

Immobilienmonitor Schweiz

2. Quartal 2017

Das Ende einer Ära

Wohneigentum
**Einfamilienhäuser
im Vorteil**

Seite 5

Digitalisierung
Immobilien werden mobil

Seite 8

Immobilienbewertung
**Unsicherheiten
im DCF abbilden**

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

24. Mai 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

Denise Fries
Drilon Kastrati

Liebe Leserin, lieber Leser

Die Zeiten des stetigen Preisauftriebs von Wohneigentum gehören der Vergangenheit an. Ende 2016 lagen die Preise für Wohneigentum erstmals unter den Vorjahreswerten. Ausserordentlich lange 14 Jahre hat der Preisauftrieb gedauert. Nicht wenige Makler im Markt haben in ihrem Berufsleben noch nie sinkende Eigentumspreise erlebt und müssen sich an neue Konstellationen gewöhnen. Zum Beispiel: Wie bringt man verkaufswilligen Eigentümern sanft bei, dass deren Preisvorstellungen überzogen sind? Solcherart sind die Herausforderungen der Eigenheimmakler heute. Immerhin präsentiert sich die Situation sehr stabil. Wir erwarten in den kommenden Quartalen eine nur noch schwach negative Preisentwicklung beziehungsweise eine Stagnation der Preise von Wohneigentum. Vor dem Hintergrund happiger Preissprünge in der Vergangenheit und der ab 2010 immer lauter geäusserten Ängste vor einer erneuten Immobilienkrise in der Schweiz entspricht die jüngste Entwicklung dem Wunschergebnis der Regulatoren. Beruhigt hat sich auch die Vergabe von Hypothekarkrediten. Das Wachstum des Hypothekarvolumens liegt heute trotz rekordtiefen Zinsen so tief wie Ende der Neunzigerjahre, als die langjährige Preishausse zaghaft ihren Anfang nahm ([Seite 7](#)).

Neu an der heutigen Ausgangslage ist auch, dass das Einfamilienhaus preislich die Nase vorn hat. Über mehrere Jahre hinweg wiesen Eigentumswohnungen höhere Preissteigerungen aus. Dem ist nicht mehr so. In den letzten vier Quartalen sind die Preise von mittleren Eigentumswohnungen in der Schweiz spürbar gesunken, wohingegen mittlere Einfamilienhäuser noch ein knapp positives Preiswachstum aufwiesen. Als Hauptgrund für diese veränderte Ausgangslage identifizieren wir die Verlagerung der Wohneigentumsnachfrage von den unerschwinglich gewordenen Zentren in die Peripherie und das Ausbleiben der Nachfrage seitens der Schwellenhaushalte ([Seite 5](#)). Die geringere Nachfrage nach Eigentumswohnungen widerspiegelt sich auch in einer verminderten Projektierung von Stockwerkeigentum. In den letzten 12 Monaten wurden 18% weniger Eigentumswohnungen bewilligt als im Vorjahreszeitraum ([Seite 7](#)).

Für den Immobilienmakler ändert sich aber noch mehr. Immobilien werden mobil. Mit der Anwendung von Augmented und Virtual Reality erfindet sich die Immobilienvermarktung neu. Ein Mix aus Video, Fotografie und 3D-Renderings macht es möglich, eine virtuelle Welt zu erschaffen. Die Immobilien werden damit jederzeit für alle Interessenten begehbar, und die Reisezeiten und -kosten für Kunden und Makler entfallen. Das Potenzial für diese neuen Technologien ist riesig. Der Immobilienmarkt könnte zu einem der lukrativsten Anwendungsbereiche von Virtual Reality werden ([Seite 8](#)).

Dank stärkerer Computerleistung und anwenderfreundlicheren Programmen dürfte sich auch die Immobilienbewertung verändern. Im DCF-Verfahren, das sich bei der Bewertung von Immobilien etabliert hat, wird der Einfachheit halber die Unsicherheit, ob die prognostizierten Eingabegrössen in Zukunft auch wirklich eintreffen, vernachlässigt. Die resultierenden Immobilienwerte tragen der Unsicherheit folglich zu wenig Rechnung und sind mit einer Scheinsicherheit behaftet. Monte-Carlo-Simulationen, bei denen dank dem Rechner Tausende verschiedene Zukunftskonstellationen berücksichtigt werden, können die daraus resultierenden Risiken abbilden und dem Investor entsprechende Informationen liefern ([Seite 12](#)).

