge ist die Zahl der Baubewilligungen deutlich stärker gesunken, als anhand der Anzahl Baugesuche zu erwarten gewesen wäre. Während sich seit 2020 die projektierten Wohneinheiten bei rund 45 000 bis 47 000 einpendelten, gingen die jährlich baubewilligten Wohnungen um fast 10 000 zurück. Im vergangenen Jahr wurden 25 Prozent weniger Wohnungen bewilligt als projektiert – die grösste Differenz der letzten 30 Jahre. Dies deutet darauf hin, dass aufgrund der ungünstigeren Kostenbasis Projektänderungen vorgenommen wurden, was die Bewilligungsprozesse verzögerte. Ebenfalls dürften bewilligte Projekte sistiert worden sein. Den stärksten Einbruch bei den erteilten Baubewilligungen verzeichnete Basel-Stadt, was jedoch eine direkte Folge des dort 2022 in Kraft getretenen Wohnschutzgesetzes war.

### Talsole durchschritten

Die Projektierung von Wohnungen dürfte in den kommenden Quartalen wieder etwas anziehen. Sinkende Zinsen und steigende Mieten erhöhen die Rentabilität zukünftiger Bauvorhaben, während sich bei den Baukosten zumindest eine Stabilisierung abzeichnet. Dennoch dürfte die Zahl fertig-

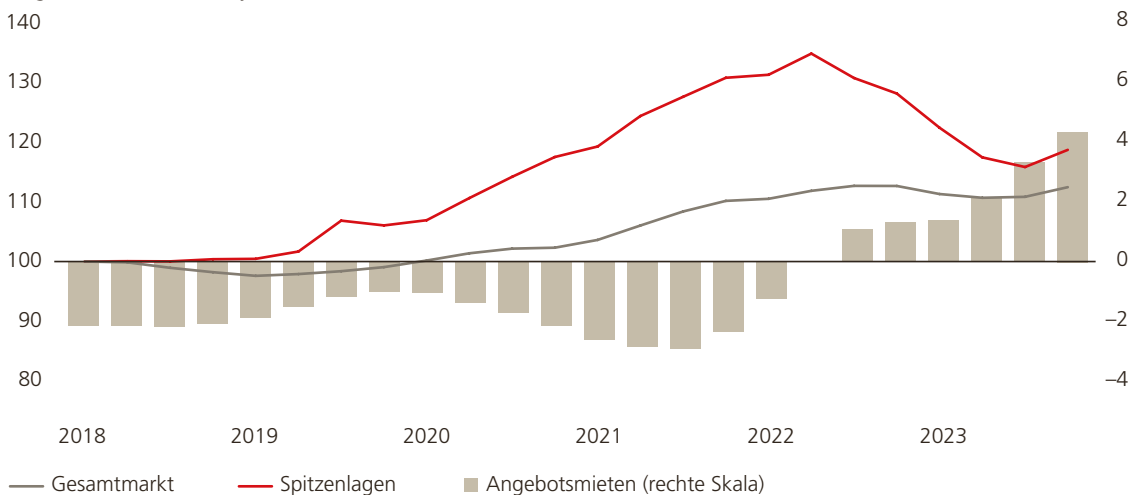
gestellter Wohnungen erneut sinken. Mit einer leichten Erholung ist nicht vor 2025 zu rechnen.

Während die zyklischen Treiber dafür sprechen, dass Bauen wieder etwas attraktiver wird, dürften die strukturellen Hürden die Bautätigkeit begrenzen. Zwar wurde der politische Handlungsbedarf erkannt. Der im Februar vom Bund präsentierte «Aktionsplan gegen die Wohnungsknappheit» adressiert wichtige Handlungsfelder wie die Beschleunigung von Bewilligungsverfahren, die Erhöhung der Ausnützungsziffern und die Bekämpfung missbräuchlicher Einsprachen. Konkrete Massnahmen liegen jedoch noch in weiter Ferne, da diese in den meisten Fällen die Revision von Gesetzen und Verordnungen bedingen, die grösstenteils im Verantwortungsbereich der Kantone und Gemeinden liegen. Sollte etwa der Kanton Zürich bezüglich des Mieterschutzes dem von Basel-Stadt eingeschlagenen Weg folgen, kommen zusätzliche Hürden auf Immobilienanleger zu.

Von einer raschen Entspannung auf dem Mietwohnungsmarkt ist folglich nicht auszugehen, sodass Investoren auch mittelfristig mit steigenden Mieterträgen rechnen dürften – nicht nur in den Zentren. Mit den für das zweite Halbjahr erwarteten weiteren Leitzinssenkungen der Schweizerischen Nationalbank dürften die Liegenschaftswerte spätestens ab 2025 wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren.

## Mieten stabilisieren Preisentwicklung

Transaktionspreise am Gesamtmarkt und Preise an Spitzenlagen, Index 2018 = 100 sowie Veränderung der Angebotsmieten zum Vorjahr, in Prozent (rechte Skala)



Quellen: Wüest Partner, UBS

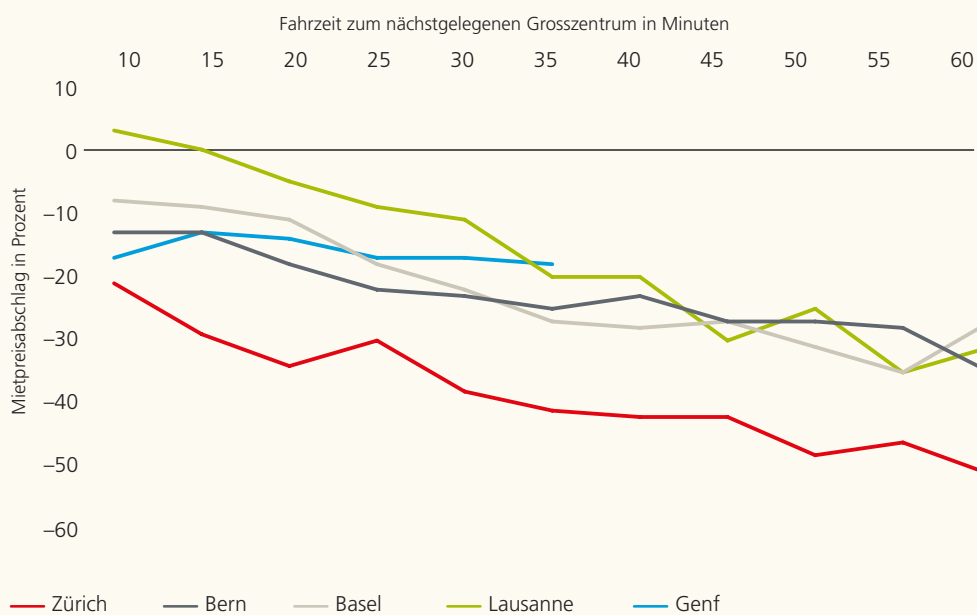
# Agglomerationsgemeinden attraktiver

Primär in den Grosszentren hält die starke Zuwanderung die Wohnungsnachfrage auf hohem Niveau. Gleichzeitig haben seit Beginn der Pandemie deutlich mehr Haushalte die Zentren verlassen als in den Jahren zuvor, da dank des vermehrten ortsunabhängigen Arbeitens grosse Mieteinsparungen möglich sind. Besonders ausgeprägt ist der Abschlag im Raum Zürich: In Gemeinden im Umkreis von zehn Fahrminuten ab der Kantonshauptstadt sind die Angebotsmieten im Mittel gut 20 Prozent tiefer. Ab 20 Fahrminuten vergrössert sich dieser Mietpreisabschlag auf rund ein Drittel, ab 60 Minuten auf die

Hälfte. Aus Anlegersicht haben sich die Risiken in den Agglomerationsgürteln und der zentrumsnahen Peripherie daher in den letzten Jahren merklich verringert. Dies zeigt sich etwa in der Entwicklung der Leerstände, wo das Gefälle zwischen den Agglomerationskernen und ihrem Umland stark abgenommen hat. Zu den gesunkenen Mietertragsausfällen und den steigenden Mieterträgen kommen in vielen Fällen ein im Vergleich zum Zentrum kleineres regulatorisches Risiko und geringere Transaktionskosten bei der Projektentwicklung hinzu.

## Starkes Mietpreisgefälle

Mietpreisabschlag zum nächstgelegenen der fünf Grosszentren in Abhängigkeit von der Fahrzeit, 2023



Quellen: SBB, TomTom, Wüest Partner, UBS

# Im Umbruch

Matthias Holzhey, Maciej Skoczek

Unsicherheit über den langfristigen Bedarf hemmt die Büroflächennachfrage vieler Firmen. Steigenden Mieteinnahmen an Zentrumsanlagen stehen hohe Leerstandsrisiken in den Agglomerationen gegenüber. Umnutzungen in Wohnungen sind eine Möglichkeit, um eine Marktbereinigung anzustossen.

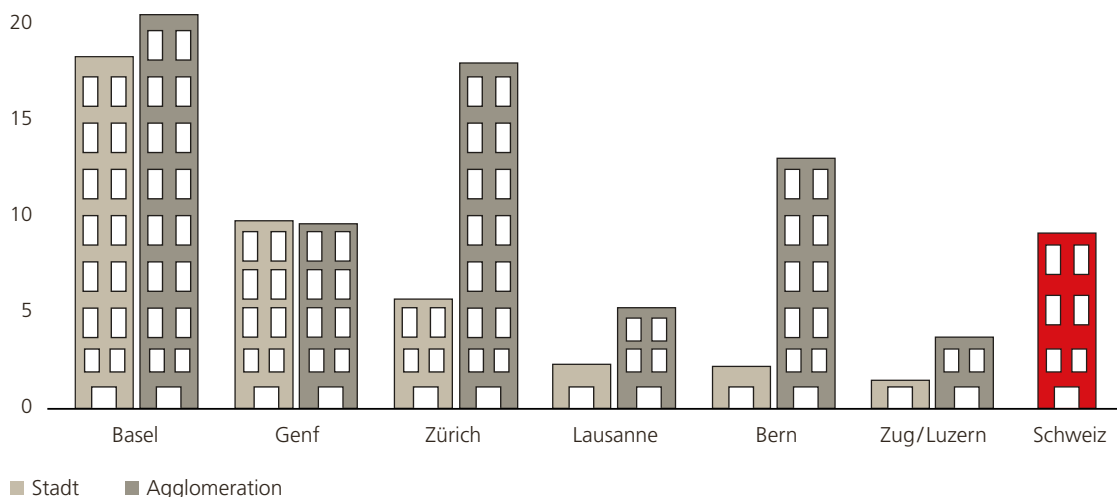
Die Kaufpreise für Büroliegenschaften standen 2023 unter Druck. Als Folge der gesamthaft höheren Zinsen sanken sie an Spitzenlagen um 10 bis 15 Prozent. Zudem ist die Marktliquidität in der Peripherie anhaltend tief und gerade bei Altbauten sind grosse Preisabschläge notwendig, um überhaupt Kaufinteressenten zu finden. Auch die Bewertungen in den Büchern wurden nach unten angepasst. So wiesen die grössten Immobiliengesellschaften für 2023 eine Erhöhung ihrer Diskontierungssätze für Geschäftsflächen um durchschnittlich rund 30 Basispunkte aus, was einer Wertkorrektur von etwa 10 Prozent entspricht.

## Leichte Reduktion der Leerflächen

Die Mietentwicklung zeigte sich hingegen uneinheitlich. Einerseits stiegen 2023 sowohl die Mieteinnahmen institutioneller Investoren als auch die Abschlussmieten im tiefen einstelligen Prozentbereich. Eigentümer von Büroflächen profitierten von der Inflation und der gestiegenen Nachfrage nach hochwertigen Flächen. Andererseits fielen die ausgeschriebenen Mieten schweizweit um rund 3 Prozent, was auf ein zunehmendes Überangebot an qualitativ minderwertigen und folglich günstigen Flächen hinweist.

