

Wohnungen im Überfluss



Wohnungsmarkt
**Markanter Anstieg der
Leerstände**

Seite 6

Stockwerkeigentum
**Durch Aufstockung
ans Ziel**

Seite 8

Kommerzielle Immobilien
**Nachfrageschwäche
produziert Leerstände**

Seite 12

Impressum

Herausgeber

Burkhard Varnholt
Vice Chairman IS&P
+41 44 333 67 63
burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate Economics
Tel. +41 44 333 89 17
E-Mail: fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Redaktionsschluss

16. September 2017

Publikationsreihe

Swiss Issues Immobilien

Besuchen Sie uns auf dem Internet

www.credit-suisse.com/immobilien

Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.
Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

Autoren

Fredy Hasenmaile
+41 44 333 89 17
fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

Brice Hoffer
+41 44 333 92 97
brice.hoffer@credit-suisse.com

Fabian Hürzeler
+41 44 333 73 14
fabian.huerzeler@credit-suisse.com

Thomas Rieder
+41 44 332 09 72
thomas.rieder@credit-suisse.com

Dr. Fabian Waltert
+41 44 333 25 57
fabian.waltert@credit-suisse.com

Petra Galliker

Liebe Leserin, lieber Leser

Vor einigen Wochen wurde der Schweizer Wohnungsmarkt von offizieller Seite als ein Markt im Gleichgewicht beschrieben. Ein ganz anderes Bild zeichnen demgegenüber die Leerstände: Auf dem Wohnungsmarkt steigt die Leerstandsziffer seit acht Jahren in Folge – jüngst sogar beschleunigt – und liegt mittlerweile mehr als eine Standardabweichung über ihrem Mittelwert. Im historischen Vergleich war in der Nachkriegsperiode nur in den Jahren 1975 bis 1977 und 1996 bis 1999 eine noch höhere Leerwohnungsziffer zu verzeichnen. Die Leerstände haben ihren Zenit jedoch noch nicht erreicht und dürften künftig weiter steigen (vgl. Seite 6).

Die Prognose weiter wachsender Leerstände lässt sich mit einiger Sicherheit abgeben. Denn die Immobilieninvestoren investieren scheinbar unbekümmert weiterhin kräftig in die Entwicklung neuer Mietwohnungen, was die hohe Bautätigkeit bestätigt. Den Investoren fehlerhaftes Agieren zu unterstellen greift allerdings zu kurz. Sie verhalten sich durchaus rational und investieren schlicht in diejenigen Anlagen, die im Vergleich zu den rendite-schwachen Kapitalmärkten eine höhere risikoadjustierte Kapitalverzinsung versprechen. Sie werden auch nicht so rasch von ihrem Tun ablassen und berücksichtigen in ihren Kalkulationen zumeist höhere Leerstände. Der Renditevorteil von Immobilienanlagen dürfte erst mit dem Ende der Negativzinsen schwinden. Wenn man den Investoren etwas vorwerfen kann, dann vielleicht das etwas gar forsche Expandieren der Bautätigkeit in den ländlichen Raum. Insbesondere ausserhalb der Zentren und ihrer Agglomerationen treten die Leerständen nämlich immer deutlicher zutage.

Angesichts ungebremst weiterwachsender Leerstände ist auch klar, dass der Bau das angeschlagene Tempo so nicht wird aufrechterhalten können. Je grösser der Überhang an Mietwohnungen wird, umso tiefer werden künftig die Umsätze im Wohnungsbau ausfallen müssen, um den Mietwohnungsmarkt wieder ins Lot zu bringen und das Überangebot abzubauen. Redimensionierungen im Bau sind daher nur eine Frage der Zeit, denn alternative Umsatztreiber können die absehbare Lücke – wenn überhaupt – nur partiell füllen.

Wohnraum ist nicht dort entstanden, wo er nachgefragt wird, kann als weiteres Fazit gezogen werden. Insofern verliert die Raumplanung den Kampf gegen die Zersiedelung nicht auf dem Land, sondern in den Zentren, die sich auf mannigfaltige Art gegen die Verdichtung stemmen und die Wohnbaudynamik damit verlagern. Wachstum kollidiert zwangsläufig mit dem Wunsch nach Bewahrung. Diese Güterabwägung gilt es mit einer aktiven Strategie vorzunehmen und nicht passiv als Resultat zu akzeptieren.

Verdichtung ist auch im Stockwerkeigentum problembehaftet. Einen interessanten Beitrag zur Lösung der Erneuerungsproblematik im Stockwerkeigentum liefert eine Analyse, die im Rahmen einer Master-of-Advanced-Studies-Abschlussarbeit an der Hochschule Luzern entstanden ist. Sie bringt Investoren als Dritte ins Spiel. Sofern auf einer Liegenschaft im Stockwerkeigentum unausgeschöpftes Ausnutzungspotenzial vorhanden ist, stellen der Verkauf dieses Potenzials an einen Investor und eine Aufstockung der Liegenschaft in Kombination mit einer Gesamtanierung eine gangbare und relativ elegante Lösung dar, Erneuerungsblockaden im Stockwerkeigentum zu beseitigen. Alle Beteiligten fahren mit einer solchen Lösung besser und haben Anreize, dem Erneuerungsvorhaben zuzustimmen. Mit ihr liessen sich zudem gleich zwei Fliegen mit einer Klappe schlagen. Einerseits lässt sich damit die Sanierungsproblematik im Stockwerkeigentum in etlichen Fällen überwinden, und andererseits wird damit dem Gebot der Verdichtung Rechnung getragen (vgl. Seite 8).

Im Namen der Autoren wünsche ich Ihnen eine informative und inspirierende Lektüre.

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate Economics

Inhalt

Bauwirtschaft: Robuste Konjunktur, aber steigende Risiken	5
<p>Dank der hohen Nachfrage nach Immobilienanlagen und eines hohen Investitionsbedarfs in Infrastrukturen wie Schiene, Strassen und Spitäler ist der Geschäftsgang der Baubranche weiterhin ansprechend. Vor allem der Hochbau verzeichnet jedoch eine Überproduktion, die der-einst wieder abgebaut werden muss.</p>	
Wohnungsmarkt: Markanter Anstieg der Leerstände	6
<p>Die Leerstände haben mit 1.47% den höchsten Wert seit 18 Jahren erreicht. Der starke Zu-wachs ist grosttenteils auf den Mietwohnungsmarkt zurückzuführen. Dagegen bleiben die Leerstände bei Wohneigentum auf tiefem Niveau.</p>	
Stockwerkeigentum: Durch Aufstockung ans Ziel	8
<p>Aufstockungen in Kombination mit einer grosszyklischen Sanierung können sich als probates Mittel erweisen, die Hürde der Einstimmigkeit bei der Erneuerung von Liegenschaften im Stockwerkeigentum zu überwinden. Der Verkauf des unausgeschöpften Ausnutzungspotenzi-als an einen Investor generiert dabei die notwendigen Mittel für die grosszyklische Sanierung. Damit liesse sich das Verdichtungspotenzial auch bei Liegenschaften im Stockwerkeigentum ausschöpfen.</p>	
Wohneigentum	10
Mietwohnungen	11
Kommerzielle Immobilien: Nachfrageschwäche produziert Leerstände	12
<p>Bei den Verkaufsflächen nahmen die Leerstände 2017 in den meisten Regionen zu, bei den Büroflächen ist das Bild weniger deutlich. In beiden Segmenten dürfte die geplante Auswei-tung über der mittelfristigen nachfrageseitigen Absorptionskraft liegen.</p>	
Immobilienanlagen	14

Bauwirtschaft

Robuste Konjunktur, aber steigende Risiken

Dank der hohen Nachfrage nach Immobilienanlagen und eines hohen Investitionsbedarfs in Infrastrukturen wie Schiene, Strassen und Spitäler ist der Geschäftsgang der Baubranche weiterhin ansprechend. Vor allem der Hochbau verzeichnet jedoch eine Überproduktion, die dereinst wieder abgebaut werden muss.

Hoch- und Tiefbau mit viel Ruckwind, ...

Das Bauhauptgewerbe erfreut sich weiterhin einer guten Konjunktur. Aktuell profitieren sämtliche Segmente von einem robusten Geschäftsgang mit Umsätzen im Rekordbereich (Wohnungsbau, Tiefbau) oder zumindest von einer deutlich steigenden Tendenz (Wirtschaftsbau). Der Bauindex (Abb. 1), der die Umsätze des Bauhauptgewerbes prognostiziert, liegt für das 3. Quartal 2017 auf dem Rekordwert von 146 Punkten (+1.9% zum Vorjahr). Arbeitsvorrate und Baugesuche signalisieren intakte Aussichten über das laufende Jahr hinaus. Von der hohen Nachfrage profitiert zunehmend auch das Ausbaugewerbe (Ausbauindex: +8.7% zum Vorjahr).