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

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate Economics

Inhalt

Wohneigentum: Einfamilienhäuser im Vorteil	5
<p>Das Preiswachstum im Wohneigentumssegment ist nach 14 Jahren Anstieg zum Erliegen gekommen. In den nächsten Quartalen ist mit einer Preisstagnation zu rechnen. Einfamilienhäuser dürften beim Preiswachstum gegenüber Eigentumswohnungen die Nase vorn haben. Hauptsächlich deswegen, weil sich die Nachfrage nach Eigentum von den unerschwinglich gewordenen Zentren wegverlagert und weil der Landwertanteil bei Einfamilienhäusern in der Regel grösser ist.</p>	
Digitalisierung: Immobilien werden mobil	8
<p>Mit der Anwendung von Augmented und Virtual Reality erfindet sich die Immobilienvermarktung neu. Die Technologien dürften den Markt effizienter machen und das Risiko für Immobilienentwickler reduzieren.</p>	
Mietwohnungen: Referenzzinssatz: Low for long	9
<p>Am 1. Juni 2017 hat das Bundesamt für Wohnungswesen die Senkung des Referenzzinssatzes von 1.75% auf 1.50% kommuniziert. Auf diesem rekordtiefen Niveau dürfte dieser nun für längere Zeit verharren.</p>	
Kommerzielle Immobilien	11
Immobilienbewertung: Unsicherheiten im DCF abbilden	12
<p>Bei der Bewertung von Immobilien hat sich das Discounted Cash-Flow Verfahren (DCF) etabliert. Weil sich die Eingabegrössen, die in die DCF-Bewertung einfließen, auf die Zukunft beziehen, müssen diese prognostiziert werden. Diese Prognosen sind folglich mit Unsicherheiten behaftet, denen die resultierenden DCF-Immobilienwerte zu wenig Rechnung tragen. Monte-Carlo-Simulationen können daraus resultierende Risiken abbilden.</p>	
Immobilienanlagen	14

Wohneigentum

Einfamilienhäuser im Vorteil

Das Preiswachstum im Wohneigentumssegment ist nach 14 Jahren Anstieg zum Erliegen gekommen. In den nächsten Quartalen ist mit einer Preisstagnation zu rechnen. Einfamilienhäuser dürften beim Preiswachstum gegenüber Eigentumswohnungen die Nase vorn haben. Hauptsächlich deswegen, weil sich die Nachfrage nach Eigentum von den unerschwinglich gewordenen Zentren wegverlagert und weil der Landwertanteil bei Einfamilienhäusern in der Regel grösser ist.

Leicht sinkende bzw. stagnierende Preise erwartet

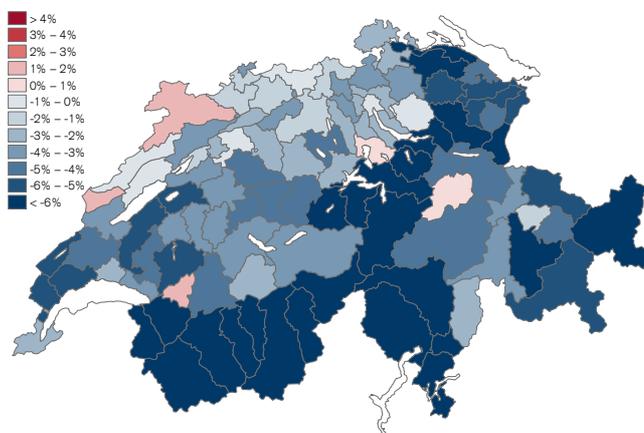
Fast eineinhalb Jahrzehnte kannten die Preise von Wohneigentum nur eine Richtung: nach oben. Die hohen Preise sowie eine wirksame Verschärfung der Regulierung haben in den letzten Jahren das Preiswachstum abgekühlt und jüngst sogar ganz zum Erliegen gebracht. In der Mehrheit der Regionen sind die Wohneigentumspreise derzeit leicht rückläufig. Die Preise dürften in der nächsten Zeit mehr oder weniger stagnieren. Gegen stärkere Preiskorrekturen sprechen die nach wie vor sehr tiefen Zinsen sowie die gedrosselte Neubautätigkeit. Weil immer mehr Haushalte die erhöhten regulatorischen Anforderungen an die Finanzierung nicht mehr erfüllen, sind aber auch kräftige Preisanstiege in den nächsten Quartalen sehr unwahrscheinlich. In den letzten Quartalen haben insbesondere Regionen mit noch überschaubaren Preisniveaus ein starkes Preiswachstum an den Tag gelegt. Dies hatte zur Folge, dass auch in diesen Regionen Haushalte ohne überdurchschnittliche Einkommen die Tragbarkeitskriterien beim Erwerb von Wohneigentum vermehrt nicht mehr erfüllen.