## Hoher Leerstand in Agglomerationen

Büroleerstandsquote, per Ende 2023, in Prozent



Quellen: REIDA, UBS



Bürogebäude in Vals, Kanton Graubünden, iStock

Die Büroleerstände auf Portfolioebene konnten im Vorjahresvergleich leicht reduziert werden. Gemäss REIDA (Real Estate Investment Data Association) beträgt die Leerstandsquote bei Büroflächen knapp 9 Prozent im Landesdurchschnitt. Bei den Grosszentren weisen Basel und Genf mit 17 Prozent respektive 10 Prozent die höchsten Büroleerstandquoten auf, während sie in der Stadt Zürich bei 5 Prozent und in den Städten Lausanne und Bern bei nur 2 Prozent liegen. Insgesamt ist der Leerstand trotz Bürobeschäftigungsbooms in den letzten Jahren aber nur unwesentlich tiefer als noch direkt vor der Pandemie. Die Flächenabsorption fiel damit unterdurchschnittlich aus, da Unternehmen ihre Flächen nachfrage aufgrund des Homeoffice-Effekts nur schwach ausweiteten.

#### Ausweg Umnutzung

Ein grosses Einzugsgebiet wurde in den letzten Jahren verstärkt zum Schlüsselkriterium bei der Standortwahl von Firmen. So stiegen die Bestandesmieten in den Grosszentren seit 2019 um fast 5 Prozent, während die Mieten in den Agglomerationen stagnierten. Die Büroleerstandquoten sind in den Agglomerationen durchschnittlich fast 10 Prozentpunkte höher als in den Zentren. In jedem ach-



9%

Leerstandsquote bei Büroflächen im Landesdurchschnitt

Quellen: REIDA, UBS

ten Gebäude in den Agglomerationen ist zudem ein Drittel aller Flächen unvermietet – ein klares Warnsignal von gestrandeten Vermögenswerten. Insbesondere die Agglomerationen Zürich und Basel, wo fast 20 Prozent aller Flächen leer stehen, stechen dabei hervor.

Schwer vermietbare Büroflächen dürften mittelfristig vermehrt in Wohnungen umgewandelt werden. In den Agglomerationen der Grosszentren liegen die Mieten für neuwertige Wohnungen bereits heute rund 15 Prozent über den aktuellen Bestandes- und Marktmieten für Büroflächen. Die zunehmende Wohnungsknappheit wird diese Differenz weiter vergrössern. Auch die raumplanerische

Trennung von Wohn- und Arbeitszonen dürfte mittelfristig gelockert werden, was die Umnutzung überflüssiger Büroliegenschaften in Wohnraum vereinfachen wird.

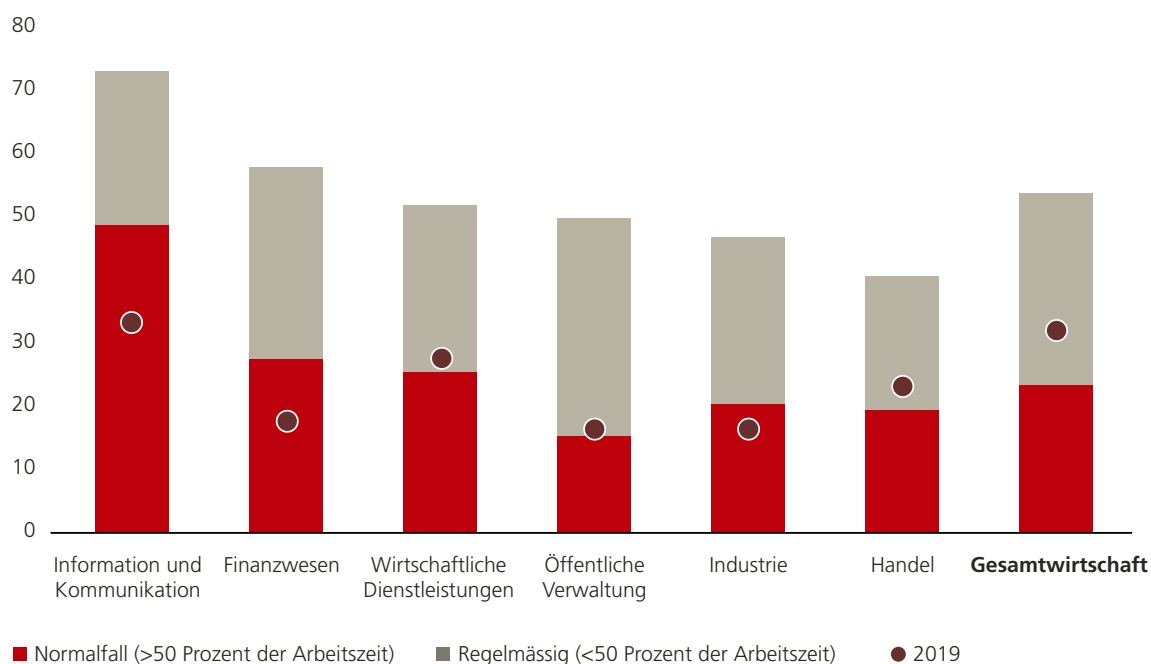
### KMUs (noch) mit weniger Homeoffice

Im Durchschnitt arbeiten Schweizer Bürobeschäftigte aktuell rund zwei Tage pro Woche im Homeoffice. Dies ist vergleichbar mit Deutschland und Frankreich, aber ein Tag weniger als in den USA. 2022 verbrachten rund 20 Prozent der Bürobeschäftigten sogar mehr als die Hälfte der Arbeitszeit im Homeoffice. Diese Durchschnittszahlen verschleiern jedoch grosse Unterschiede unter den Branchen und Firmengrössen. In der Informations- und Kommunikationsbranche arbeiten über 70 Prozent der Belegschaft regelmässig im Homeoffice, während dies in der Industrie bei nur rund 40 Prozent der Bürobeschäftigten der Fall ist.

Bei Grossunternehmen dürfte der Homeoffice-Anteil deutlich grösser sein als bei kleineren Firmen. Einerseits haben KMUs teils weniger Ressourcen für aufwendige technologische Homeoffice-Lösungen sowie Cybersicherheit. Andererseits können traditionelle Arbeitsvorstellungen noch eine grössere Rolle spielen als bei Grossunternehmen. Diese Kluft dürfte sich jedoch graduell schliessen. Denn dank Homeoffice lässt sich die Mitarbeiterzufriedenheit steigern, was sich in einer tieferen Fluktuation und damit in geringeren Personalkosten niederschlägt. Ausserdem wirkt sich ortsunabhängiges Arbeiten positiv auf das Einzugsgebiet von Arbeitskräften aus, was gerade an weniger zentralen Standorten und für kleinere Firmen besonders vorteilhaft sein dürfte. Eine grössere Verbreitung von Homeoffice wird voraussichtlich langfristig dazu beitragen, die Nachfrage nach günstigeren Standorten ausserhalb der Zentren zu stabilisieren.

## Homeoffice als Normalfall

Anteil der Bürobeschäftigten mit häufigem Homeoffice, 2019 und 2022, nach Branche, in Prozent



Quellen: BFS, UBS



### Versteckter Leerstand als Bremsklotz

Die Flächenoptimierung dürfte den Zusatzbedarf nach Büroflächen in den nächsten zehn Jahren im Landesdurchschnitt schätzungsweise halbieren. Der versteckte Leerstand durch ungenutzte Arbeitsplätze beim Arbeiten von zu Hause dürfte sich im Vergleich zur Vor-Coronazeit im Wochendurchschnitt auf rund 20 Prozent verdoppelt haben. Grossfirmen setzen vermehrt auf Flex-Office-Konzepte mit Begegnungszonen, um sich den veränderten Arbeitsbedürfnissen anzupassen und den Flächenbedarf zu reduzieren. Die optimale Gestaltung des «Büros der Zukunft» und die Ermittlung des tatsächlichen Flächenbedarfs sind ein Prozess des Herantastens.

Eine generelle Trendumkehr hin zu steigenden Marktmieten ist daher nicht in Sicht, auch wenn dieses Jahr deutlich weniger neue Büroflächen auf den Markt kommen als in der Vergangenheit. Die Preiskorrektur am Transaktionsmarkt für Spitzlagen dürfte aber grösstenteils abgeschlossen sein – insbesondere, da im laufenden Jahr weiter sinkende Leitzinsen erwartet werden. Die Aussichten in der Peripherie sind hingegen schlechter. Es dürfte noch mehrere Jahre dauern, bis das Zusammenspiel aus Flächenoptimierung, sinkendem Neubau und Umnutzungen den Büroflächenbestand ausreichend an die neue Nachfragewelt angepasst haben wird, um einen neuen Zyklus steigender Mieten und Immobilienwerte auszulösen.

## Langer Weg zur Dekarbonisierung

Eine schweizweite Sanierungswelle von Geschäftsflächen ist bisher ausgeblieben. Aktuell wird immer noch die Mehrheit der Büroliegenschaften mit fossilen Brennstoffen beheizt. Der Kanton Genf weist hierbei mit gut 70 Prozent den höchsten Anteil aus. Im Kanton Basel-Stadt liegt er hingegen bei knapp 30 Prozent, da dort das Fernwärmenetz am stärksten ausgebaut ist.

Institutionelle Investoren und börsennotierte Anlagegefässe sind stark bemüht, den Büroflächenbestand ökologisch nachhaltiger zu gestalten. Der laufende Ausbau der Fernwärmenetze durch die Städte spielt der Dekarbonisierung des Büroflächenbestands in die Karten. Die Energieeffizienz in den Zentren wird sich damit in den nächsten Jahren weiter verbessern. Angesichts der hohen Bedeutung des Mieterstromverbrauchs für den Gesamtenergieverbrauch bei Geschäftsflächen spielt auch der Einsatz von Fotovoltaikanlagen eine zunehmend wichtige Rolle bei der Dekarbonisierung.

Die Kluft in Sachen Nachhaltigkeit zwischen Liegenschaften an guten und schlechten Lagen wird voraussichtlich zunehmen: Die Zahlungsbereitschaft für Nachhaltigkeit konzentriert sich auf Topobjekte für Grossunternehmen,

sodass in der Peripherie ökologische Sanierungen oftmals nicht rentabel sein dürften. Nutzungseinschränkungen für Gebäude, die ESG\*-Standards bei Weitem nicht entsprechen, stehen hierzulande zwar momentan nicht zur Diskussion. Langfristig ist aber damit zu rechnen, dass Finanzierungen für energetisch ineffiziente Gebäude teurer werden, wenn Banken ihre sogenannten «Scope-3»-Emissionen – also diejenigen von Kunden und Lieferanten – reduzieren sollen.



\* ESG steht für die Begriffe Environment (Umwelt), Social (Soziales) und Governance (verantwortungsvolle Unternehmensführung).

# Ungebrochener Strukturwandel

Thomas Rieder

Das kurze Zwischenhoch im Verkaufsflächenmarkt ist Geschichte. Der stationäre Handel dürfte weitere Marktanteile an den Onlinehandel abgeben. Folglich werden Flächenabstriche, Umnutzungen und Druck auf die Mieten das Bild auch zukünftig prägen.

Der Umsatz im Schweizer Detailhandel stieg 2023 leicht um 0,3 Prozent. Diese knappe Zunahme ist jedoch auf höhere Konsumgüterpreise zurückzuführen, die innert Jahresfrist im Durchschnitt um 2,0 Prozent anzogen. Real ging der Umsatz im letzten Jahr damit um 1,7 Prozent zurück. Im laufenden Jahr dürfte sich das Marktumfeld zwar wieder etwas aufhellen, doch die Detailhandelsumsätze werden voraussichtlich real bestenfalls stagnieren.

Nach einer Verschnaufpause 2022 wuchs das Onlinegeschäft im vergangenen Jahr wieder und erreichte einen Marktanteil von rund 12 Prozent am gesamten Detailhandelsumsatz. Auch dieses Jahr dürften die Umsätze im Onlinehandel und dessen Marktanteil weiter zulegen. Damit bleibt der stationäre Handel unter Druck, was zu weiteren Reduktionen von Verkaufsflächen führen dürfte, wie ein aktuelles Beispiel zeigt: Ein hiesiger Grossverteiler hat kommuniziert, seine Sportfach- und Elektronikgeschäfte mit insgesamt mehr als 120 000 Quadratmetern Fläche verkaufen zu wollen. Falls sich ein Käufer findet, dürften kaum alle Standorte weitergeführt werden.