... es wird jedoch zunehmend auf Halde gebaut

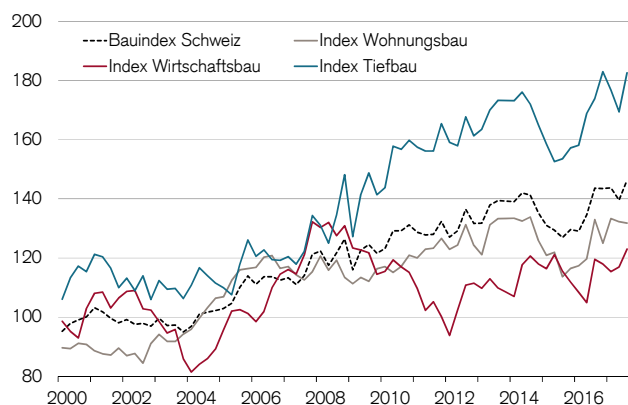
Der kräftige Aufschwung steht allerdings vor allem im Wohnungs- und Wirtschaftsbau auf einem schwachen Fundament. Seit Längerem bleibt die Nachfrage auf dem Mietermarkt sowohl bei Wohnungen als auch bei kommerziellen Flächen hinter dem Angebot zurück. Die Zahl leer stehender Wohnungen ist beispielsweise im Vergleich zum Vorjahr erneut um beinahe 8400 gestiegen. Hinter dem robusten Geschäftsgang im Wohnungs- und Wirtschaftsbau steht eine hohe Investitionsneigung seitens der Anleger. Mangels attraktiver Anlagealternativen im Negativzinsumfeld sind sie bereit, für höhere Renditen auch höhere Risiken einzugehen, und investieren folglich weiter in den Immobilienmarkt. Auch wenn die Aussichten für die nächsten Quartale gut bleiben, steigt mittel- bis langfristig das Risiko einer markanten Korrektur.

Jährliche Überproduktion von mehr als CHF 3 Mrd.

Die Bauinvestitionen zeichnen mit einem Anteil von 9% noch immer für einen substantiellen Teil des Bruttoinlandprodukts (BIP) verantwortlich (Abb. 2). In den vergangenen Jahren wurden gemäss unseren Schätzungen über 5000 Wohnungen pro Jahr «zu viel» erstellt, was rund 10% der Neubautätigkeit ausmacht. Nimmt man diesen Anteil als obere Richtgrösse für die Überproduktion im gesamten Hochbau, so entspräche dies einem «zu hohen» Wachstumsbeitrag der Bauinvestitionen von rund CHF 3.3 Mrd. jährlich. Wenn wir ferner unterstellen, dass zwecks Abbaus des aufgelaufenen Überangebots einige Jahre lang «zu wenig» gebaut werden müsste, ist dereinst mit einem um rund CHF 6.6 Mrd. tieferen jährlichen Wachstumsbeitrag der Bauinvestitionen zu rechnen. Dies entspricht etwa 1% der aktuellen Wirtschaftsleistung.

Abb. 1: Bauindex

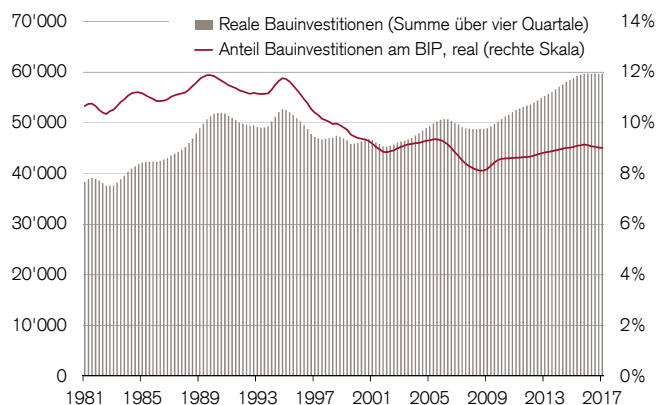
1. Quartal 1996 = 100, saisonbereinigt, nominal



Quelle: Credit Suisse, Schweizerischer Baumeisterverband

Abb. 2: Anteil der Bauinvestitionen am BIP in %, real

Reale Bauinvestitionen in CHF Mio. (linke Skala)



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco), Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Wohnungsmarkt

Markanter Anstieg der Leerstände

Die Leerstände haben mit 1.47% den höchsten Wert seit 18 Jahren erreicht. Der starke Zuwachs ist grösstenteils auf den Mietwohnungsmarkt zurückzuführen. Dagegen bleiben die Leerstände bei Wohneigentum auf tiefem Niveau.

Leerwohnungsziffer so hoch wie seit 1999 nicht mehr

Die Leerwohnungsziffer erreichte am 1. Juni 2017 hohe 1.47% (vgl. Abb. 3). Das entspricht 64'893 leer stehenden Wohnungen. Ein solch hoher Wert wurde seit 1999 (1.59%) nicht mehr gemessen. Zum achten Mal in Folge ist die Leerwohnungsziffer angestiegen. Das Wachstum hat sich im Vergleich zu den Vorjahren nochmals erhöht. Alleine im vergangenen Jahr stiegen die Leerstände um 8375 Wohneinheiten an. Innert vier Jahren haben die Leerstände damit um 61% zugelegt. Ein genauerer Blick auf den jüngsten Anstieg wirft aber auch Fragen auf. Es fällt auf, dass die Leerstände in einzelnen Gemeinden, die in den Vorjahren keine oder kaum Leerstände aufwiesen, regelrecht explodiert sind. Hier liegt die Vermutung nahe, dass die Leerstandszahlen in der Vergangenheit teilweise zu tief ausgewiesen wurden.

Vor allem Mietwohnungen betroffen

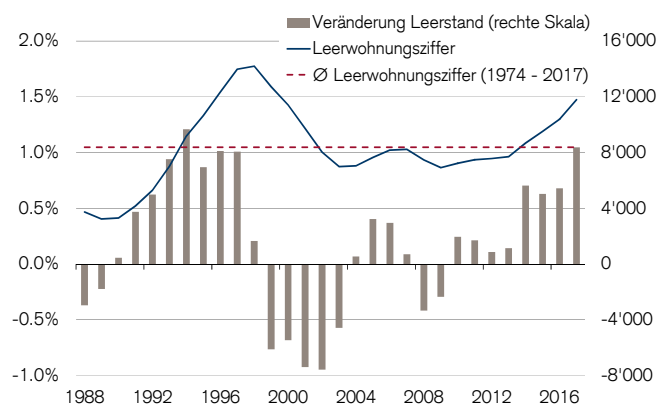
Zwischen den einzelnen Segmenten bestehen grosse Unterschiede. Wie schon in den Vorjahren betrifft der starke Anstieg in erster Linie Mietwohnungen. Innert Jahresfrist stiegen hier die Leerstände von 1.99% auf 2.31% an (vgl. Abb. 4). Das ist ein Plus von 7823 Einheiten, womit mittlerweile 55'397 Mietwohnungen leer stehen. Der Grund hierfür liegt im immer grösseren Auseinanderklaffen von Angebot und Nachfrage. Die Nettozuwanderung sank zwischen 2013 und 2016 von über 80'000 auf noch knapp 60'000. Gleichzeitig ist die Neubautätigkeit von Mietwohnungen Jahr für Jahr weiter angestiegen. Eine Reaktion der Angebotsausweitung auf die tiefere Nachfrage ist bisher ausgeblieben. Zu gross war bisher der durch das Negativzinsumfeld ausgelöste Anlagenotstand. In diesem Umfeld sind Investoren bereit, höhere Risiken einzugehen, da die Ausschüttungsrenditen der Immobilienanlagen klar über jenen von alternativen Anlagen wie beispielsweise Staatsanleihen liegen. Der Anlagedruck verzögert die im Immobilienmarkt ohnehin gewohnt träge Anpassung des Angebots an die Nachfrage zusätzlich.

Immer noch tiefe Leerstände bei Wohneigentum

Anders dagegen ist die Situation auf dem Wohneigentumsmarkt. Die Leerstände von Eigentumswohnungen stiegen nur geringfügig von 0.81% auf 0.84% an (vgl. Abb. 4). Ein ähnliches Bild zeigt sich bei Einfamilienhäusern. Hier war lediglich ein Wachstum von 0.39% auf 0.41% zu beobachten. Zwar ist auch dieser Markt, als Folge einer Kombination von hohen Preisen und gestiegenen Finanzierungshürden, mit einer sinkenden Nachfrage konfrontiert. Im Gegensatz zum Mietwohnungsmarkt, der im Fokus institutioneller Anleger liegt, hat hier das Angebot jedoch auf die tiefere Nachfrage reagiert und so einen spürbaren Anstieg der Leerstände und einen Einbruch der Preise nach der zweimaligen Verschärfung der Finanzierungsregeln verhindert.