Einfamilienhäuser schneiden bezüglich Preisentwicklung derzeit besser ab

Die Preise haben sich zuletzt je nach Wohnform unterschiedlich entwickelt. Während die Eigentumswohnungen in den letzten vier Quartalen einen Rückgang der Preise von 4.1% hinzunehmen hatten, sind die Preise von Einfamilienhäusern mit 0.4% im positiven Bereich geblieben. In fast allen Regionen schnitten die Einfamilienhäuser bezüglich Preiswachstum besser ab (vgl. Abb. 1 und 2). Bloss in Zug und Genf sind die Preise von Eigentumswohnungen stärker angestiegen als diejenigen von Einfamilienhäusern bzw. weniger stark gesunken (Genf). Während vieler Jahre war das der Normalfall, weil der Fokus der Nachfrage sehr stark auf Wohneigentum im urbanen Raum lag, wovon Eigentumswohnungen profitierten (vgl. Abb. 3). Seit dem zweiten Halbjahr 2014 schneiden nun aber Einfamilienhäuser bezüglich Preisentwicklung besser ab (vgl. Abb. 4). Dahinter stecken verschiedene Gründe, die wir nachstehend näher beleuchten.

Abb. 1: Preiswachstum von Eigentumswohnungen

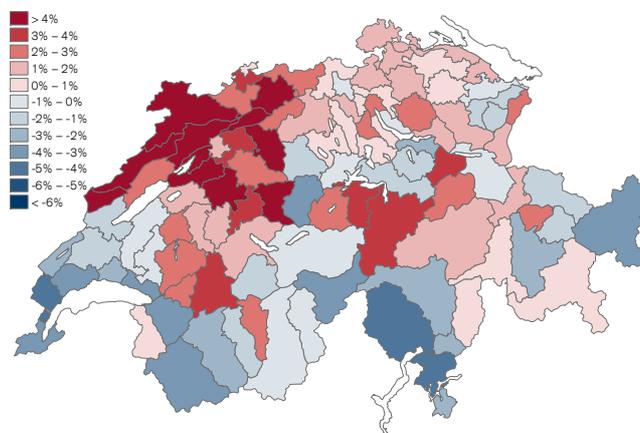
Wachstum der Transaktionspreise von Eigentumswohnungen (mittleres Segment) im 1. Quartal 2017 im Vergleich zum Vorjahresquartal



Quelle: Wüest Partner, Geostat

Abb. 2: Preiswachstum von Einfamilienhäusern

Wachstum der Transaktionspreise von Einfamilienhäusern (mittleres Segment) im 1. Quartal 2017 im Vergleich zum Vorjahresquartal



Quelle: Wüest Partner, Geostat

Nachfragedruck konzentriert sich auf preiswerte Häuser in peripheren Regionen

Wohneigentum ist in peripheren Regionen noch erschwinglicher. Entsprechend vermögen in diesen Regionen mehr Haushalte Wohneigentum nachzufragen. Zu dieser Eigennachfrage gesellt sich die Nachfrage von Haushalten aus anderen, teuren Regionen auf der Suche nach erschwinglichem Eigentum. Weil in diesen eher peripheren Regionen das Einfamilienhaus dominiert und Eigentumswohnungen unterrepräsentiert sind, drückt die aggregierte Nachfrage hauptsächlich die Preise von Einfamilienhäusern hoch. Hingegen hat in den urbanen Räumen die Nachfrage nach Wohneigentum nachgelassen, insbesondere seitens der Schwellenhaushalte. Darunter leiden vor allem die Eigentumswohnungen, da sie in den Städten zahlenmässig dominieren.