## Historisch tiefe Neubautätigkeit

Gleichzeitig kommen Neubauten auf den Markt. Im letzten Jahr wurden Verkaufsflächen mit einem Investitionsvolumen von rund 340 Millionen Franken bewilligt. Der langfristige Jahresdurchschnitt der letzten zwei Dekaden von rund 660 Millionen Franken fällt zwar deutlich höher aus. Doch im

## Tiefe Leerstände in den Grosszentren

Leer stehende Fläche als Anteil der Gesamtfläche, in Prozent



Quellen: REIDA, UBS

vorherrschenden Marktumfeld, in dem Verkaufsflächen reduziert werden, stellt selbst die Vermarktung dieser zusätzlichen Flächen eine grosse Herausforderung dar.

Derzeit sind keine grossen neuen Einkaufszentren geplant. Vielmehr entstehen neue Flächen häufig erzwungenermassen im Rahmen von Wohn- und Büroüberbauungen in Zentrumszonen, da lokale Baureglements oftmals einen Mindestanteil an gewerblichen Flächen verlangen. Eine reine Wohnnutzung wäre aber mancherorts aufgrund der knappen Verfügbarkeit an Wohnflächen und der fehlenden Absatzmöglichkeiten von Verkaufsflächen sinnvoller.

### **Umnutzungen verhindern Leerstände**

Trotz schwieriger Marktsituation hält sich das ausgeschriebene Angebot an Verkaufsflächen im Rahmen. Gemäss Wüest Partner lag die landesweite Angebotsquote 2023 bei 1,8 Prozent oder 700 000 Quadratmetern Bruttogeschossfläche. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei den effektiven Leerständen. Gemäss REIDA belief sich der Mietertragsausfall bei Verkaufsflächen im vierten Quartal 2023 auf 4,2 Prozent. Da in diesen Zahlen aber gut gelegene Objekte grosser institutioneller Anbieter übervertreten sind, dürfte der tatsächliche Landesdurchschnitt höher sein. In den Grosszentren sind die Mietertragsausfälle mit 2,1 Prozent verhältnismässig gering. Auch in den Agglomerationen (3,0 Prozent), wo das Food-Segment stark vertreten ist, fallen die Leerstände tief aus. Die übrigen, vornehmlich ländlichen Gemeinden (6,5 Prozent) und Kleinzentren (11,4 Prozent) hingegen verzeichnen hohe Werte.

Die insgesamt tiefen Angebots- und Leerstandsziffern dürften einerseits auf das Food-Segment zurückzuführen sein, das weniger vom Onlinehandel betroffen ist. Auch erhöht das derzeit starke Bevölkerungs- und Konsumwachstum den Flächenbedarf. Andererseits beschönigen Umnutzungen von weniger rentablen Verkaufsflächen das Bild. An zentralen Lagen werden diese vermehrt durch Büroflächen ersetzt, mit denen höhere Mieterträge realisiert werden können. So schliesst an der Zürcher Bahnhofstrasse Ende 2024 bereits das zweite grosse Kaufhaus innert weniger Jahre. Nach erfolgtem Umbau dürften Verkaufsflächen nur

noch im Erd- und Untergeschoss vorzufinden sein. Vermehrt kommt es auch zu Umnutzungen in Wohnflächen. Beispiele hierfür finden sich in den Innenstädten von Winterthur und St. Gallen. Ausserhalb der Zentrumslagen werden die Flächen tendenziell zu Gewerbebezwecken umgewandelt. Je nach Standort ist der Erfolg einer Umnutzung aber nicht garantiert.

### **Dunkle Wolken verbleiben am Horizont**

Die pessimistischen Zukunftsaussichten spiegeln sich auch in der Mietpreisentwicklung wider. Im vergangenen Jahr sanken die Angebotsmieten im Landesdurchschnitt um 0,3 Prozent. Im laufenden Jahr dürfte der Rückgang mit minus 3 Prozent noch deutlicher ausfallen. Eine Trendwende ist auch in den kommenden Jahren nicht zu erwarten.

Trotz Strukturwandel gibt es immer noch erfolgreiche Verkaufsflächenformate und Standorte. Verkaufsflächen an zentralen Lagen mit hohen Passantenfrequenzen laufen zumeist gut. Neben klassischen Verkaufslökalen sind dort immer öfter Showrooms für Automobile, Elektronik oder Inneneinrichtungen zu finden. In Regionen mit hohem Bevölkerungswachstum ausserhalb der Innenstädte dürften lebensmittel-lastige Verkaufsflächen sowie regionale Retail-Cluster mit starkem Fokus auf Lebensmittel und ergänzenden Angeboten, beispielsweise Baumärkte, Möbel oder Gesundheit, gut funktionieren. Auch die grossen etablierten Einkaufszentren stehen zumeist gut da, wobei Dienstleistungs-, Erlebnis- und Gastronomieflächen wichtige Kriterien bleiben, um Kunden anzulocken.

In den kommenden Jahren dürfte sich die Spreu vom Weizen hinsichtlich Standorten und Geschäftsformaten sukzessive weiter trennen. Gemeinden sollten hinterfragen, ob und an welchen Lagen der Zwang für Verkaufs- oder Gewerbeflächen noch Sinn ergibt. Für Investoren ist es vor dem Hintergrund des Strukturwandels entsprechend wichtig, bestehende Flächen im Portfolio sowie Neuprojekte auf ihre Marktfähigkeit zu prüfen. Denn Umnutzungen und Portfoliobereinigungen bleiben an der Tagesordnung.

# Wachstumsgeschichte mit Fortsetzung

Fabian Waltert, Katharina Hofer

Schweizer Logistikimmobilien bieten langfristig Wertzuwächse und attraktive Ausschüttungsrenditen. Aufgrund der geringen Marktgrösse und des erforderlichen Know-hows bleiben Direktanlagen dennoch eine Nische, die institutionellen Anlegern vorbehalten ist.

Der Schweizer Logistiksektor ist ein gewichtiger Wirtschaftszweig mit einem Anteil von geschätzt rund 6 Prozent an der gesamten inländischen Wirtschaftsleistung, für den Immobilien von höchster strategischer Bedeutung sind. Der starke inländische Konsum in Verbindung mit einer dynamischen Bevölkerungsentwicklung und das Wachstum des Onlinehandels bilden das Rückgrat der hiesigen Logistikflächennachfrage.

## **Onlinehandel befeuert Flächennachfrage**

Die Verlagerung des Konsums vom stationären Detailhandel zum Onlinehandel erlebte während der Pandemie einen kräftigen Schub. Das durch die Schweizerische Post beförderte Paketvolumen stieg zwischen 2019 und 2021 um satte 35 Prozent und dürfte nach zwischenzeitlicher Konsolidierung im Nachgang der Pandemie ab dem laufenden Jahr wieder an Fahrt gewinnen. Gemäss Handelsverband werden in der Schweiz aktuell rund 12 Prozent des Detailhandelsumsatzes über den Onlinekanal erwirtschaftet. Dieser Anteil ist zwar beachtlich, aber nur halb so gross wie beim europäischen Spitzenreiter Grossbritannien.

Gleichzeitig benötigen Onlinehändler gemäss Logistikimmobilien-Unternehmen Prologis aufgrund der fehlenden Ladenflächen, einer typischerweise grossen Sortimentstiefe, kleinteiliger Lieferungen

und einer hohen Retourenquote gut dreimal mehr Lagerflächen als stationäre Detailhändler. Auch ist die Logistik im Wettbewerb der Onlinehändler ein wichtiges Alleinstellungsmerkmal, denn die Kunden wünschen nebst einer möglichst zeitnahen und flexiblen Zustellung auch eine effiziente Abwicklung von Retouren.

## **Steigende Investitionen trotz begrenztem Bauland**

Logistikimmobilien sind flächenintensiv und stellen gleichzeitig hohe Standortanforderungen, insbesondere an die Anbindung an das Autobahn- und Schienennetz sowie die Nähe zu den Ballungszentren. Geeignete Standorte sind in der dicht besiedelten Schweiz jedoch nur begrenzt verfügbar. Zudem sehen sich grössere Neubauprojekte oft mit Widerständen seitens der Bevölkerung, der Behörden oder verschiedener Interessengruppen konfrontiert. Dennoch haben die grosse Flächennachfrage und das vergleichsweise hohe Durchschnittsalter des bestehenden Gebäudeparks zuletzt zu einer vermehrten Projektierungsaktivität geführt. Von 2020 bis 2023 wurden im Mittel jährlich Baugesuche für Grossprojekte im Umfang von 620 Millionen Franken eingereicht – rund 50 Prozent mehr als jeweils in den vier vorangehenden Jahren. Logistikflächen werden nach wie vor zumeist vom späteren Nutzer entwickelt. Gegen 60 Prozent dieser Investitionen

werden von Gross- und Detailhändlern sowie von Logistik- und Transportunternehmen geplant. Mit 22 Prozent lag 2021 der Anteil der durch institutionelle Anleger und Immobilienunternehmen getätigten Neubauinvestitionen trotz eines Anstiegs noch immer deutlich tiefer als bei Büroflächen (36 Prozent) oder Mehrfamilienhäusern (47 Prozent). Generell ist die Schweiz – anders als etwa Deutschland, die Niederlande oder Grossbritannien – keine

internationale Logistkdrehscheibe. Hierzu fehlt nicht nur der Meerzugang, auch die hiesigen Lohnkosten und Landpreise sind vergleichsweise hoch.

**Attraktive Renditen, hohe Einstiegshürden**

Aus Anlegersicht ist der Schweizer Logistikimmobilienmarkt folglich eine Nische mit hohen Einstiegshürden. Der Transaktionsmarkt ist klein und umkämpft und die Neuentwicklung oft nur durch

## Bauboom entlang der Hauptverkehrsachsen

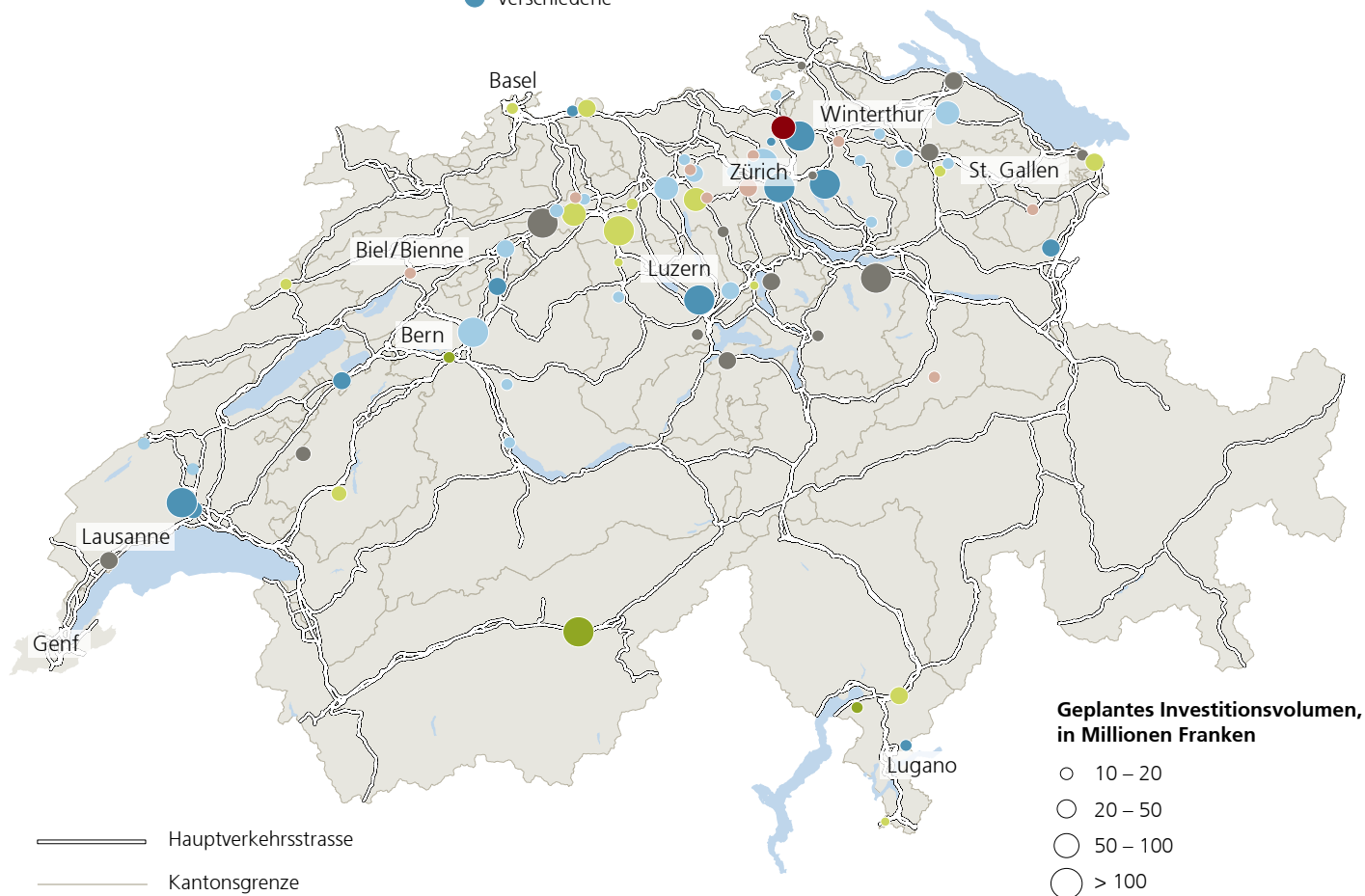
Baugesuche für Lager- und Logistikflächen 2019 bis 2023, nach geplantem Investitionsvolumen und Branche des Bauherrn