Abb. 3: Leerwohnungen und Leerwohnungsziffer

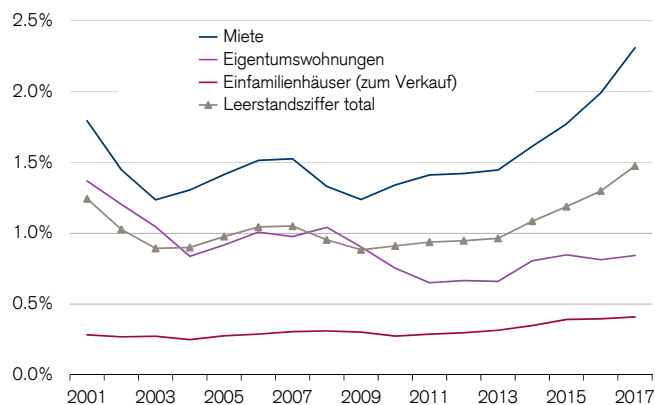
Leerwohnungsziffer (linke Skala) und Wachstum der Leerwohnungen (rechte Skala)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 4: Leerwohnungsziffer nach Segment

In % des jeweiligen Bestands



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Hohe Leerstände ausserhalb der Zentren und zentrumsnahen Gemeinden

Regional ist der Anstieg der Leerstände breit abgestützt (vgl. Abb. 5). 80 der 110 Schweizer Wirtschaftsregionen verzeichneten einen Anstieg. In 21 Regionen war eine Seitwärtsbewegung festzustellen. Überdurchschnittlich betroffen sind zentrumsferne Agglomerationsgemeinden, ländliche Gemeinden sowie generell Gemeinden mit einer sehr hohen Wohnbautätigkeit. Die höchsten Leerstände sind in den Regionen zwischen Biel und Lenzburg sowie im Unterwallis zu finden. So stehen beispielsweise in der Region Oberaargau mittlerweile 5.16% aller Wohnungen leer.

Wohnraum in den Zentren bleibt knapp

Anders ist die Situation dagegen nach wie vor in der Mehrheit der Zentren und zentrumsnahen Pendlergemeinden. Zwar war auch hier vielerorts ein Anstieg der Leerstände zu verzeichnen. Das Leerstandsniveau bleibt aber auf vergleichsweise tiefem Niveau und man kann bloss von einer moderaten Entspannung der Wohnungsknappheit sprechen. In vereinzelt Grossstädten wie Zürich oder Lausanne ist die Suche nach einer neuen Wohnung immer noch schwierig und zeitintensiv.

Zum grossen Teil Bestandesliegenschaften betroffen

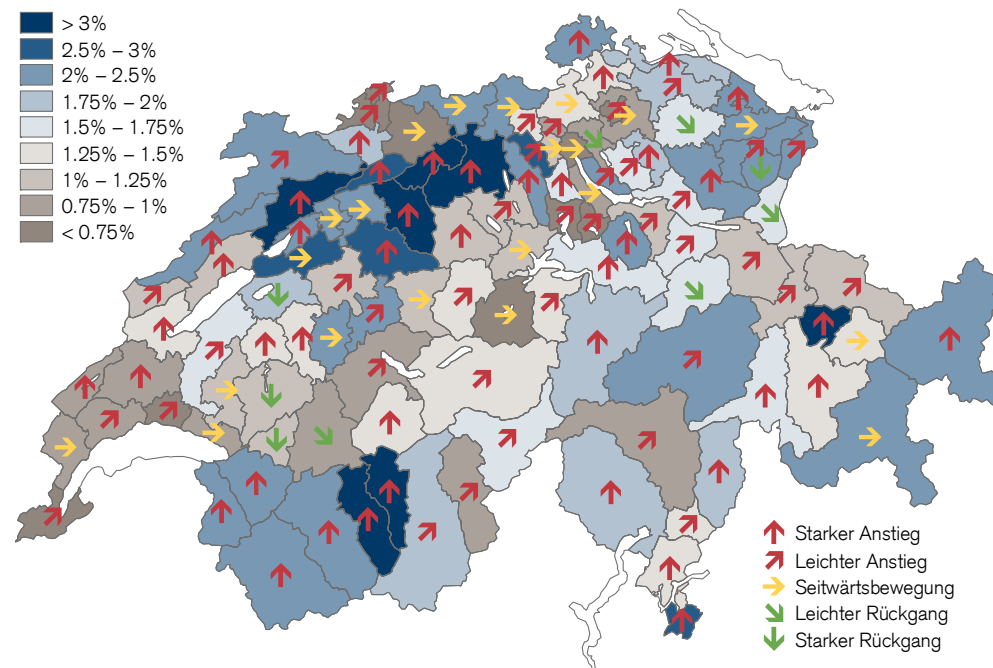
Mehrheitlich sind Leerstände in Bestandesliegenschaften und nicht in Neubauten zu finden. Beinahe 85% aller Leerstände entfallen auf Bauten, die älter als zwei Jahre alt sind. Die grosse Mehrheit der Neubauten kann nach wie vor vermietet werden. Rund 10'000 leer stehende Neubauten (Wohnungen die in den letzten zwei Jahren auf den Markt gekommen sind) zeigen aber, dass die Vermarktung dieser Objekte ebenfalls anspruchsvoller wird. Umso wichtiger werden in diesem Kontext die Standortwahl, eine hohe Objektqualität sowie ein nachhaltiges Mietpreinsniveau.

Leerstände werden 2018 weiter steigen

Ein Ende der steigenden Leerstände ist nicht in Sicht. Die Zuwanderung verliert im laufenden Jahr weiter an Schwung. Die Bautätigkeit dagegen dürfte unverändert hoch bleiben. Zwar wurden in den letzten 12 Monaten rund 8% weniger Wohnungen baubewilligt als im Jahr zuvor, der Verlauf der Baugesuche (+2%) lässt jedoch vermuten, dass die Pipeline gut gefüllt bleibt. Damit dürften die Leerstände mit grosser Wahrscheinlichkeit auch 2018 weiter steigen. Besonders ausserhalb der Zentren gewinnen damit die Mieter an Marktmacht, und der Druck auf die Mietpreise dürfte sich verstärken.

Abb. 5: Regionale Leerstandsziffern 2017

Leerwohnungsziffer 2017, Pfeile: Veränderung gegenüber dem Vorjahr



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse, Geostat

Stockwerkeigentum

Durch Aufstockung ans Ziel

Aufstockungen in Kombination mit einer grosszyklischen Sanierung können sich als probates Mittel erweisen, die Hürde der Einstimmigkeit bei der Erneuerung von Liegenschaften im Stockwerkeigentum zu überwinden. Der Verkauf des unausgeschöpften Ausnutzungspotenzials an einen Investor generiert dabei die notwendigen Mittel für die grosszyklische Sanierung. Damit liesse sich das Verdichtungspotenzial auch bei Liegenschaften im Stockwerkeigentum ausschöpfen.¹

Verdichtungspotenzial bei Liegenschaften im Stockwerkeigentum

Ein grosser Teil des Verdichtungspotenzials in der Schweiz liegt in Form von Geschossflächenreserven auf bereits bebauten Grundstücken. Dieses Ausnutzungspotenzial, das evtl. durch künftige Aufzunungen noch erhöht wird, eröffnet insbesondere für Besitzer von Renditeliegenschaften Chancen. Bei selbstgenutztem Wohneigentum sind die Mobilisierungshindernisse dagegen höher. In Bezug auf Liegenschaften im Stockwerkeigentum scheinen diese aufgrund der nötigen Einstimmigkeit gar unüberwindbar.

Grosszyklische Sanierungen drängen sich auf

Das Stockwerkeigentum hat 2015 seinen 50. Geburtstag gefeiert. Spätestens jetzt haben die Liegenschaften der ersten Stunde ihren Zenit überschritten und die grosszyklische Sanierung lässt sich nicht mehr aufschieben. In den kommenden Jahren dürften immer mehr Liegenschaften vor dieser Situation stehen. Eine wesentliche Voraussetzung für die Gesamtsanierung ist, dass der Erneuerungsfonds über die Jahre genügend geäuft wurde. Dies ist jedoch bei vielen Gemeinschaften nicht der Fall.

Ausnutzungspotenzial kann nur gemeinsam monetarisiert werden

Die Monetarisierung eines vorhandenen Ausnutzungspotenzials auf der Liegenschaft stellt eine Möglichkeit dar, die nötigen Mittel für die notwendige grosszyklische Sanierung zu generieren. Der einzelne Stockwerkeigentümer wird jedoch keinen Käufer finden, der bereit ist für das unausgeschöpfte Ausnutzungspotenzial auf dem Landanteil im Miteigentum zu zahlen, weil ein Stockwerkeigentümer alleine das Potenzial nicht heben kann. Das vorhandene Ausnutzungspotenzial auf einer Liegenschaft im Stockwerkeigentum kann nur als Gemeinschaft ausgeschöpft werden. Dafür verantwortlich ist das gesetzliche Instrument der Einstimmigkeit für weitreichende Beschlüsse in der Stockwerkeigentümergeinschaft. Die Bestimmung ist zwar ein probates Mittel um die Eigentumsrechte des Einzelnen zu wahren, resultiert jedoch in einer gewissen Schwerfälligkeit zum Nachteil der Gemeinschaft. Objektiv probate Lösungsvorschläge für die Erneuerung einer Liegenschaft können durch einen einzigen subjektiv geprägten Eigentümer verhindert werden.