Einfamilienhäuser sind in den urbanen Räumen sehr rar geworden

In den urbanen Räumen dagegen sind Einfamilienhäuser immer seltener. Aufgrund der hohen Bodenpreise werden nur noch wenige Einfamilienhäuser erstellt. Viele bestehende verschwinden, weil sie in der Regel einem Ersatzneubau mit mehreren Eigentumswohnungen Platz machen. Einfamilienhäuser in urbanen Räumen besitzen daher Seltenheitswert, was deren Preise spezifisch stützt.

Erschwerte Einzonung wirkt sich positiv auf die Baulandpreise aus

Das neue Raumplanungsgesetz hat die Anforderungen an die Einzonung von Bauland stark erhöht. Bestehendes Bauland wird damit – auch ausserhalb der Zentren – vergleichsweise knapper. Der Siedlungsdruck wird in Zukunft verstärkt auf bestehende Baulandparzellen einwirken. Die wachsende Knappheit wie auch die Erwartung von höheren Ausnutzungen aufgrund des Zwangs zur Verdichtung lässt die Baulandpreise ansteigen. Weil Einfamilienhäuser typischerweise einen grösseren Landwertanteil aufweisen, ist deren Wertentwicklung zur Zeit stärker als diejenige von Eigentumswohnungen.

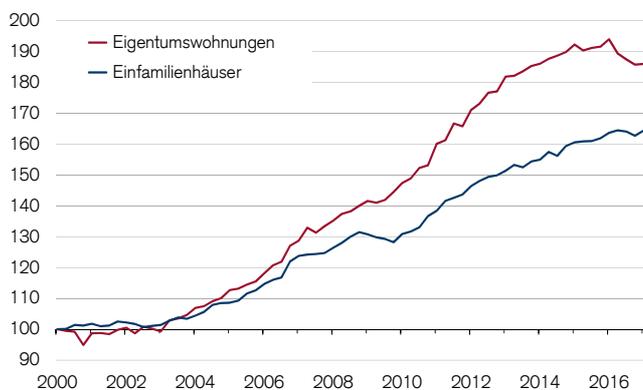
Sinkende Zinsen werten Einfamilienhäuser stärker auf

Im letzten Jahr sind die Zinsen überraschenderweise abermals gesunken. Tiefere Zinsen erhöhen dabei den Wert von Einfamilienhäusern stärker, weil diese wertbeständiger sind. Die Wertbeständigkeit rührt vom höheren Landanteil her, der im Gegensatz zum Gebäudewert keiner Altersentwertung ausgesetzt ist. Der Wert der Einfamilienhäuser ist folglich «zukunftslastiger»: Je weiter bestimmte Werte in der Zukunft liegen, umso grösser ist der Einfluss der Zinsen. Das zeigen simple Barwertberechnungen. Die niedrigeren Zinsen schlagen sich daher in grösseren Wertsteigerungen bei Einfamilienhäusern im Vergleich zu Eigentumswohnungen nieder.

Welcher der obigen Faktoren ausschlaggebend ist, ist schwierig zu beurteilen. Die Tatsache, dass Zinssenkungen schon länger zu beobachten sind, deutet darauf hin, dass eher das Ausweichen der Nachfrage in Räume, wo das Einfamilienhaus dominiert, oder dann die Verknappung an Bauland Treiber der Entwicklung sind.