Erstellung mehrheitlich zur **Vermietung**

- Bau/Immobilien
- Finanzindustrie

Erstellung mehrheitlich zur **Selbstnutzung**

- Handel
- Logistik / Transport
- Pharma
- Produktion
- Verschiedene



Quellen: Docu Media, UBS

Umnutzungen von Industriebrachen möglich. Bedingt durch die äusserst spezifischen Anforderungen vieler potenzieller Mieter ist ausserdem ein profundes Branchen-Know-how unabdingbar. Ebenfalls müssen Gebäudeanforderungen bezüglich Rangierfläche, Stützenraster, Raumhöhe und Bodentraglasten erfüllt sein. Vorteilhaft sind auch eine konfliktfreie Nachbarschaft und die Möglichkeit für einen 24-Stunden-Betrieb. Gleichzeitig ist die Drittverwendbarkeit im Auge zu behalten, um die Wiedervermietung des Objekts nach Vertragsende zu gewährleisten.

Trotz erhöhter Einstiegshürden ist parallel zu den Bauvorhaben zuletzt auch das Anlegerinteresse an Logistikimmobilien gestiegen. Das eingegangene Risiko wurde gemäss MSCI Schweizer Immobilien Index zwischen 2018 und 2022 mit einer Netto-Cash-Flow-Rendite von 5,0 bis 5,5 Prozent entlohnt. Dies entspricht einer Mehrrendite von durchschnittlich 190 Basispunkten gegenüber Büro- und Verkaufsflächen. Zudem waren nach Jahren der Stagnation zwischen 2020 und 2022 wieder Wertzuwächse von durchschnittlich 1,5 Prozent zu verbuchen.

### Starke strukturelle Wachstumstreiber

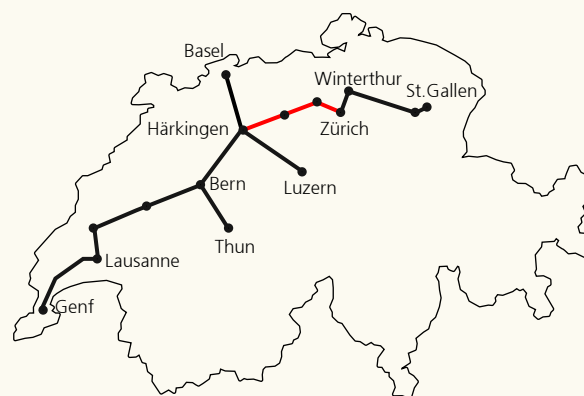
Die zuletzt schwächere globale Konjunktur in einem Umfeld erhöhter Zinsen dürfte den hiesigen Logistikflächenmarkt zwar vorübergehend belasten und weiteren Wertzuwächsen vorläufig im Weg stehen. Langfristig sehen wir jedoch weiteres Wachstumspotenzial. Die Pandemie hat die Verletzlichkeit der globalen Lieferketten und der Just-in-Time-Produktionssysteme deutlich aufgezeigt. Entsprechend dürften Unternehmen in den nächsten Jahren verstärkt in ihre Logistiksysteme und Lagerflächen investieren. Auch bezüglich Nachhaltigkeit ist in der Logistikbranche einiges in Bewegung. Sie steht sowohl bezüglich Liegenschaften wie auch Emissionsausstoss beim Transport vor grossen Herausforderungen.

Das strukturell getriebene Nachfragewachstum bei gleichzeitig beschränktem Potenzial für eine Angebotsausweitung spricht generell für längerfristig steigende Mieten und Immobilienwerte von Logistikflächen. Insbesondere strategisch günstig gelegene Objekte in Zentrumsnähe zur Bewältigung der «letzten Meile» dürften hoch im Kurs bleiben. Durch die Renditevorteile bei vergleichsweise geringer Korrelation mit den übrigen Segmenten des

Geschäftsimmobilienmarkts bieten sich Logistikimmobilien auch zur Portfolio-Diversifikation an. Für Anleger, die indirekt investieren und ihre Heimmarktneigung (Home Bias) reduzieren wollen, kann die Beteiligung an den grossen globalen Logistikimmobilienmärkten, etwa über Logistik-REITs, eine Alternative darstellen. Die dort zwischenzeitlich vorhandenen Überbewertungen wurden in den vergangenen zwei Jahren aufgrund steigender Zinsen weitgehend abgebaut.

## Cargo sous terrain: Wertsteigerungspotenzial

Das Projekt Cargo sous terrain – ein unbemanntes, unterirdisches Logistiksystem – soll dereinst einen Teil des Güterverkehrs von der Strasse holen, und zwar von Genf bis St. Gallen und Luzern bis Basel. Mit der Schaffung des gesetzlichen Rahmens und der Sicherstellung der Finanzierung der Detailplanung hat das privat finanzierte Projekt erste Hürden gemeistert. Für 2031 ist eine erste Teilstrecke von Härkingen (SO) nach Zürich geplant, entlang derer zwölf Hubs zum Be- und Entladen vorgesehen sind. Logistik- und Industrieflächen mit guter Anbindung an diese Hubs würden bei einer Umsetzung deutliche Aufwertungen erfahren und teilweise neue «Best Users» auf den Plan rufen, die auf zuverlässige Lieferzeiten für kleinteilige Transporte angewiesen sind (wie Versand von Gütern des täglichen Gebrauchs oder Pharmaprodukten).



— Erste Teilstrecke  
— Gesamtnetz

Quellen: Cargo sous terrain, UBS

# Sinkende Zinsen, steigende Zuversicht

Maciej Skoczek, Fabian Waltert

Steigende Zinsen haben die Performance börsennotierter Schweizer Immobilientitel in den letzten beiden Jahren geschwächt. Fallende Buchwerte waren zuletzt an der Tagesordnung. Dank starker Markttreiber konnten die Gesellschaften jedoch im operativen Geschäft punkten.

Die Performance von Immobilientiteln leidet jeweils unter steigenden Zinsen. Allerdings treiben darauffolgende Zinsrückgänge die Preise in der Regel wieder in die Höhe. Zwischen 2005 und 2007 stiegen die Renditen zehnjähriger Bundesobligationen um fast 140 Basispunkte. Mit einer Verzögerung von rund zwei Jahren fielen die Kurse der Immobilienfonds um knapp 15 Prozent, diejenigen der Immobilienaktien gar um 30 Prozent. Diese Kurskorrektur endete etwa ein halbes Jahr nach Anbruch einer Phase sinkender Zinsen. Immobilienfonds machten ihre Verluste bereits nach 13 Monaten wieder wett, während es bei den stärker mit dem Gesamtaktienmarkt korrelierten Immobilienaktien rund vier Jahre dauerte. Die Geschichte wiederholte sich 2013 und 2017, wenngleich in abgeschwächter Form.

## **Schwache Kursentwicklung, erodierende Aufwertungsgewinne**

Der jüngste Anstieg der Marktzinsen ab August 2021 löste praktisch unmittelbar eine Kurskorrektur bei den Immobilientiteln aus. Wer 2022 und 2023 über einen Zeitraum von sechs Monaten in Immobilientitel investierte, war in drei von vier Fällen mit Kursverlusten konfrontiert – dreimal häufiger als in den zwanzig Jahren zuvor. Zweistellige negative Halbjahresrenditen waren sogar rund viermal wahrscheinlicher. Ende Februar 2024 lagen die

Kurse der Immobilienfonds weiterhin rund 15 Prozent unter dem damaligen Höchstwert, bei den Immobilienaktien waren es gut 10 Prozent.

Die höheren Zinsen widerspiegeln sich nicht nur in den Börsenkursen. Die während Jahren zur Selbstverständlichkeit gewordenen Aufwertungsgewinne bei den Liegenschaftsportfolios der Immobilienfonds blieben im vergangenen Jahr weitgehend aus. Dies war eine Folge des Anstiegs der Diskontierungssätze um einige Basispunkte, der erst mit Verzögerung auf die Veränderung der Marktzinsen und Finanzierungskosten erfolgte. Bei den Immobilienaktiengesellschaften, deren Diskontierungssätze 2023 im Durchschnitt um rund 35 Basispunkte in die Höhe schossen, schlugen sich die steigenden Zinsen hingegen etwas schneller auf die Bewertungen nieder.

## **Raum für neue Buchwertgewinne**

Auch wenn der aktuelle Zinszyklus seinen Höhepunkt überschritten haben dürfte, ist mit einer gewissen Zurückhaltung der Bewerter im Hinblick auf erneute Senkungen der Diskontierungssätze zu rechnen. 2024 dürften die Aufwertungsgewinne damit erneut bescheiden ausfallen. Der Abwertungsdruck wird sich aber mittelfristig abschwächen, wenn die Schweizerische Nationalbank ihren Leitzins im laufenden Jahr senkt. Auch die länger-



Gehry-Gebäude von Novartis, Basel, Getty Images

fristigen Zinssätze werden voraussichtlich auf einem tieferen Niveau verharren als im Vorjahr. Damit hellen sich die Aussichten auf künftige Buchwertgewinne wieder auf. Dies dürfte in den aktuellen Kursen der Immobilität zwar teilweise eingepreist sein, doch je wahrscheinlicher Zinssenkungen im Jahresverlauf 2024 werden, desto stärker dürfte der positive Effekt an der Börse ausfallen. Gleichzeitig gilt auch der Umkehrschluss, dass erneute Kurskorrekturen drohen könnten, sollten sich die Zinssenkungen verzögern.

### **Höhere Profitabilität**

Im laufenden Jahr begünstigen die robusten Fundamentaldaten auf den Nutzermärkten Kursavancen. Im Wohnsegment wurden die Leerstände dank des anhaltenden Nachfrageüberhangs stark abgebaut, was weitere Erhöhungen der Angebotsmieten ermöglicht. Auch im Bestand dürften die Mieten dieses Jahr erneut kräftig anziehen, getrieben durch die beiden letztjährigen Anstiege des hypothekarischen Referenzzinssatzes.

Etwas anspruchsvoller präsentiert sich die Lage auf dem Geschäftsflächenmarkt. Der starke Homeoffice-Trend sowie die Konjunkturverlangsamung schwächen die Büroflächennachfrage und die Zahlungsbereitschaft der Detailhändler für Handelsflächen leidet unter dem Onlinehandel und dem Einkaufstourismus. Dennoch wiesen die kommerziellen Immobilienfonds im letzten Jahr operativ starke Ergebnisse auf, was sich unter anderem in tieferen Mietertragsausfällen widerspiegelte. Auch die Immobilienaktiengesellschaften mit einem hohen Anteil an Geschäftsflächen im Portfolio konnten ihre Leerstände in den letzten Quartalen leicht abbauen und damit ihre Ertragsbasis stärken.