Aufstockung im Zusammenhang mit der grosszyklischen Sanierung

Sind jedoch die Anreize für den einzelnen Stockwerkeigentümer genügend gross, kann durch eine Aufstockung im Zusammenhang mit einer grosszyklischen Sanierung die Hürde der Einstimmigkeit überwunden werden. Somit kann das Verdichtungspotenzial auch bei Liegenschaften im Stockwerkeigentum ausgeschöpft werden. Die Anreize für die Stockwerkeigentümergeinschaft sind gross genug, wenn durch den Verkauf des Ausnutzungspotenzials an einen Investor genügend Mittel für die Gesamtsanierung der allgemeinen Teile generiert werden (Abb. 6). Bleibt noch Geld für die Sanierung der eigenen vier Wände übrig, lohnt es sich für den einzelnen Stockwerkeigentümer doppelt. Das Anreizsystem funktioniert jedoch nicht ohne einen Investor, welcher bereit ist, das Abenteuer Stockwerkeigentümergeinschaft auf sich zu nehmen. Die Bereitschaft wächst bekanntlich mit der Rendite. Diese muss höher sein als bei einem Neubauprojekt auf der grünen Wiese, um die zusätzlichen Risiken abzugelten.

Mögliche Rolle für GU's oder TU's

Je besser die Lage, umso höhere Quadratmeterpreise lassen sich für die zusätzlich erstellten Stockwerkeinheiten realisieren. Werden die Kosten für die Aufstockung sowie das Risiko abgezogen, ergibt sich der Preis, welcher für das Ausnutzungspotenzial maximal bezahlt werden kann. Dieser muss wiederum möglichst die Kosten für die grosszyklische Sanierung decken. Im Idealfall ist der Investor ein Total- oder Generalunternehmer, welcher gleichzeitig den Auftrag für die Gesamtsanierung übernimmt.

¹ Der vorliegende Artikel ist eine Zusammenfassung der MAS Arbeit: Galliker, P., Mötteli, M., Qelaj, D. (2017). Ausschöpfung des Verdichtungspotenzials im Stockwerkeigentum durch Aufstockung, Hochschule Luzern

Umsetzungs- und Unterstützungsprozess unerlässlich

Um die zusätzlichen Schnittstellen in Bezug auf den Spezialfall Stockwerkeigentümergeinschaft möglichst effizient handhaben zu können, ist ein gut strukturierter Umsetzungs- und Unterstützungsprozess unumgänglich. Dazu gehören neben einem weitsichtigen Stockwerkeigentumsverwalter auch ein unabhängiger Projektbegleiter, welcher die Gemeinschaft zum Beispiel in Bezug auf den Wert des Ausnutzungspotenzials beratend unterstützt. Der Verwalter muss die Gemeinschaft im Hinblick auf den Lebenszyklus der Liegenschaft möglichst frühzeitig auf eine notwendige Gesamtsanierung und das allfällige Loch im Erneuerungsfonds aufmerksam machen und mögliche Lösungen, wie zum Beispiel die Aufstockung, aufzeigen.

Alle müssen an einem Strick ziehen

Die Heterogenität der Stockwerkeigentümer stellt natürlich eine Herausforderung dar. Nicht jeder Eigentümer hat Probleme, die nötigen Mittel für die Öffnung des Erneuerungsfonds aufzubringen. Damit der Wert der eigenen Wohnung aufgrund der längst überfälligen grosszyklischen Sanierung der allgemeinen Teile nicht abnimmt, hat jedoch auch der gut begüterte Eigentümer ein Interesse daran der Aufstockung zuzustimmen. Denn nur so kommen seine Nachbarn an die nötigen Mittel für die Gesamtsanierung. Um das Ziel zu erreichen, müssen alle an einem Strick ziehen. Ein grosser Vorteil ist zudem, dass jeder in seiner Wohnung bleiben kann. Der einzige, welcher sein Feld zumindest vorübergehend räumen müsste, ist der Eigentümer der Attikawohnung. Allenfalls kann diesem die neue Attikawohnung zur Verfügung gestellt werden oder er wird zusätzlich entschädigt. Anhand eines durchaus repräsentativen Praxisbeispiels in einer Gemeinde im Zürcher Glattal konnte rechnerisch gezeigt werden, dass eine Aufstockung mit Gesamtsanierung ausreichend Anreize für die bestehenden Stockwerkeigentümer bietet und für den Investor eine risikogerechte Rendite herauspringt.

Baurichtlinien erschweren zum Teil eine Aufstockung

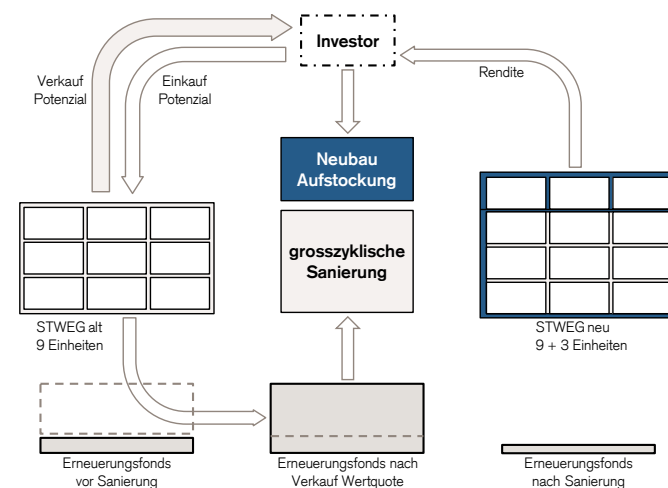
Kommunale Baurichtlinien in Bezug auf Nebenräume wie Keller oder Estrich sowie auf die Parkierung können ein weiteres Hindernis für eine Aufstockung darstellen. Um eine qualitativ gute bauliche Verdichtung erreichen zu können, wäre zu prüfen, inwiefern die aktuelle Baugesetzgebung angepasst werden müsste, damit die zukünftige Potenzialausschöpfung nicht erschwert wird.

Der Druck auf die Stockwerkeigentümer nimmt zu

Der Druck auf die Stockwerkeigentümergeinschaften, die Blockaden in Bezug auf die grosszyklischen Sanierungen zu lösen, wird zunehmen. Die objektiven Anreize, einer Aufstockung zuzustimmen, und somit im Rahmen seiner Wertquote am vorhandenen Potenzial auf dem Grundstück zu partizipieren, sind jedoch bereits heute genügend gross. Gleichzeitig wird Bauland aufgrund der geforderten Innenverdichtung immer knapper und teurer. Die Investoren sind auf der Suche nach Alternativen. Aufzonen an zentralen Lagen werden die Attraktivität von Aufstockungsprojekten in Zukunft noch steigern. Der Investor tut gut daran, bereits jetzt den Kontakt zu Verwaltern und unabhängigen Projektbegleitern zu suchen. Damit Aufstockungen sich am Markt als mögliche und praktikable Lösung für beide Problematiken – sowohl die grosszyklische Sanierung als auch die Innenverdichtung – etablieren können, muss allenfalls der Leidensdruck auf beiden Seiten noch etwas zunehmen.

Abb. 6: Anreizsystem für Aufstockung im Stockwerkeigentum

Durch den Verkauf des Potenzials an den Investor kann der Erneuerungsfonds für die grosszyklische Sanierung geöffnet werden. Der Investor generiert durch den Verkauf der neu erstellten Stockwerkeinheiten eine entsprechende Rendite.



Quelle: Petra Galliker, Michael Mötteli, Drilon Oelaj (2017): Ausschöpfung des Verdichtungspotenzials im Stockwerkeigentum durch Aufstockung

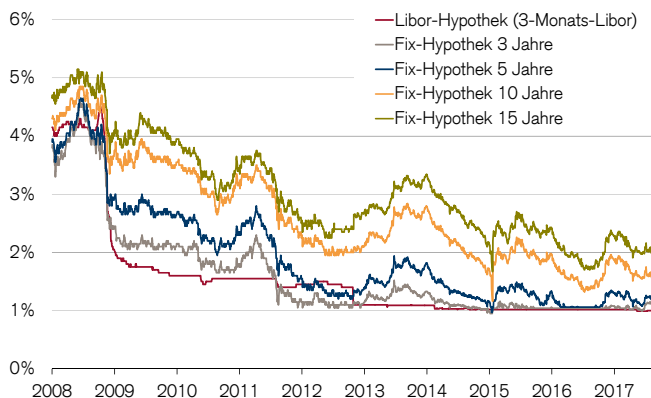
Wohneigentum

Hypothekarzinsen bleiben sehr tief

Die Zinssätze von Fix-Hypotheken sind seit Anfang 2017 im Trend gesunken und haben damit einen Teil des Zinsanstiegs, der nach den US-Präsidentenwahlen Ende 2016 verzeichnet wurde, wieder wettgemacht. Die Entwicklung bleibt von einem Auf und Ab geprägt. Libor-Hypotheken (3-Monats-Libor) haben dagegen auf ihren absoluten Tiefstständen verharrt. In den kommenden zwölf Monaten erwarten wir für Libor-Hypotheken sowie Fix-Hypotheken mit kurzen Laufzeiten eine Seitwärtsbewegung. Derweil dürften die Zinssätze von Fix-Hypotheken mit langen Laufzeiten wieder leicht steigen. Es muss dabei jedoch weiterhin sowohl mit Ausschlägen nach oben als auch nach unten gerechnet werden.