Abb. 3: EFH-Index und EWG-Index im Vergleich

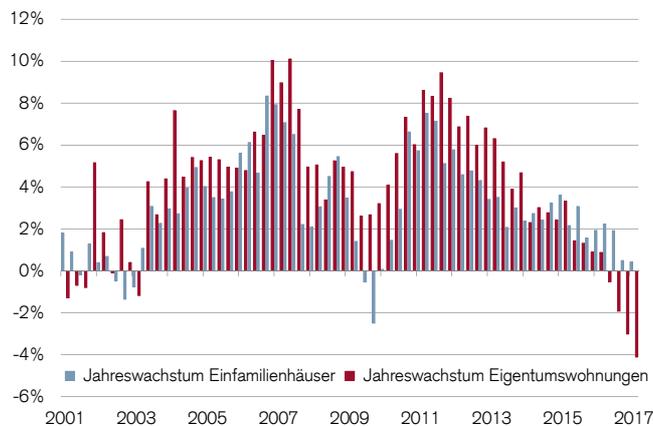
Transaktionspreisindizes von Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern, 1. Quartal 2000 = 100



Quelle: Wüest Partner

Abb. 4: Wachstumsraten EFH und EWG im Vergleich

Wachstum der Transaktionspreise zum Vorjahresquartal



Quelle: Wüest Partner

Wohneigentum

Die Hypothekarzinsen bleiben weiterhin tief

Die Zinssätze von Fix-Hypotheken sind in den ersten Monaten 2017 gesunken und haben damit einen Teil des Zinsanstiegs im Anschluss an die US-Präsidentenwahlen Ende 2016 wieder wettgemacht. Wir erwarten, dass die Schweizerische Nationalbank in den kommenden 12 Monaten das Zielband der Leitzinsen unverändert zwischen -1.25% und -0.25% belassen wird. Für Libor-Hypotheken und Fix-Hypotheken mit kurzen Laufzeiten erwarten wir deshalb eine Seitwärtsbewegung. Die Zinssätze von Fix-Hypotheken mit langen Laufzeiten dürften dagegen in den kommenden 12 Monaten wieder leicht steigen, die Entwicklung bleibt aber volatil.

Wenig Wachstum dynamik beim Hypothekarvolumen

Trotz immer noch sehr tiefen Hypothekarzinsen können sich immer weniger Haushalte wegen des erreichten Preisniveaus und den hohen regulatorischen Anforderungen bei der Hypothekarkreditvergabe Wohneigentum leisten. Das dämpft die Nachfrage nach Wohneigentum und reduziert den Bedarf nach Hypotheken, wie die Entwicklung des Hypothekarvolumens bestätigt. Aktuell liegt das Wachstum des Hypothekarvolumens der privaten Haushalte im Vergleich zum Vorjahr bei 2.61% . Real liegt der Zuwachs mittlerweile nur noch bei 1.95% , ebenfalls weit unter dem Langfristmittel. Der Rückgang des nominalen Wachstums hat sich in den letzten Monaten allerdings etwas verlangsamt.

Normalisierung der Bautätigkeit

Die Bautätigkeit bei Wohneigentum schwächt sich weiter ab. In den letzten 12 Monaten wurden Baubewilligungen für noch knapp 14'000 Eigentumswohnungen und 7700 Einfamilienhäuser erteilt. Im Vergleich zum Vorjahr entspricht dies einem Minus von 18% bei Eigentumswohnungen respektive 1.6% bei Einfamilienhäusern. Die Abschwächung fällt in den Zentren am höchsten aus. Auch ausserhalb der Hochpreisregionen zeigt sich vielerorts eine Abkühlung. Trotz Rückgang bleibt die Ausweitung an Wohneigentum im historischen Kontext aber auf einem durchschnittlichen Niveau. Es muss also eher von einer Normalisierung als von einem Einbruch der Bautätigkeit gesprochen werden.