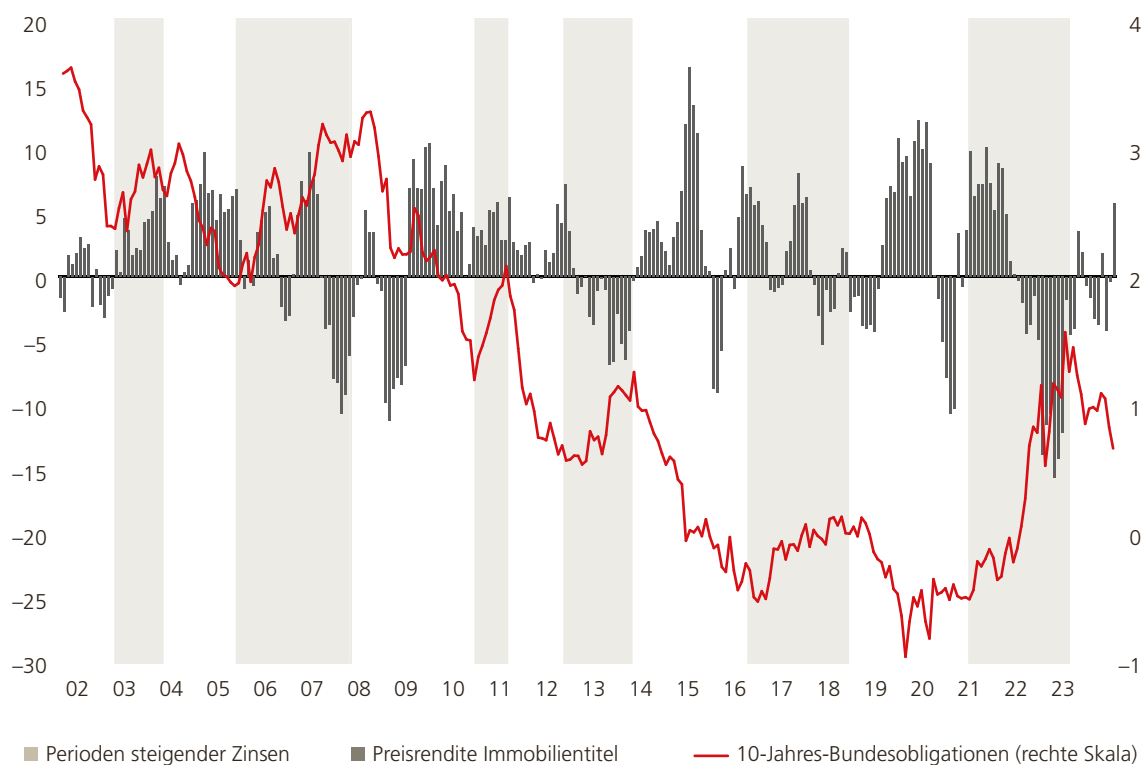
Die im Jahresverlauf erwarteten Zinssenkungen werden sich ausserdem dank tieferer Finanzierungskosten wohl positiv auf die Aufwandseite der Immobiliengesellschaften auswirken. Die ordentlichen Unterhaltskosten dürften zudem nur moderat steigen, da sich die Baupreise stabilisiert haben. Es ist zwar zu erwarten, dass Immobiliengesellschaften vermehrt kostspielige Sanierungsarbeiten durchführen müssen, um sich graduell dem Netto-Null-Ziel anzunähern. Diese Renovationen weisen aber (insbesondere an guten Lagen, wo Immobiliengesellschaften hauptsächlich investiert sind) in der Regel eine positive Sanierungsrendite aus. Dadurch können mittelfristig die Unternehmensgewinne sowie die Liegenschaftswerte gesteigert werden.

### Optimismus ohne Euphorie

Positive Impulse auf der Ertragsseite sowie tiefere Aufwände stärken die Profitabilität, was Ausschüttungen stützt und Investitionen zur Verbesserung des Portfolios ermöglicht. Anleger können daher wieder optimistischer auf die Immobilititel blicken. Obwohl die Börsenkurse mittelfristig steigen dürften, ist generell nicht mit raschen Kursgewinnen zu rechnen. Kursavancen wie zuletzt 2019, als Immobilienfonds 21 Prozent und Immobilienaktien gar 37 Prozent zulegten, werden sich in den nächsten Jahren kaum wiederholen.

## Steigende Zinsen drücken auf Performance

Preisrendite von börsennotierten Immobilititeln\* sowie Verfallsrenditen von 10-Jahres-Bundesobligationen, in Prozent



\*Vor 2008: gewichtete Rendite von Immobilienfonds und -aktien im Verhältnis 2:1; ab 2008: SREALX Index

Quellen: SIX, SNB, UBS

# Wachstum kehrt zurück

Thomas Veraguth

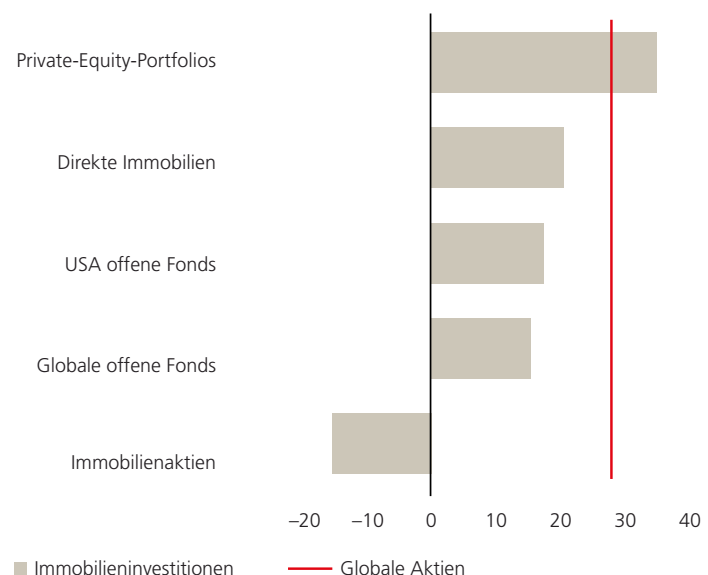
Die Erwartung tieferer Leitzinsen hat die Aussichten für globale Immobilienaktien aufgehellt, wenngleich deren Kurse weiterhin relativ tief notieren. Für Immobiliengesellschaften wird die Vergrößerung der Liegenschaftsportfolios nach mehrjähriger Stagnation zur zentralen Herausforderung.

Börsennotierte Immobilien wiesen in den letzten zehn Jahren eine vergleichsweise schwache Performance auf – im Gegensatz zu den drei Jahrzehnten zuvor, als sie noch Renditen zwischen 8 und 10 Prozent jährlich abwarfen. Den globalen Aktien hinkten sie seit 2019 in der Kursentwicklung um mehr als 60 Prozentpunkte hinterher. Gleichzeitig erhöhten die Anleger ihr Engagement in Unternehmen abseits des Immobiliensegments. Die Portfolioerweiterung war für Immobilienunternehmen zudem keine Priorität, da die Liegenschaftspreise im Tiefzinsumfeld zu hoch waren. Viele wurden sogar zu Nettoverkäufern von Immobilien und verloren damit Marktanteile gegenüber Immobilienfonds.

Die grundlegende Infragestellung der Wirtschaftlichkeit von Einzelhandelsflächen und eine Zunahme der Skepsis gegenüber Büroflächen drückten im letzten Jahrzehnt auf die Performance der Immobilititel. Auch führten sinkende Renditen zu hohen zahlungsunwirksamen Kapitalgewinnen, die den Aktionären nicht als Bardividenden ausgezahlt werden konnten. Um Barerträge zu generieren und Ausschüttungen an die Aktionäre zu steigern, braucht es jedoch wirtschaftlichen Aufschwung und steigende Mieteinnahmen.

## Schwache Performance

Nominale Gesamttrendite von Immobilieninvestitionen und globale Aktien, Ende 2023 im Vergleich zu Ende 2019, in Prozent



Anmerkungen: Alles in US-Dollar; USA offene Fonds für kommerzielle Immobilien (ODCE Index); Globale offene Fonds für kommerzielle Immobilien (GREFI). Der «MSCI Global Property Index» für direkte Immobilien ist der Benchmark für Immobilieninvestitionen ohne Fremdfinanzierung.

Quellen: PERE Index (Bloomberg); EPRA Total Markets Table, Bloomberg, FTSE EPRA Nareit Global Real Estate Index, MSCI World Index, UBS

### **Normalisierung hält an**

Ende 2023 nahm die Zinsvolatilität ab und baldige Zinssenkungen durch die Zentralbanken wurden wahrscheinlicher, sodass der Aktienmarkt eine Normalisierung der Fundamentaldaten einzupreisen begann. Dennoch starteten die Immobilienaktien durchwachsen ins laufende Jahr (Stand: Mitte Februar). Zwar sind Wertkorrekturen in Immobilienportfolios nicht ausgeschlossen, doch das aktuelle Kursniveau dürfte zu hohe Wertverluste implizieren.

Zu gravierenden Kapitalwertverlusten oder einer systemischen Krise dürfte es jedoch nicht kommen. Denn das Engagement der US-Banken im Hauptrisikosegment Büroimmobilien beläuft sich auf nur etwa 2 Prozent der Gesamtkredite bei Grossbanken und rund 4 Prozent bei kleinen und mittelgrossen Banken. Ausserdem machen Büroliegenschaften geschätzt nur 15 Prozent der US-Gewerbeimmobilien aus. Zwar liegt der US-Anteil am globalen Immobilienmarkt bei rund einem Drittel, aber Wohn-, Industrie- und Logistikflächen oder Einzelhandel an Toplagen weisen deutlich bessere operative Fundamentaldaten als Büroimmobilien auf. Auf den europäischen und asiatischen Büromärkten ist die Leerstandsquote im Durchschnitt nur halb so hoch wie in den USA. Auch sind die Finanzierungsrisiken in Europa und Asien bereits eingepreist.

### **Preisfindungsmechanismus belebt**

Nachdem der Transaktionsmarkt 2022 ein Drittel seines Volumens aus dem Rekordjahr 2021 verloren hatte und im vergangenen Jahr weitere rund 50 Prozent nachgab, stehen die Zeichen nun auf Besserung. Grosse asiatische Immobilienunternehmen verkauften nach langem Abwarten unter ihren Kaufpreisen und Banken verbuchten Abschreibungen auf Krediten und Private-Equity-Portfolios.

Abschreibungen mögen für Unternehmen mit hohem Verschuldungsgrad zwar schmerzhaft sein. Sie ermöglichen jedoch anderen professionellen Grossinvestoren, ihre Marktanteile auszubauen. Die Market-Clearing-Transaktionen nehmen bereits zu, während die rekordhohe Liquidität privater Immobilienfonds von geschätzten 300 Milliarden US-Dollar per Ende 2023 in den kommenden Monaten investiert werden muss, um Renditen zu generieren. Selbst Banken, die ihr Engagement in Gewerbeimmobilien möglicherweise reduzieren,

sind eine Chance für Anleihenfonds, die in Immobilienkredite investieren und über sehr hohe Liquiditätsreserven verfügen.

### **Trendwende in Sicht**

Die laufenden Portfolio-Neubewertungen durch externe Gutachter werden fortgesetzt, nicht nur auf der Grundlage der jüngst höheren Kapitalisierungssätze, sondern auch in Erwartung künftiger, leicht sinkender Markttrenditen. Potenzielles weiteres Mietwachstum dürfte aufgrund der Indexierung sowie der positiveren Fundamentaldaten die Werte weiterhin stützen, wenn auch verzögert. Die Auswirkungen höherer Zinsen sind hingegen mehr als eingepreist.

Dies geschieht in einem Umfeld deutlich rückläufiger Baubeginne für fast alle Immobiliensegmente, da vermehrt staatliche Vorschriften als Eintrittsbarrieren wirken. Abgesehen von einer gewissen Überproduktion von Wohnliegenschaften in einigen Märkten oder Büroflächen dürfte sich daher das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage im kommenden Jahr eher verbessern. Bleibt eine schwere Rezession aus, wird dies wertsteigernde Transaktionen, Mietwachstum und eine bessere Auslastung in allen Segmenten unterstützen. Auch dürfte dann das Kreditvergabevolumen von Banken gleich bleiben oder sogar ansteigen.