Abb. 7: Hypothekarzinsen verschiedener Laufzeiten

Hypothekarzinsen bei Neuabschluss, in %



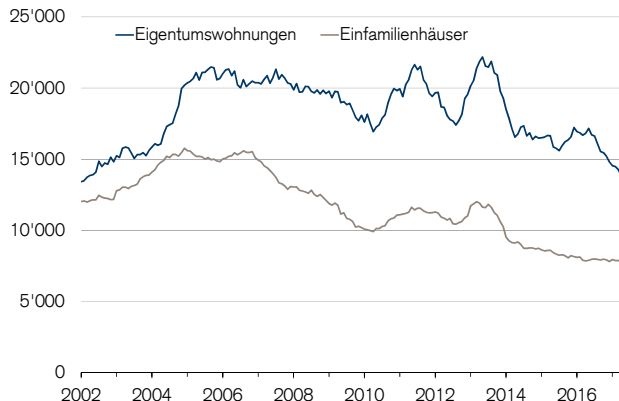
Quelle: Credit Suisse

Eigentumsproduktion weiter rückläufig

Die Anzahl bewilligter Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser ist weiter rückläufig und hat den tiefsten Stand seit 2002 erreicht. In den letzten zwölf Monaten wurden noch Bewilligungen für knapp 21'300 Wohneinheiten (13'900 Eigentumswohnungen und 7'400 Einfamilienhäuser) gesprochen. Im Vergleich zum Vorjahr entspricht dies einem Minus von 13.6%. Gegenwärtig ist indessen eine unterschiedliche Entwicklung zwischen den Segmenten zu beobachten: Während die Bewilligungen bei den Einfamilienhäusern weiter rückläufig sind, zeigt sich bei den Eigentumswohnungen seit einem Quartal eine Stabilisierung.

Abb. 8: Baubewilligungen Wohneigentum

Anzahl Wohneinheiten, gleitende 12-Monats-Summe



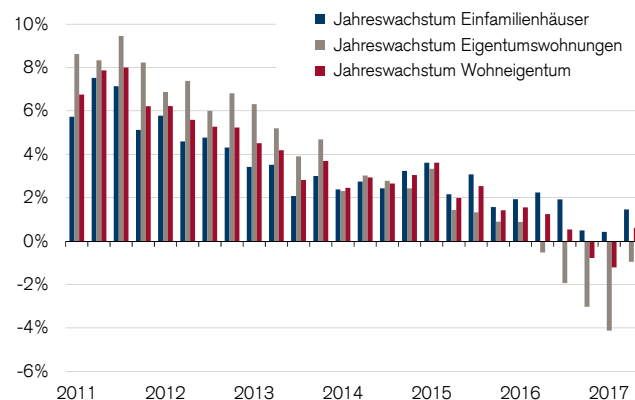
Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Preise von Einfamilienhäusern sind wieder im Plus

Nach zwei Quartalen mit Rückgängen legten die Wohneigentumspreise im 2. Quartal 2017 wieder leicht zu. Im Vergleich zum Vorjahr lag das Plus bei 0.6%. Die Unterschiede zwischen den Segmenten bleiben bestehen. Während sich Einfamilienhäuser um 1.5% verteuerten, sanken die Preise von Eigentumswohnungen um 1.0%. Wir sehen in der jüngsten Entwicklung noch keine Trendwende und erwarten für die kommenden Quartale eine Seitwärtsbewegung der Preise. Der Hauptgrund hierfür liegt im nach wie vor limitierten Nachfragepotenzial infolge der stark gestiegenen finanziellen Anforderungen für den Erwerb von Wohneigentum.

Abb. 9: Preiswachstum Wohneigentum

Jahreswachstumsraten nach Segment



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

Mietwohnungen

Noch keine Trendwende im Mietwohnungsbau

2016 wurde die rekordhohe Zahl von 29'000 Mietwohnungen baubewilligt. Betrachtet man die vergangenen zwölf Monate, so ist ein Rückgang auf 26'600 Wohneinheiten festzustellen. Ein Ende des Höhenflugs im Mietwohnungsbau kann damit noch nicht verkündet werden. Die Projektierungstätigkeit bleibt nämlich hoch, wurden doch in den vergangenen zwölf Monaten Baugesuche für 31'400 Mietwohnungen eingereicht. Eine Reaktion des Wohnungsangebots auf die rückläufige Zuwanderung dürfte folglich noch auf sich warten lassen. Die Folgen sind eine weitere Entspannung des Marktes in den Zentren, landesweit weiter steigende Leerstände und ein rückläufiges Mietpreiswachstum.

Zuwanderungsbedingte Nachfrage weiterhin rückläufig

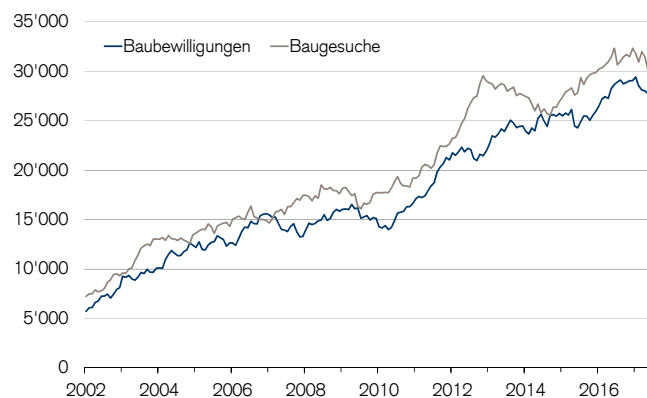
Die Nettozuwanderung sinkt seit 2014 kontinuierlich. Dieser Trend, der sich 2016 nochmals deutlich beschleunigt hat, ist auch im laufenden Jahr zu beobachten. Bis Ende Juli 2017 waren per Saldo rund 30'000 Zuwanderer zu verzeichnen, 11.7% weniger als im Vorjahr. Weniger Zuwanderer in den ersten sieben Monaten des Jahres wurden zuletzt 2006 registriert – im Jahr vor der Einführung der vollen Personenfreizügigkeit mit den EU-17-Staaten. Der aktuelle Rückgang der Zuwanderung geht vollumfänglich auf das Konto der Einwanderungen (-5.3%), denn die Auswanderungen haben gegenüber der Vorjahresperiode nicht mehr zugenommen (-0.4%).

Ausgeschriebene Mietwohnungen leicht günstiger

Die Preise der auf dem Immobilienportal Homegate zur Miete ausgeschriebenen Wohnungen lagen im 2. Quartal 2017 leicht unter dem Niveau des Vorjahres (-0.3%). Der seit 2015 zu beobachtende Trend zu einem rückläufigen Mietpreiswachstum, der weiter anhalten dürfte, ergibt sich aus einer hohen Bautätigkeit und einer rückläufigen Zuwanderung. Von den Kantonen der Grosszentren hatte bis zum 1. Quartal jedoch nur Genf/Waadt sinkende Angebotsmieten zu verzeichnen. Im 2. Quartal 2017 kamen nun auch Basel-Stadt/Basel-Landschaft und Bern hinzu, während Zürich eine schwarze Null schrieb (+0.2%).

Abb. 10: Projektierung von Mietwohnungen

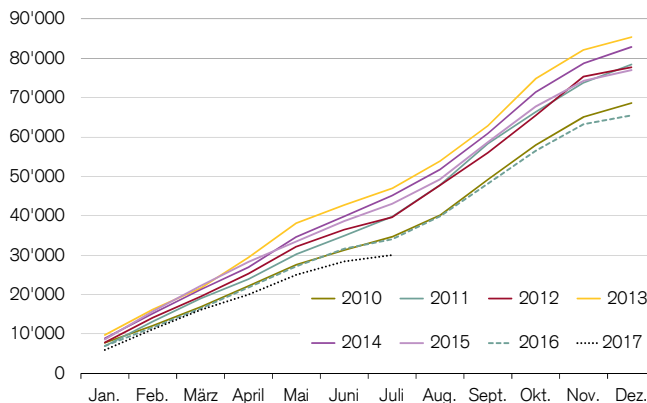
Baubewilligungen und Baugesuche, in Anzahl Wohneinheiten, 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 11: Zuwanderung nach Monat (kumuliert)

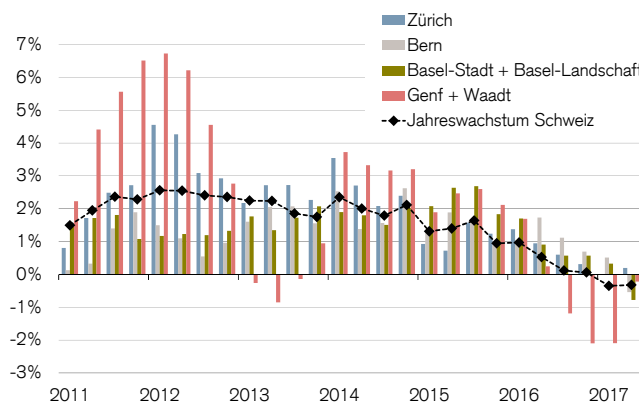
Ständige ausländische Wohnbevölkerung, ohne Registerkorrekturen



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Abb. 12: Angebotsmieten

Jahreswachstum (nominal)



Quelle: Homegate, Credit Suisse

Kommerzielle Immobilien

Nachfrageschwäche produziert Leerstände

Bei den Verkaufsflächen nahmen die Leerstände 2017 in den meisten Regionen zu, bei den Büroflächen ist das Bild weniger deutlich. In beiden Segmenten dürfte die geplante Ausweitung über der mittelfristigen nachfrageseitigen Absorptionskraft liegen.