Da sich die Renditedifferenzen zwischen Finanzierungskosten und Portfoliorendite nun wieder auf einem nachhaltigen Niveau befinden, stehen Unternehmen und Vermögensverwalter unter starkem Druck, Wachstum zu generieren und Bardividenden auszuzahlen. Wer in den kommenden Quartalen in diesem Umfeld nicht mithalten kann, wird schnell Marktanteile verlieren oder riskiert, übernommen zu werden.

# Es bleibt viel zu tun

Thomas Rieder

Die Zahl der energetischen Sanierungen stieg in den letzten Jahren deutlich. Dank regulatorischer Verschärfungen in vielen Kantonen stehen die Karten für das Erreichen der Klimaziele bei Gebäuden bis 2050 gut. Handlungsbedarf besteht vorwiegend bei älteren Mehrfamilienhäusern.

Das Schweizer Stimmvolk hat sich im Juni 2023 für eine klimaneutrale Schweiz bis 2050 ausgesprochen. In den kommenden zehn Jahren sind daher zusätzlich zu den bisherigen Förderprogrammen bis zu 200 Millionen Franken pro Jahr für den Heizungsersatz in Gebäuden geplant. Soll der Wohnungsbestand 2050 tatsächlich klimaneutral sein, müssten pro Jahr mehr als 38 000 Wohngebäude saniert werden – also deutlich mehr als die derzeit geschätzten 31 000 Gebäude.

## Altbau als grosse Hürde

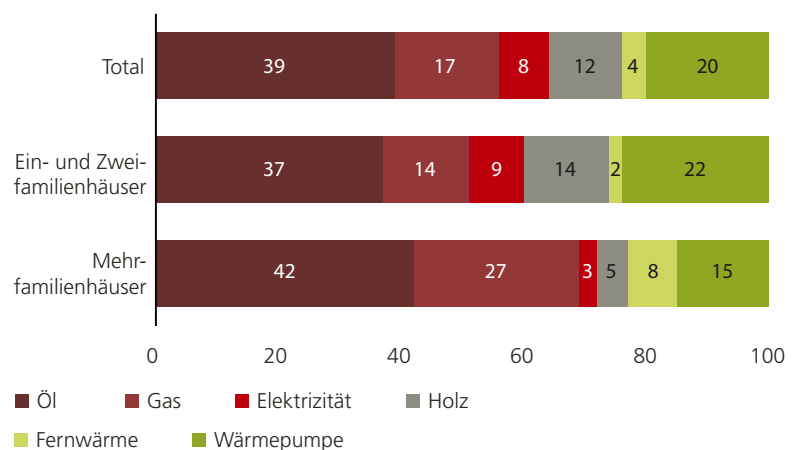
Nach wie vor werden 56 Prozent aller bestehenden Wohngebäude mit den fossilen Energieträgern Öl oder Gas beheizt sowie 8 Prozent mit Elektroheizungen. Hingegen beträgt der Anteil Wärmepumpen 20 Prozent und derjenige von Fernwärme 4 Prozent. Der Anteil Wärmepumpen dürfte aktuell bereits höher liegen, denn ein Teil der Daten stammt noch aus der Volkszählung 2000 und ist damit veraltet.

Auf dem Weg zur Energiewende war bisher vor allem der Neubau die tragende Stütze. Bei 98 Prozent aller im Jahr 2023 bewilligten Wohnungen ist eine Wärmepumpe oder Fernwärme vorgesehen. Während lange Zeit Einfamilienhäuser diesbezüglich die Vorreiterrolle innehatten, vermochten jüngst die Mehrfamilienhäuser praktisch aufzuschliessen. So sank der Anteil Gasheizungen

in neu bewilligten Wohnungen in Mehrfamilienhäusern innert Jahresfrist von 8,1 Prozent auf 1,6 Prozent. Aufgrund der langen Lebensdauer von Immobilien und der aktuell tiefen Neubauquote von 0,7 Prozent muss der Fokus jedoch auf der Sanierung von bestehenden Gebäuden liegen.

## Mehrfamilienhäuser im Rückstand

Anteil Wohngebäude nach Heizungstyp, per Dezember 2023, in Prozent



Quellen: BFS, UBS



Mehrfamilienhaus mit Holzfassade, iStock

### Je komplexer, desto später

Auch im Bestand ist eine Beschleunigung beim Heizungersatz erkennbar. Der Absatz von Wärmepumpen und Fotovoltaikmodulen erhöhte sich in den letzten Jahren trotz sinkender Neubautätigkeit massiv. Die Anzahl verkaufter Wärmepumpen stieg 2023 um 6 Prozent von gut 41 000 auf 43 500, die installierte Leistung von Fotovoltaikanlagen sogar um schätzungsweise 32 Prozent. Um das Netto-Null-Ziel 2050 erreichen zu können, ist auch in den kommenden Jahren ein starkes Wachstum nötig.

Eine hohe Kadenz an energetischen Sanierungen dürfte aber kein Selbstläufer werden. Immer noch werden 69 Prozent der Mehrfamilienhäuser mit fossilen Brennstoffen beheizt, da deren Sanierung je nach Standort und Eigentümerstruktur komplexer ist als bei Ein- und Zweifamilienhäusern (Anteil fossil: 52 Prozent). So ist beispielsweise eine

Wärmepumpe bei historischen Altstadtbauten mit hoher baulicher Dichte oftmals keine Option und meist ist nur der Wechsel auf Fernwärme möglich, was aber einen Anschluss an ein Fernwärmenetz voraussetzt. Entsprechend liegt der Anteil fossil beheizter Mehrfamilienhäuser mit Baujahr vor 1920 in den Grosszentren bei 77 Prozent und in den Mittelzentren sogar bei 89 Prozent. In touristischen Gemeinden ist zwar der Anteil an Öl- und Gasheizungen recht tief, doch wird ein vergleichsweise hoher Anteil mit Elektrizität beheizt. Bei Stockwerkeigentum liegt die Problematik häufig in der Uneinigkeit der Eigentümer über den richtigen Zeitpunkt einer energetischen Sanierung und im Fehlen der nötigen finanziellen Mittel. Auch mangelnde ökonomische Anreize für Investoren und die beschränkte rechtliche Möglichkeit, die Kosten auf die Mieter zu überwälzen, spielen eine nicht zu vernachlässigende Rolle.

### Sanierung durch Regulierung

Regulatorische Eingriffe haben bei der Energiewende lange nur eine untergeordnete Rolle gespielt. Die MuKE 2014 (Mustervorschriften der Kantone im Energiebereich) schrieben beim Ersatz des Wärmeerzeugers nur einen Höchstanteil nicht erneuerbarer Energie von 90 Prozent fest. Auch bei Neubauten waren die Kantone bloss aufgefordert, einen maximalen Anteil nicht erneuerbarer Energie zu erlassen. Zudem wurden die MuKE 2014 im Jahr 2021 erst in gut der Hälfte aller Kantone umgesetzt; Anfang 2024 fehlten noch vier Kantone (Aargau, Solothurn, Uri und Wallis). Auch liegt es in der Hoheit der Kantone, wie weit sie in Bezug auf energetische Richtlinien gehen. Während einzelne Kantone die Marktkräfte spielen lassen, setzen andere auf Verbote. So verlangen Basel-Stadt, Genf, Glarus, Neuenburg, Uri und Zürich beim Heizkesslersatz in Wohnbauten 100 Prozent erneuerbare Energie.

Als Folge davon dürfte die Sanierungsquote in den kommenden Jahren weiter steigen, stehen doch allein in diesen sechs Kantonen knapp 20 Prozent aller Wohngebäude und 27 Prozent aller Wohnungen der Schweiz. Hinzu kommt, dass die in der Ver-

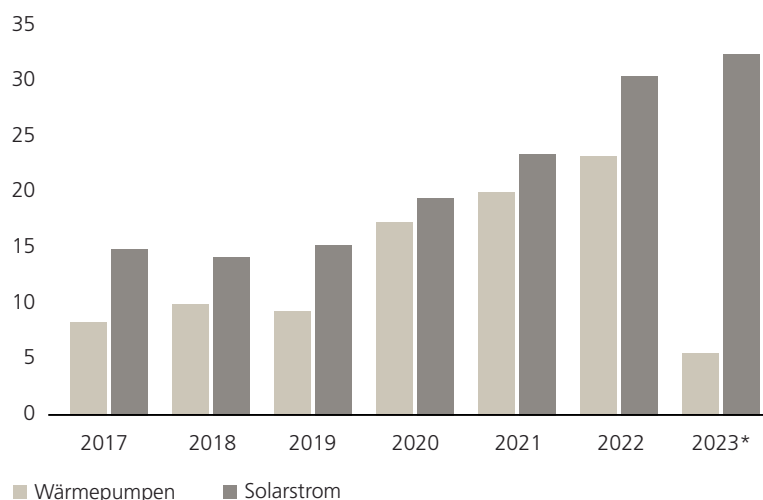
nehmlassung befindlichen MuKE 2025 eine vollständige Abkehr von der fossilen Wärmeerzeugung vorsehen. Diese sollen im Frühling 2024 verabschiedet und bis spätestens 2030 in allen Kantonen umgesetzt werden.

### Zuckerbrot und Peitsche

Das Netto-Null-Ziel für den Gebäudepark bis 2050 liegt dank der gestiegenen Sanierungsquote mehr denn je im Bereich des Machbaren. Kurzfristig dürften Kapazitätsengpässe bei den Fachkräften jedoch das weitere Wachstum hemmen. Auch wird es mit zunehmendem Fortschritt in der Energiewende immer schwieriger werden, das notwendige Tempo zu halten. Denn heute werden häufig Objekte energetisch saniert, bei denen keine nennenswerten Hindernisse vorliegen und der finanzielle Nutzen generell gegeben ist. Es ist jedoch entscheidend, dass auch die Sanierung der übrigen Objekte nicht auf die lange Bank geschoben wird. Mit gezielten Vorschriften kann der ökologische Heizungsersatz zwar zumindest erzwungen werden. Eine Verbesserung der Rahmenbedingungen für umfassende Sanierungen dürfte jedoch zielführender sein.

## Aufwind in der Energiewende

Wachstumsrate verkaufter Wärmepumpen und installierter Solarstromleistung, in Prozent



\*Solarstrom 2023: Schätzung

Quellen: Fachvereinigung Wärmepumpen Schweiz, Swissolar, UBS

# Bremsklotz Mietrecht

Matthias Holzhey

Die finanziellen Anreize für energetische Sanierungen von Mehrfamilienhäusern sind trotz Subventionen und Steuerbegünstigung insgesamt gering. Gerade in strukturschwächeren Kantonen besteht damit das Risiko eines Staus bei solchen Sanierungen. Eine Revision des Mietrechts könnte die erwünschte Beschleunigung bringen.

Mehr als zwei Drittel aller Mehrfamilienhäuser werden mit fossilen Brennstoffen beheizt, während weniger als ein Fünftel über eine Wärmepumpe verfügt. Daher wird der Druck seitens der Politik zur energetischen Sanierung des Gebäudebestands weiter steigen. Eigentümer von Mehrfamilienhäusern sehen sich folglich vermehrt mit der Frage konfrontiert, welche Sanierungsstrategie aus finanzieller Sicht die beste ist.

## Kein Verlustgeschäft

Das Massnahmenspektrum reicht von einem einfachen Heizungsersatz über eine umfassende energetische Sanierung (mit Fenstern, Fassade und Dach) bis hin zur Totalsanierung (mit Küchen, Bädern und Leitungen). Die Tabelle zeigt die Rentabilität aus Sicht eines Privateigentümers für ein sanierungsfälliges Mehrfamilienhaus aus den 1980er-Jahren, bei dem alle Renovationen standardmässig durchführbar sind, in allen Kantonshauptorten. Daraus lassen sich folgende Erkenntnisse ableiten.

Grundsätzlich wirft die Sanierung eines solchen Mehrfamilienhauses nur eine geringe Kapitalrendite ab. Der *Heizungsersatz ohne zusätzliche Investitionen* in die Gebäudehülle ist rein finanziell die attraktivste Vorgehensweise. Einerseits wird dieser hoch subventioniert, andererseits sinken die Nebenkosten stark, was Spielraum für höhere Mieten bietet. Die Rentabilität auf dem investierten Kapital ist bei dieser Strategie im Mit-

tel der Kantonshauptorte um mehr als vier Prozentpunkte höher als bei einer umfassenden energetischen Sanierung (inklusive Gebäudehülle). Dies gilt selbst, wenn aufgrund mangelhafter Dämmung eine sehr leistungsstarke Wärmepumpe installiert werden muss. Allerdings würde in diesem Fall eine Dämmung des Gebäudes die Energieeffizienz erhöhen, was aus ökologischer Sicht sinnvoller wäre.