Leer stehende Verkaufsflächen nehmen – kaum überraschend – zu

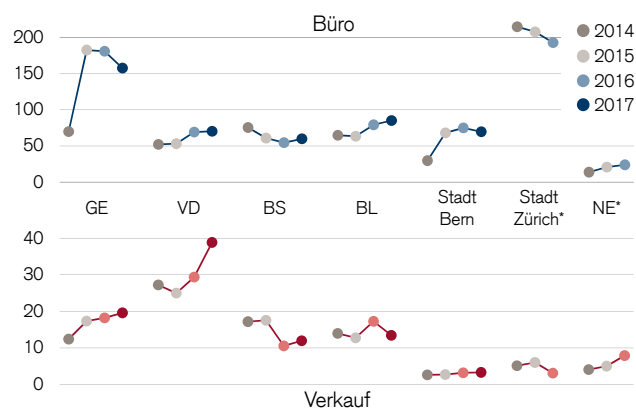
Die leer stehenden Verkaufsflächen haben in einer Mehrheit der publizierten Städte und Kantone zugenommen (vgl. Abb. 13). In Basel-Stadt und Genf sind die Leerstände um 7% bzw. 13% gestiegen, im Waadtland gar um hohe 32%. Einzig im Kanton Baselland haben sie sich um 22% reduziert. Gleichzeitig liegt die 12-Monats-Summe der Baubewilligungen mit CHF 610 Mio. nicht weit unterhalb des langjährigen Mittels (vgl. Abb. 14). Die Projektierung von Einkaufszentren, Fachmärkten und Verkaufsgeschäften befindet sich zwar um etwa 40% unter dem langjährigen Mittel, ein Grossteil der Baubewilligungen stammt aber derzeit aus Gebäuden mit Mischnutzungen – eine Begleiterscheinung des Booms im Mietwohnungsbau. Angesichts der schwierigen Marktsituation im Detailhandel – insbesondere im Non-Food-Segment – vermögen die steigenden Leerstände nicht zu überraschen. In einer Vielzahl anderer Schweizer Regionen dürfte die Entwicklung ähnlich verlaufen. Im Zuge der fortschreitenden Verschiebung des Verkaufsumsatzes auf den Onlinekanal dürften die Leerstände auch in den kommenden Jahren weiter steigen. Alternative Nutzer für Verkaufsflächen existieren zwar (z.B. lokales Gewerbe, Krippen), deren Absorptionskraft wird aber bei Weitem nicht ausreichen, um die fehlende Nachfrage des Detailhandels zu kompensieren.

Leerstandszahlen im Bürosegment vermitteln trügerische Ruhe

Die Entwicklung der Büroleerstände vermittelt dagegen kein einheitliches Bild. Während die beiden Basler Kantone eine Zunahme der leer stehenden Flächen um 7% (BL) und 9% (BS) auswiesen, reduzierte sich der Leerstand in der Stadt Bern (-7%) und insbesondere im Kanton Genf (-13%) spürbar. Von einer Konsolidierung der Situation auf dem Büroflächenmarkt auszugehen wäre aber verfrüht. Gerade in Genf ist die Vermarktungssituation weiterhin eher schwierig, wie dies auch der Anstieg der durchschnittlichen Leerstandsdauer von 13 auf über 15 Monate belegt. Mangels Anlagealternativen wird trotzdem weiterhin grosszügig in neue Büroflächen investiert, und die 12-Monats-Summe der Baubewilligungen hat das langjährige Mittel von knapp CHF 2 Mrd. wieder überschritten. Der markante Anstieg in jüngster Zeit ist massgeblich dem zweiten Roche-Turm in Basel zuzuschreiben, mit dessen Fertigstellung bis zu 70'000 m² Büroflächen an anderen Standorten auf den Markt kommen könnten. Auch auf dem Büroflächenmarkt dürfte die derzeit vom Arbeitsmarkt generierte Zusatznachfrage kaum ausreichen, um die geplante Ausweitung vollumfänglich zu absorbieren.

Abb. 13: Entwicklung der kommerziellen Leerstände

Leer stehende Büro- und Verkaufsflächen per 1. Juni, in Tausend m²

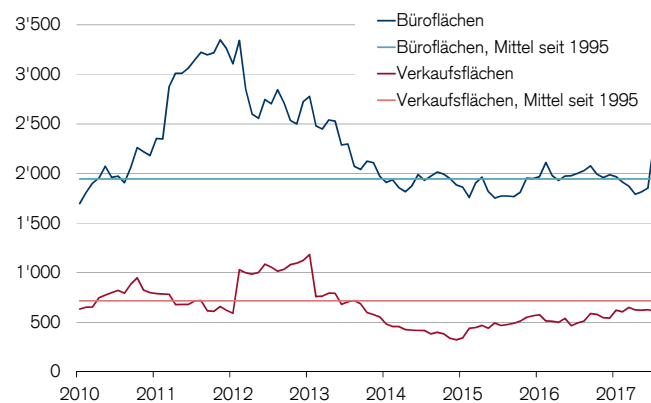


* Daten 2017 bei Redaktionsschluss noch nicht verfügbar

Quelle: Diverse statistische Ämter, Credit Suisse

Abb. 14: Baubewilligte Verkaufs- und Büroflächen

In CHF Mio. Bausumme, Neubau, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Kommerzielle Immobilien

Büroflächen: Erholungszeichen bei der Nachfrage

Die Beschäftigungsentwicklung sendet zuversichtlich stimmende Signale für die Nachfrage auf dem Büroflächenmarkt. Das Beschäftigungswachstum in den klassischen Bürobranchen gewann im 2. Quartal 2017 wieder etwas an Schwung (+1.0% ggü. Vorjahr), und die Zahl der gemeldeten Arbeitslosen nahm zum zweiten Quartal in Folge ab (-2.3% ggü. Vorjahr). Anlass zu Optimismus gibt auch die Anzahl offener Arbeitsstellen, die um 10.5% gegenüber dem Vorjahrsquartal stieg. Mit dem erwarteten höheren Wachstum der Schweizer Wirtschaft in den kommenden Quartalen dürfte sich auch die Beschäftigung dynamischer entwickeln.

Verkaufsflächen: Konsumentenstimmung hebt sich auf

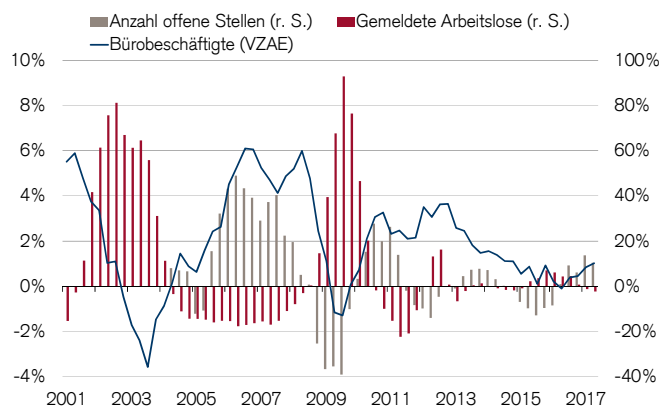
Die seit dem Frankenschock gedrückte Konsumentenstimmung scheint sich im Zuge einer verbesserten Arbeitsmarktlage allmählich zu erholen. Der im August 2017 durch das Staatssekretariat für Wirtschaft veröffentlichte Konsumentenstimmungsindex deutet mit einem Wert von -3 (langjähriges Mittel: -9) auf ein zuversichtlicheres Einkaufsverhalten der Schweizer Konsumenten hin. Allerdings waren die resultierenden Impulse für die Dynamik des Inlandkonsums im 2. Quartal 2017 noch moderat, fiel doch das Wachstum des privaten Konsums mit +1.3% gegenüber dem Vorjahrswert bescheiden aus.

Verkaufsflächen: Detailhandelsumsätze wachsen wieder

Die langsame Erholung der Konsumentenstimmung unterstützte im 2. Quartal 2017 die Aktivitäten der Detailhandelsbranche. Erstmals seit dem 1. Quartal 2016 verzeichneten die schweizerischen Detailhandelsumsätze wieder ein positives Wachstum (+0.9% ggü. Vorjahr). Bemerkenswert ist der positive Beitrag seitens des Non-Food-Segments, das zweieinhalb Jahre lang unter negativem Wachstum gelitten hatte. Insbesondere der Onlinehandel wird den Sektor aber weiterhin vor grosse Herausforderungen stellen.

Abb. 15 Bürobeschäftigung, Stellen und Arbeitslose

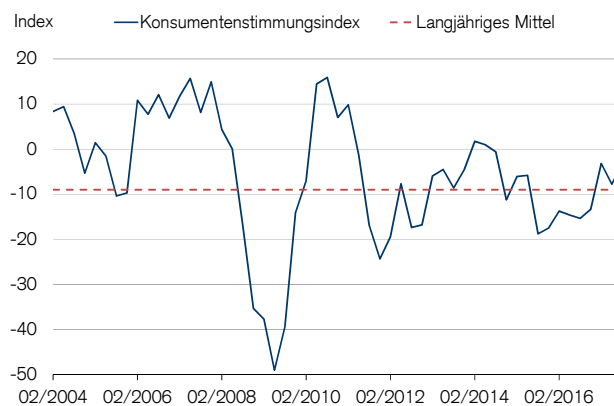
Jahreswachstum von Arbeitsstellen, Arbeitslosen und Bürobeschäftigung



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 16 Schweizerische Konsumentenstimmung

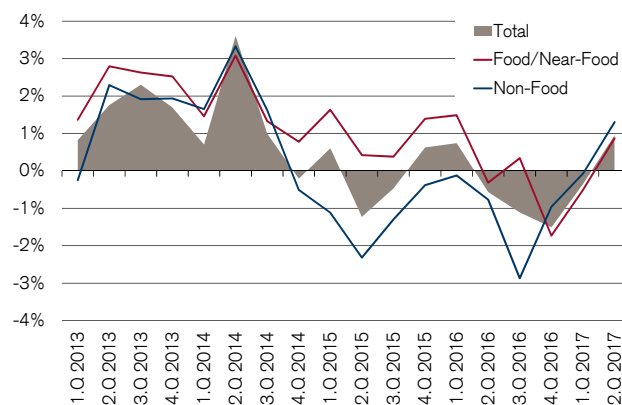
Konsumentenstimmungsindex und sein langjähriges Mittel



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft, Credit Suisse

Abb. 17: Detailhandelsumsätze

Umsätze total und für verschiedene Segmente, real, Veränderung zum Vorjahr



Quelle: GfK, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Immobilienanlagen

Immobilienmarkt offeriert weiterhin hohe Risikoprämien

Im anhaltenden Negativzinsumfeld sind schweizerische Immobilienanlagen weiterhin eine attraktive Renditequelle. Ende August betrug der Renditeunterschied zwischen Schweizer Immobilienaktien und der 10-jährigen Staatsanleihe knapp 400 Basispunkte, was im internationalen Vergleich ein hoher Wert ist. So war beispielsweise die Risikoprämie der amerikanischen Immobilienaktien zum gleichen Zeitpunkt nur halb so hoch. Schweizer Immobilienfonds wiesen eine tiefere, aber dennoch vergleichsweise attraktive Renditedifferenz von 275 Basispunkten auf. Solange das Negativzinsumfeld bestehen bleibt, dürften die attraktiven Risikoprämien für eine intakte Nachfrage sorgen.

Performanceverlangsamung im 2. Halbjahr 2017

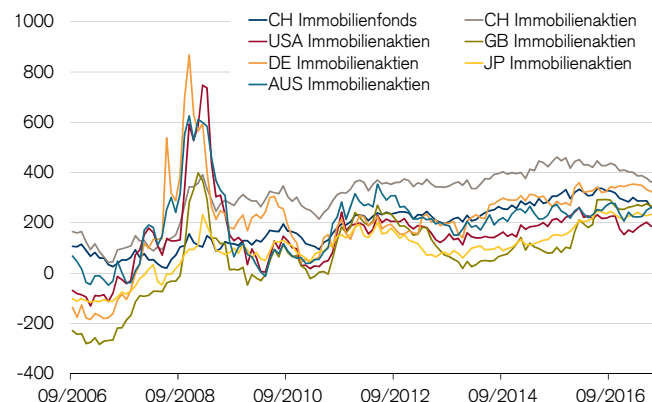
Der Aufwärtstrend der Schweizer Immobilienaktienkurse, der in der 1. Jahreshälfte 2017 kaum zu bremsen war, fand in den Folgemonaten keine Fortsetzung. Ende Juni kam es in einem überverkauften Markt zu einer Kurskorrektur, die durch vereinzelte pessimistische Analystenmeinungen ausgelöst wurde. Im Vergleich zum internationalen Immobilienindex FTSE EPRA/NAREIT Global weisen Schweizer Immobilientitel mit einer Kurssteigerung von 8.2% im bisherigen Jahresverlauf aber weiterhin eine Überrendite auf. Die Performance liegt jedoch unter derjenigen des SPI und des globalen Aktienbenchmarks MSCI World Index. Schweizer Immobilienfonds erzielten 2017 bisher eine Gesamtrendite von 6.0%, wobei die Performance seit Ende Juli eine Abwärtstendenz zeigt.

Zenit der Bewertungen überschritten

Die Bewertung der Schweizer Immobilienfonds bleibt weiterhin hoch. Der zusammengesetzte Bewertungsindikator Z-score liegt aktuell um zwei Standardabweichungen über seinem historischen Mittelwert, hat aber seit dem Höhepunkt von Ende Juli etwas abgenommen. Die neusten Agiozahlen deuten ebenfalls auf eine Abschwächung der Bewertungen hin: Ende August betrug das durchschnittliche Agio 30.4%, nachdem der Aufpreis Ende Juli noch bei 34.2% notiert hatte. Angesichts des anhaltenden Tiefzinsumfelds sollte die kürzlich erfolgte Korrektur jedoch nicht als Trendwende, sondern eher als Rückkehr zu fundamental vertretbaren Bewertungen interpretiert werden.

Abb. 18: Ausschüttungsrendite von Immobilienanlagen

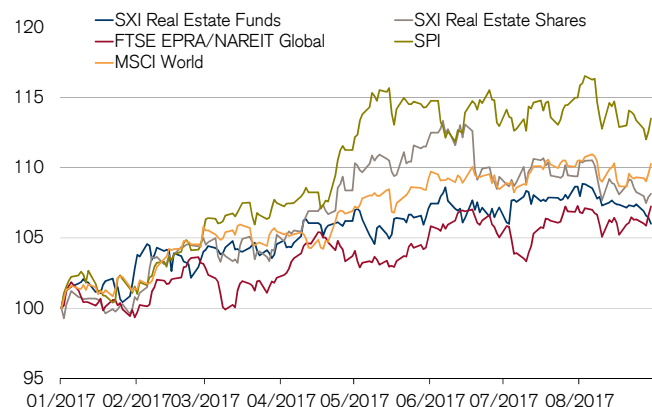
Renditedifferenz zu den zugehörigen 10-jährigen Staatsanleihen, in Basispunkten



Quelle: Datastream, Bloomberg, Credit Suisse

Abb. 19: Performance von Immobilienanlagen

Gesamtrenditen, Index: 1. Januar 2017 = 100

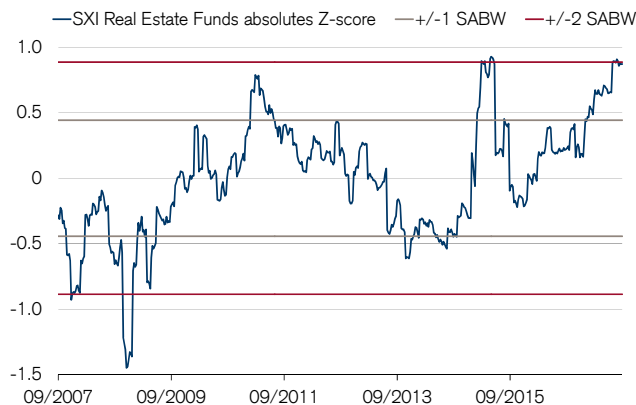


Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Datastream, Credit Suisse

Abb. 20: Bewertung der Schweizer Immobilienfonds

Z-score: Durchschnitt vom Kurs-Buchwert-Verhältnis, Kurs-Gewinn-Verhältnis, Ausschüttungsrendite und Renditedifferenz zu 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen



Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

Risikowarnung

Jede Anlage ist mit Risiken verbunden, insbesondere in Bezug auf Wert- und Renditeschwankungen. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse: <https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/>

Dieser Bericht kann Informationen über Anlagen, die mit besonderen Risiken verbunden sind, enthalten. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erlauerungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Zusätzliche Informationen erhalten Sie ausserdem in der Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel», die Sie bei der Schweizerischen Bankiervereinigung erhalten.

Vergangene Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Die Wertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren oder andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst werden.

Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Angegebene Kurse und Werte von Anlagen sowie etwaige auflaufende Renditen können sinken, steigen oder schwanken. Die Performance in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen.

Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

Schwellenmärkte

In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und Schuldnern, die in Schwellenländern gegründet, stationiert oder hauptsächlich geschäftlich tätig sind, Unsicherheiten und Risiken verbunden sind. Anlagen im Zusammenhang mit Schwellenländern können als spekulativ betrachtet werden; ihre Kurse neigen zu einer weit höheren Volatilität als die der stärker entwickelten Länder der Welt. Anlagen in Schwellenmärkten sollten nur von versierten Anlegern oder von erfahrenen Fachleuten getätigt werden, die über eigenständiges Wissen über die betreffenden Märkte sowie die Kompetenz verfügen, die verschiedenen Risiken, die solche Anlagen bergen, zu berücksichtigen und abzuwägen und ausreichende finanzielle Ressourcen zur Verfügung haben, um die erheblichen Risiken des Ausfalls solcher Anlagen zu tragen. Es liegt in Ihrer Verantwortung, die Risiken, die sich aus Anlagen in Schwellenmärkten ergeben, und Ihre Portfolio-Strukturierung zu steuern. Bezüglich der unterschiedlichen Risiken und Faktoren, die es bei Anlagen in Schwellenmärkten zu berücksichtigen gilt, sollten Sie sich von Ihren eigenen Beratern beraten lassen.