## Staugefahr in der Peripherie

Die Rendite einer *umfassenden energetischen Sanierung* liegt in einem Drittel der Kantonshauptorte sogar tiefer als der aktuelle Referenzzinssatz von 1,75 Prozent und damit tiefer als die durchschnittlichen Hypothekarkosten auf dem Schweizer Immobilienmarkt. Zudem unterschreitet sie in einem Grossteil der Kantone die Einkommensrendite für Mehrfamilienhäuser am jeweiligen Markt. Energetische Sanierungen werden zwar mit Subventionen und Steuerbegünstigungen gefördert. Doch das Mietrecht schränkt die Möglichkeit der Mietzinserhöhung im Gegenzug für bessere Wohnqualität ein (siehe Kasten). Zudem steigt der Immobilienwert nach einer Sanierung, was je nach Kanton spürbar höhere Vermögenssteuern nach sich zieht. Totalsanierungen sind primär an Standorten mit hohem Mietpreisniveau attraktiv, da der Qualitätszuschlag auf die Miete – der bei Neuvermietung zum Tragen kommt – höher ausfällt.

In wirtschaftlich schwächeren Kantonen hingegen lohnen sich Investitionen in Energieeffizienz und Gebäudequalität sogar in den Hauptorten kaum, was mehrere Ursachen hat. So ist die Zahlungsbereitschaft für solche Eingriffe generell gering. Auch fallen die Steuerabzüge aufgrund der verglichen mit anderen Kantonen geringeren Steuerbasis (aus tieferen Mieteinnahmen) weniger hoch aus. Bei hohen Grenzsteuersätzen werden zusätzliche Mieteinnahmen hoch besteuert. Zudem sind Subventionen tendenziell niedriger als in den finanzstarken Kantonen. Und da in der Peripherie die Sanierungskosten einen deutlich grösseren Teil des Liegenschaftswerts ausmachen als in den Metropolräumen, wird die Finanzierung einer solchen Investition zusätzlich erschwert.

### Suboptimale Lösungen im Vorteil

An praktisch allen Standorten ist eine *Totalsanierung mit Leerkündigung* finanziell attraktiver als *ohne Leerkündigung* oder als eine umfassende energetische Sanierung. Denn dabei können sämtliche Mieten innerhalb relativ kurzer Zeit auf das Marktniveau angehoben werden und das Risiko von Einsparungen gegen Mieterhöhungen ist geringer. Besonders hoch ist die Mehrrendite in Zürich und Zug. In Lausanne, Genf und Basel hingegen sind die Möglichkeiten diesbezüglich rechtlich eingeschränkt.

Bei Gebäuden in einer Altstadt, solchen unter Denkmalschutz oder generell an schlecht zugänglichen Hanglagen können Sanierungen, wenn überhaupt umsetzbar, ein nochmals deutlich schlechteres Kosten-Ertrags-Verhältnis aufweisen. Gleiches gilt für Gebäude mit einer verhältnismässig neuen fossilen Heizung. In solchen Fällen bieten sich am ehesten der reine Heizungsersatz oder eine Sanierung mit Leerkündigung an.

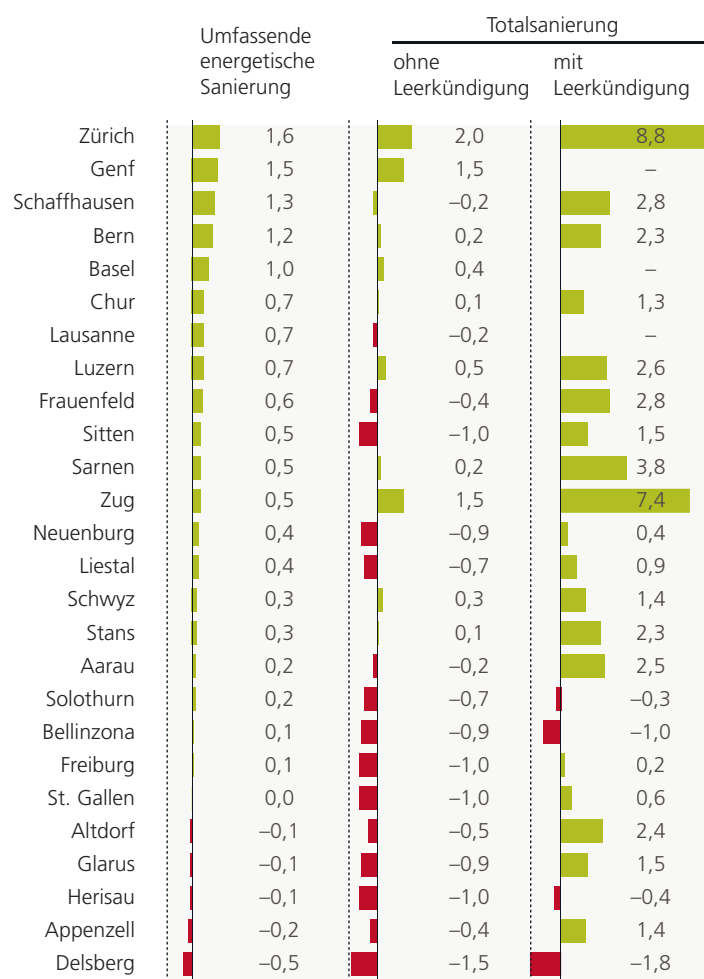
### Bessere Rahmenbedingungen durch Mietrechtsrevision

Sind juristische Personen Eigentümer des Mehrfamilienhauses, fällt die Sanierungsrendite aufgrund der tieferen Unternehmenssteuern und der vollen steuerlichen Abzugsfähigkeit von Investitionen etwas höher aus als bei privat gehaltenen Gebäuden. Institutionelle verfügen ausserdem über zusätzliche Anreize

für eine Sanierung. Erstens werden energetisch sanierte Gebäude in der Praxis höher bewertet, was zusätzliche Buchgewinne auslöst. Zweitens sind institutionelle Investoren im Hinblick auf das Klimaziel der CO<sub>2</sub>-Neutralität zusehends verpflichtet, ihren Immobilienbestand zu modernisieren.

## Sanierungsanreize im Vergleich

Mehrendite einer Sanierung im Vergleich zum hypothekarischen Referenzzinssatz (1,75 Prozent), nach Kantonshauptort, in Prozent



Berechnungsgrundlagen: 1) Investitionskosten: Energetische Sanierung 80 000 Franken pro Wohnung. Totalsanierung 140 000 Franken pro Wohnung. 2) Steuerbelastung: Das steuerbare Basiseinkommen des Eigentümers wird auf 120 000 Franken festgelegt. Mieteinnahmen in Abhängigkeit des lokalen Mietpreinsniveaus werden dazugerechnet. 3) Mehreinnahmen: Mieterhöhungen erfolgen in Abhängigkeit von den wertvermehrenden Investitionen gemäss Mietrecht. Bei Mieterwechseln kann die Miete zusätzlich angehoben werden (ohne Leerkündigung).

Quelle: UBS



Nach aktuellem Mietrecht fehlen zumindest für Privatinvestoren die Anreize, Gebäude an peripheren und teils sogar besten innerstädtischen Lagen energetisch zu sanieren – insbesondere, wenn die Komplexität und Kosten einer Sanierung überdurchschnittlich hoch sind. Die Sanierungstätigkeit wird so ausgebremst, wodurch ein Teil der Subventionen wirkungslos verpufft, nur das Notwendigste saniert wird und der Anreiz für Leersanierungen steigt.

In einem revidierten Mietrecht sollten wertvermehrende Investitionen unabhängig von der Höhe der Subventionen in die Berechnung der zulässigen Mietpreiserhöhung einfließen. Auch sollten Nettomieten unabhängig von der Investitionssumme zumindest um den Betrag der gesunkenen Nebenkosten angehoben werden dürfen. Ein effektives Mittel zur Erhöhung der Rentabilität wäre zudem, bei umfassenden energetischen Sanierungen eine höhere Ausnutzungsziffer zuzulassen.

## Mietrecht als Sanierungsbremse

Das Mietrecht sieht vor, dass Vermieter für Mehrleistungen – das heisst für wertvermehrende Investitionen – von den Mietern entschädigt werden. Das Ausmass der zulässigen Mietzinserhöhung ist abhängig von den Kosten der Investition, deren Lebensdauer sowie den Verzinsungs- und Unterhaltskosten während der Lebensdauer. Die Schwierigkeit liegt dabei im Detail.

- Fördergelder für wertvermehrende Investitionen müssen bei der Berechnung der Mietzinserhöhung abgezogen werden, wobei der Abzug auf den Kosten für die Mehrleistungen und nicht auf den gesamten Investitionskosten erfolgt. Subventionen erhöhen zwar die Sanierungsattraktivität, doch die Anreizwirkung verpufft teilweise.
- Zur Verzinsung der Investition wird der aktuelle hypothekarische Referenzzinssatz verwendet und um 0,5 Prozentpunkte für die Eigenkapitalverzinsung erhöht. Diese Verzinsung ist relativ zur Rendite von Immobilieninvestitionen zu tief.

- Die Kosten einer vorgezogenen Instandsetzung lassen sich nicht auf die Mieten überwälzen, weil für die Mietzinserhöhung nur der wertvermehrende Anteil der Sanierung relevant ist. Bei umfassenden Renovationen liegt der wertvermehrende Anteil gemäss Bundesgericht zwar bei 50 bis 70 Prozent der Investition, doch zwangsläufig werden auch Installationen erneuert, die grundsätzlich noch funktional wären. Dies führt zu einer Renditelücke für den Investor.

Mieterhöhungen in laufenden Mietverträgen entschädigen den Eigentümer damit nur ungenügend für die Sanierungsausgaben. Bei jedem Mieterwechsel kann allerdings das Mietniveau an die verbesserte Wohnqualität angepasst werden. Gerade wenn die Bruttomiete aufgrund einer energetischen Sanierung nicht steigt, ist der Spielraum diesbezüglich gross. Das Mieterhöhungspotenzial bei einem Wechsel ist jedoch aufgrund der langen Verweildauer von Mietern in ihrer Wohnung deutlich weniger wert als sofortige Mietpreissteigerungen.