Alternative Anlagen

Hedge-Fonds unterliegen nicht den zahlreichen Bestimmungen zum Schutz von Anlegern, die für regulierte und zugelassene gemeinsame Anlagen gelten; Hedge-Fonds-Manager sind weitgehend unreguliert. Hedge-Fonds sind nicht auf eine bestimmte Zurückhaltung bei Anlagen oder Handelsstrategie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinne zu erzielen, indem sie auf Fremdfinanzierung, Derivate und komplexe, spekulative Anlagestrategien setzen, die das Risiko eines Anlageausfalls erhöhen können.

Rohstofftransaktionen bergen ein hohes Mass an Risiko und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Marktbewegungen können zu erheblichen Verlusten oder sogar zu einem Totalverlust führen.

Anleger in Immobilien sind Liquiditäts-, Fremdwährungs- und anderen Risiken ausgesetzt, einschliesslich konjunktureller Risiken, Vermietungsrisiken und solcher, die sich aus den Gegebenheiten des lokalen Marktes, der Umwelt und Änderungen der Gesetzeslage ergeben.

Zins- und Ausfallrisiken

Die Werthaltigkeit einer Anleihe hängt von der Bonität des Emittenten bzw. des Garanten ab. Sie kann sich während der Laufzeit der Anleihe ändern. Bei Insolvenz des Emittenten und/oder Garanten der Anleihe ist die Anleihe oder der aus der Anleihe resultierende Ertrag nicht garantiert und Sie erhalten die ursprüngliche Anlage möglicherweise nicht oder nur teilweise zurück.

Investment Strategy Department

Im Mandats- und Beratungsgeschäft der CS sind Anlagestrategen für die Formulierung von Multi-Asset-Strategien und deren anschliessende Umsetzung verantwortlich. Sofern Musterportfolios gezeigt werden, dienen sie ausschliesslich zur Erlauerung. Ihre eigene Anlageverteilung, Portfoliogewichtung und Wertentwicklung können nach Ihrer persönlichen Situation und Risikotoleranz erheblich davon abweichen. Meinungen und Ansichten der Anlagestrategen können sich von denen anderer CS-Departments unterscheiden. Ansichten der Anlagestrategen können sich jederzeit ohne Ankündigung oder Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen.

Gelegentlich beziehen sich Anlagestrategen auf zuvor veröffentlichte Research-Artikel, einschl. Empfehlungen und Rating-Änderungen, die in Listenform zusammengestellt werden. Alle Research-Beiträge und -Berichte, die Empfehlungen und Rating-Änderungen für Unternehmen bzw. einzelne Finanzinstrumente beinhalten, sind unter der folgenden Adresse abrufbar:

<https://investment.credit-suisse.com>

Informationen zu rechtlichen Hinweisen und Offenlegungen bezüglich der von Credit Suisse Investment Banking beurteilten Unternehmen, die in diesem Bericht erwähnt wurden, finden Sie auf der Seite «Disclosure» der Investment Banking Division unter folgender Adresse:

<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Weitere Informationen einschliesslich Angaben zu weiteren Themen erhalten Sie auf der Global Research Disclosure Website der Credit Suisse unter: <https://www.credit-suisse.com/disclosure>

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Der vorliegende Bericht ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem CS Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müsste.

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG, ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter dem folgenden Link:

<http://www.credit-suisse.com>

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch

Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um eine regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäußerten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. **PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN:** Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder implizierte Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung. **KONFLIKTE:** Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die CS, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlagendienstleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites enthalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko.

Verbreitende Unternehmen

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Australien:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896), ausschliesslich an «Wholesale»-Kunden, definiert nach s761G des Corporations Act 2001, verteilt. CSSB über-

nimmt keine Gewähr, noch macht sie Zusicherungen zur Wertentwicklung der in diesem Bericht erwähnten Finanzprodukte. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. Die Adresse der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, lautet Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) AG, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen ist und reguliert wird. **Dubai:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France verteilt, die von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) als Anlagendienstleister zugelassen ist. Die Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France wird von der ACPR sowie der Autorité des Marchés Financiers überwacht und reguliert. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Channel Islands) Limited verteilt, einem rechtlich unabhängigen Unternehmen, das in Guernsey unter der Nummer 15197 und mit der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Channel Islands) Limited ist zu 100% im Besitz der Credit Suisse AG. Sie wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Der jeweils aktuelle testierte Jahresabschluss ist auf Anfrage erhältlich. **Indien:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. A.B. Road, Worli, Mumbai 18, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien einerseits von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, sowie andererseits von der Credit Suisse AG, einer Schweizerischen Bank mit Lizenz zur Erbringung von Bank- und Finanzdienstleistungen in Italien, verteilt. **Jersey:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, die von der Jersey Financial Services Commission hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften beaufsichtigt wird. Die Adresse der Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, in Jersey lautet: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE45WU. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (CSLF), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon (CBL) reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der CBL sowie die Gesetze und Entscheidungen der Capital Markets Authority of Lebanon (CMA). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Anlagen in Finanzmärkte können mit einem hohen Ausmass an Komplexität und Risiko einhergehen und sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse

(Luxembourg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird. **Österreich:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. Die Bank ist eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., ein ordnungsgemäss zugelassenes Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Sie unterliegt ferner der finanzmarkt-rechtlichen Aufsicht der luxemburgischen Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse (Qatar) L.L.C verteilt, die über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) verfügt und von dieser reguliert wird (QFC Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (wie in den Regeln und Vorschriften der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) definiert) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem liquiden Vermögen von über USD 1 Mio., die eine Einstufung als Geschäftskunden wünschen und die über genügend Kenntnisse, Erfahrung und Verständnis des Finanzwesens verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf innerhalb des Königreichs nur an Personen vertrieben werden, an die ein Vertrieb gemäss der Investment Funds Regulations zugelassen ist. Credit Suisse Saudi Arabia übernimmt die volle Verantwortung für die Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und bestätigt, nachdem diesbezüglich alle angemessenen Erkundigungen eingeholt wurden, dass nach bestem Wissen und Gewissen keine anderweitigen Sachverhalte vorliegen, deren Auslassung hierin zu irreführenden Angaben führen würde. Die Capital Market Authority übernimmt keine Verantwortung für die Inhalte dieses Dokuments, garantiert weder dessen Richtigkeit noch Vollständigkeit und schliesst ausdrücklich jedwede Haftung für etwaige Verluste aus, die sich aus einem Teil dieses Dokuments ergeben oder im Vertrauen darauf entstehen. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460). **Türkei:** Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleistungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turkey. **UAE:** This document, and the information contained herein, does not constitute, and is not intended

to constitute, a public offer of securities in the United Arab Emirates and accordingly should not be construed as such. The services are only being offered to a limited number of sophisticated investors in the UAE who (a) are willing and able to conduct an independent investigation of the risks involved in an investment in such services, and (b) upon their specific request. The services have not been approved by or licensed or registered with the UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the UAE. The document is for the use of the named addressee only and should not be given or shown to any other person (other than employees, agents or consultants in connection with the addressee's consideration thereof). No transaction will be concluded in the UAE. **Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt. Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von der Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Die Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz der Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise zur Verfügung gestellt werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich künftig ändern.

USA: WEDER DIESER BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN. (IM SINNE DER REGULIERUNGS-VORSCHRIFTEN GEMÄSS US SECURITIES ACT VON 1933, IN SEINER GÜLTIGEN FASSUNG).

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

17C010A_IS

Weitere Publikationen der Credit Suisse



Standortqualität 2017

Der jährlich publizierte Standortqualitätsindikator der Credit Suisse misst die Attraktivität der Schweizer Regionen und Kantone für Unternehmen.

Erschienen am 12. September 2017



NAB Regionalstudie Aargau 2017

Die NAB Regionalstudie untersucht aktuelle Themen zur Aargauer Wirtschaft. Dieses Jahr stehen der Arbeitsmarkt und der Fachkräftemangel im Vordergrund.

24. Oktober 2017



Bauidex Schweiz 4. Quartal 2017

Der vierteljährlich publizierte Bauidex Schweiz informiert zeitnah über die Konjunktur in der Baubranche und beinhaltet Schätzungen und Hintergründe der Umsatzentwicklung im Bausektor.

22. November 2017



Monitor Schweiz 4. Quartal 2017

Der Monitor Schweiz analysiert und prognostiziert die Entwicklung der Schweizer Wirtschaft.

12. Dezember 2017



Retail Outlook 2018

Die jährliche Studie zum Schweizer Detailhandel zeigt die konjunkturellen Perspektiven für die Branche und aktuelle Herausforderungen auf. Im diesjährigen Schwerpunktthema untersuchen wir unter anderem das Mobilitätsverhalten beim Einkaufen.

9. Januar 2018

Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.