# Marktdaten und Prognosen

Sofern nicht anders erwähnt, verstehen sich alle Angaben in Prozent und als Veränderung zum Vorjahr

	10 Jahre <sup>1</sup>	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 <sup>3</sup>
<b>Konjunktur und Einkommen</b>									
Bruttoinlandprodukt, real <sup>4</sup>	1,8	1,4	2,9	1,2	-2,3	5,4	2,7	0,8	1,3
Bruttoinlandprodukt pro Einwohner, real <sup>4</sup>	0,8	0,7	2,1	0,4	-3,0	4,6	1,8	-0,9	0,1
Löhne, real <sup>2,4</sup>	0,2	-0,1	-0,4	0,5	1,5	-0,8	-1,9	0,2	0,5
<b>Inflation und Zinsen</b>									
Durchschnittliche Jahresteuern <sup>4</sup>	0,5	0,5	0,9	0,4	-0,7	0,6	2,8	2,1	1,4
SNB-Leitzins	-0,3	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	1,0	1,8	1,0
Rendite 10-Jahres-Bundesobligationen	0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-0,1	1,6	0,7	0,7
<b>Bevölkerung und Beschäftigung</b>									
Bevölkerungsbestand	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	1,6	1,2
Arbeitslosenquote <sup>4</sup>	2,8	3,1	2,6	2,3	3,2	3,0	2,2	2,0	2,2
Beschäftigung, in Vollzeitäquivalenten	1,2	0,8	1,9	1,4	0,0	2,1	2,4	1,7	1,0
<b>Eigenheime</b>									
Preise Eigentumswohnungen	2,3	0,7	0,0	2,6	3,0	4,6	5,0	3,4	1,5
Preise Einfamilienhäuser	2,8	2,0	2,0	1,8	4,7	6,8	5,1	2,4	1,0
Wachstum Hypothekarkredite an Private	2,7	2,5	2,8	2,8	2,7	3,1	2,8	1,7	1,5
<b>Mietwohnungen</b>									
Kaufpreise Mehrfamilienhäuser	3,6	1,2	-2,3	1,5	3,2	6,9	4,6	-1,0	-2,0
Angebotsmieten	-0,2	-1,5	-2,1	-0,9	-2,1	-2,6	1,6	4,7	2,5
Bestandesmieten	1,0	0,9	0,5	1,0	0,3	1,6	1,5	2,2	3,0
Hypothekarischer Referenzzinssatz	1,6	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3	1,3	1,8	1,8
Netto-Cashflow-Rendite <sup>5</sup>	3,3	3,5	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	3,0	-
Wertänderungsrendite <sup>5</sup>	3,2	3,8	3,8	3,4	4,0	4,2	2,8	-0,7	-
Gesamtrendite <sup>5</sup>	6,6	7,4	7,3	6,7	7,2	7,3	5,7	2,3	-
<b>Leerstände und Wohnbau</b>									
Leerwohnungsquote	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,5	1,3	1,2	1,0
Baubewilligungen, am Wohnungsbestand	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,8
<b>Büroflächen</b>									
Angebotsmieten	-0,6	-2,2	-2,1	1,6	0,2	-2,6	-0,8	-3,6	-2,0
Angebotsziffer	6,7	6,7	6,8	6,6	6,7	6,9	6,1	6,3	7,5
Netto-Cashflow-Rendite <sup>5</sup>	3,6	3,9	3,7	3,6	3,3	3,3	3,2	3,4	-
Wertänderungsrendite <sup>5</sup>	1,1	1,7	1,7	2,5	1,3	3,1	1,0	-2,3	-
Gesamtrendite <sup>5</sup>	4,8	5,7	5,5	6,2	4,7	6,4	4,2	1,0	-
<b>Verkaufsflächen</b>									
Angebotsmieten	-0,9	-2,1	2,0	-1,0	2,3	-2,9	-2,3	-0,3	-3,0
Netto-Cashflow-Rendite <sup>5</sup>	3,5	3,8	3,6	3,4	3,2	3,1	3,1	3,0	-
Wertänderungsrendite <sup>5</sup>	0,4	0,7	-0,1	0,6	0,4	1,8	0,8	-2,7	-
Gesamtrendite <sup>5</sup>	4,0	4,5	3,4	4,0	3,6	5,0	4,0	0,3	-
<b>Immobilienaktien</b>									
Gesamtrendite	7,9	10,1	-2,1	37,0	-6,7	4,4	-9,0	10,7	-
Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio, CHF) <sup>4</sup>	33,8	29,0	32,2	42,6	59,6	33,2	33,5	29,8	-
Geschätzte Prämien <sup>4,6</sup>	17,0	25,2	22,4	29,3	26,7	20,6	7,4	2,4	-
Volatilität <sup>4</sup>	11,6	8,7	8,7	7,9	19,3	11,4	15,6	12,1	-
<b>Immobilienfonds</b>									
Gesamtrendite	5,6	6,6	-5,3	20,7	10,8	7,3	-15,2	5,0	-
Mittelwert Tagesbörsenumsätze (Mio, CHF) <sup>4</sup>	28,5	26,2	23,2	31,1	34,7	37,1	34,8	34,3	-
Geschätzte Agios <sup>4,6</sup>	28,7	29,8	22,6	29,1	34,9	47,6	30,0	20,4	-
Volatilität <sup>4</sup>	10,8	8,8	8,9	9,1	15,2	10,2	14,7	11,7	-
<b>Benchmark</b>									
Gesamtrendite Immobilien-Anlagestiftungen	5,0	5,4	4,9	5,2	5,1	5,7	4,9	2,0	-
Gesamtrendite Swiss Performance Index	7,3	19,9	-8,6	30,6	3,8	23,4	-16,5	6,1	-
Volatilität Swiss Performance Index <sup>4</sup>	13,5	8,8	12,7	11,1	19,9	10,2	16,4	11,1	-
Gesamtrendite Swiss Bond Index («AAA»)	0,9	-0,1	0,3	3,5	1,5	-2,9	-13,9	8,6	-

<sup>1</sup> Mittelwert: 2014 bis 2023

<sup>2</sup> Gemäss UBS-Lohnumfrage für 2023 und 2024

<sup>3</sup> Prognose UBS (Stand 3. April 2024)

<sup>4</sup> Jahresdurchschnitt

<sup>5</sup> Direktanlage Bestandesliegenschaften

<sup>6</sup> Aufpreise zu Nettoinventarwerten von Immobilienaktien (Prämien) und Immobilienfonds (Agios)

Quellen: BFS, Bloomberg, BWO, Docu Media, MSCI, SECO, Wüest Partner, UBS

Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office von UBS («CIO») werden durch Global Wealth Management von UBS Switzerland AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt) oder deren verbundenen Unternehmen («UBS»), die Teil der UBS Group AG («UBS-Konzern») sind, aufbereitet und veröffentlicht. Der UBS-Konzern umfasst die Credit Suisse AG, ihre Tochtergesellschaften, Filialen und verbundenen Unternehmen. Der für Credit Suisse Wealth Management relevante Zusatz-Disclaimer ist am Ende dieses Abschnitts zu finden.

Die Anlagebeurteilungen wurden im Einklang mit den gesetzlichen Erfordernissen zur Förderung der **Unabhängigkeit des Anlageresearch** erstellt.

#### **Allgemeines Anlageresearch – Risikohinweise:**

Diese Publikation dient **ausschliesslich zu Ihrer Information** und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die in dieser Publikation enthaltene Analyse ist nicht als persönliche Empfehlung aufzufassen und berücksichtigt weder die Anlageziele noch die Anlagestrategien oder die finanzielle Situation oder Bedürfnisse einer bestimmten Person. Sie basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Bestimmte Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Prognosen, Einschätzungen und Marktpreise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren.

Dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen (einschliesslich Prognosen, Werte, Indizes oder sonstiger berechneter Beträge («Werte»)) dürfen unter keinen Umständen für folgende Zwecke verwendet werden: (i) für Bewertungs- oder buchhalterische Zwecke; (ii) zur Bestimmung der fälligen oder zahlbaren Beträge, Preise oder Werte von Finanzinstrumenten oder -verträgen; oder (iii) zur Messung der Performance von Finanzinstrumenten, einschliesslich zwecks Nachverfolgung der Rendite oder Performance eines Werts, Festlegung der Vermögensallokation des Portfolios oder Berechnung der Performance Fees. UBS und ihre Direktoren oder Mitarbeiter könnten berechtigt sein, jederzeit Long- oder Short-Positionen in hierin erwähnten Anlageinstrumenten zu halten, in ihrer Eigenschaft als Auftraggeber oder Mandatsträger Transaktionen mit relevanten Anlageinstrumenten auszuführen oder für den Emittenten beziehungsweise eine mit diesem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell verbundene Gesellschaft bzw. das Anlageinstrument selbst andere Dienstleistungen zu erbringen. Zudem könnten Mitglieder der Konzernleitung bei der Emittentin oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft als Verwaltungsräte tätig sein. Die von UBS und ihren Mitarbeitern getroffenen Anlageentscheidungen (einschliesslich der Entscheidung, Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten) könnten von den in den Research-Publikationen von UBS geäusserten Meinungen abweichen oder ihnen widersprechen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbarrieren ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionshandel eignet sich nicht für jeden Anleger, da ein erhebliches Verlustrisiko besteht und die Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen können. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Der/Die Analyst(en), der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, kann/können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren.

Verschiedene Bereiche, Gruppen und Mitarbeitende innerhalb des UBS-Konzerns können **unabhängig voneinander** separate Research-Produkte erstellen und verteilen. Zum Beispiel werden Research-Publikationen des **CIO** von UBS Global Wealth Management erstellt. **UBS Global Research** hingegen wird von UBS Investment Bank erstellt. **Die Research-Methoden und Rating-Systeme der einzelnen Research-Organisationen können voneinander abweichen**, beispielsweise mit Blick auf die Anlageempfehlungen, den Anlagehorizont, Modellannahmen und Bewertungsmethoden. Somit können auch die von den einzelnen Research-Organisationen bereitgestellten Anlageempfehlungen, Ratings, Preisziele und Bewertungen voneinander abweichen oder inkonsistent sein – mit der Ausnahme bestimmter Wirtschaftsprognosen (bei denen UBS CIO und UBS Global Research zusammenarbeiten können). Bei jedem einzelnen Research-Produkt sollten Sie die Einzelheiten zu dessen Methodologie und Rating-System beachten. Nicht alle Kundinnen und Kunden haben Zugang zu allen Produkten von jeder Organisation. Jedes Research-Produkt unterliegt jeweils den Richtlinien und Verfahren der Organisation, von der es verfasst wird.

Die Vergütung des/der Analysten, der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, wird ausschliesslich durch Research Management und das Senior Management (ohne Investment Banking) bestimmt. Die Vergütung der Analysten basiert nicht auf den Erträgen aus dem Investment Banking, Verkauf und Handel oder Eigenhandel. Die Vergütung kann jedoch in Bezug zu den Erträgen des UBS-Konzerns als Ganzes stehen, wozu auch das Investment Banking, der Verkauf und Handel sowie der Eigenhandel gehören.

Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusicherung im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren.

Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS nicht reproduziert werden. Sofern nicht etwas anderes schriftlich vereinbart wurde, untersagt UBS ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS übernimmt keinerlei Haftung für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Informationen darüber, wie das CIO Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter [www.ubs.com/research-methodology](http://www.ubs.com/research-methodology). Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

**Wichtige Informationen über nachhaltige Anlagestrategien:** Nachhaltige Anlagestrategien versuchen, die Faktoren Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) beim Anlageprozess und Portfolioaufbau miteinzubeziehen. Strategien wenden ESG-Analysen je nach der Region unterschiedlich an und integrieren die Ergebnisse auf verschiedene Weise. Die Einbeziehung von ESG-Faktoren oder Aspekten des nachhaltigen Investierens könnte die Fähigkeit von UBS beeinträchtigen, bestimmte Anlagechancen zu nutzen oder zu empfehlen, die andernfalls zu den Anlagezielen des Kunden oder der Kundin passen würden. Die Renditen eines Portfolios, das ESG-Faktoren oder Erwägungen des nachhaltigen Investierens einbezieht, sind unter Umständen geringer oder höher als die eines Portfolios, bei dem UBS keine ESG-Faktoren, Ausschlusskriterien oder anderen Nachhaltigkeitsthemen berücksichtigt. Zudem kann ein solches Portfolio Unterschiede hinsichtlich der Anlagechancen aufweisen.

**Externe Vermögensverwalter / Externe Finanzberater:** Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und / oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen.

**USA:** Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» verteilt werden.

Länderinformationen finden Sie unter [ubs.com/cio-country-disclaimer-gr](http://ubs.com/cio-country-disclaimer-gr) oder fragen Sie Ihren Kundenberater nach vollständigen Risikoinformationen.

#### **Zusatz-Disclaimer für Credit Suisse Wealth Management**

Dieses Dokument erhalten Sie in Ihrer Eigenschaft als Kunde von Credit Suisse Wealth Management. Ihre personenbezogenen Daten werden gemäss der Datenschutzerklärung der Credit Suisse verarbeitet, auf die Sie an Ihrem Domizil über die offizielle Website der Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com> zugreifen können. Um Ihnen Marketingmaterial zu unseren Produkten und Dienstleistungen senden zu können, ist die UBS Group AG berechtigt, Ihre grundlegenden personenbezogenen Daten zu verarbeiten (d.h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse), bis Sie uns mitteilen, dass Sie diese Unterlagen nicht mehr erhalten möchten. Sie können die Zusendung dieser Unterlagen jederzeit durch Mitteilung an Ihren Relationship Manager widerrufen.

Soweit in diesem Dokument nicht anders angegeben und /oder abhängig von der lokalen Einheit der Credit Suisse, von der Sie diesen Bericht erhalten, wird dieser Bericht von der Credit Suisse AG verteilt, einem von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassenen und regulierten Unternehmen. Die Credit Suisse AG ist ein Unternehmen der UBS Group.

Fassung A/2024. CIO82652744

© UBS 2024. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.