Abb. 5: Hypothekarzinsen verschiedener Laufzeiten

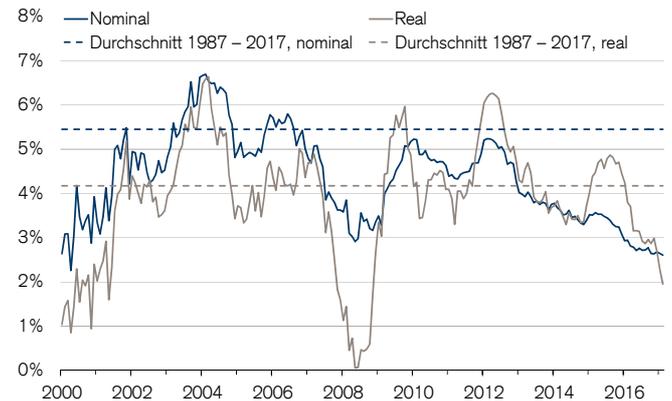
Hypothekarzinsen bei Neuabschluss in %



Quelle: Credit Suisse

Abb. 6: Wachstum Hypothekarvolumen Privathaushalte

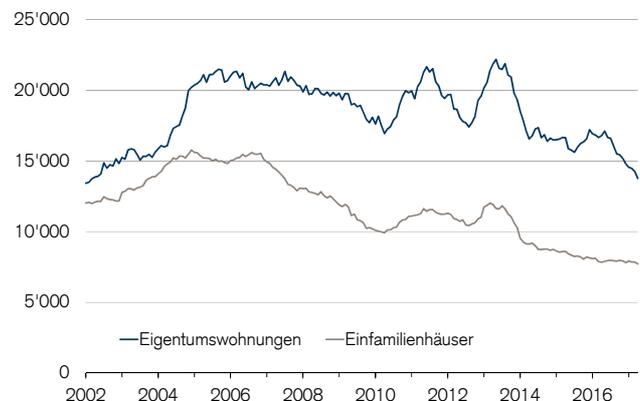
Wachstum der Hypothekarvolumen im Vergleich zum Vorjahresmonat in %



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

Abb. 7: Projektierung von Wohneigentum

Baubewilligungen, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Digitalisierung

Immobilien werden mobil

Mit der Anwendung von Augmented und Virtual Reality erfindet sich die Immobilienvermarktung neu. Die Technologien dürften den Markt effizienter machen und das Risiko für Immobilienentwickler reduzieren.

Immobilienwirtschaft entdeckt AR und VR für sich

Bisher wurden die Technologien Augmented Reality (AR) und Virtual Reality (VR) mehrheitlich mit Videospiele assoziiert. Unter AR wird dabei die Technologie verstanden, bei der virtuelle Objekte in die reale Welt projiziert werden. Die wohl bekannteste Anwendung ist das erfolgreiche Smartphone-Spiel «Pokémon GO». VR ist eine künstliche, vom Computer generierte Simulation einer realen Umwelt. Insbesondere in China schiessen nun neben den Spieleanwendungen immer mehr Geschäftsapplikationen hervor, darunter einige im Anwendungsbereich des Immobilienmarkts. Nach Videospiele und -unterhaltung, Live-Events sowie Gesundheits- und Ingenieurwesen wird dem Immobilienmarkt das grösste monetäre Potenzial für AR/VR-Anwendungen zugesprochen. Auch in der Schweiz haben sowohl etablierte Player als auch Start-ups begonnen, die Technologien auf dem Immobilienmarkt zu kommerzialisieren.

Von der online geführten Tour zu Virtual Commerce

AR und VR dürften insbesondere die Vermarktung von Immobilien grundlegend verändern. Bereits heute werden in mit VR ausgerüsteten Showrooms von Immobilienmaklern Objekte an weit entfernten Standorten vermarktet. Der Einstieg in die virtuellen Welten beginnt mit geführten virtuellen Rundgängen. Potenzielle Käufer werden dabei von Maklern mittels 360-Grad-Videos durch Liegenschaften geführt, die zum Verkauf oder zur Vermietung stehen. Die nächste Technologiestufe sind interaktive, virtuelle Besuche, bei denen die Bewegungen innerhalb der virtuellen Welt durch den Benutzer gesteuert werden. Mindestvoraussetzung beim Anwender ist ein Smartphone. Um ein gesteigertes Kundenerlebnis bieten zu können, kommen sogenannte VR-Brillen zum Einsatz. Ein Mix aus Video, Fotografie und 3D-Renderings macht es möglich, eine virtuelle Welt zu erschaffen. Anhand des digitalen Rundgangs werden Lichteinflüsse und die Weite des Raums anschaulich, was bei den Kunden zu einem neuen Erlebnis führt, welches mit herkömmlichen Videos und Fotos kaum zu erreichen ist. Die Immobilien werden damit jederzeit für alle Interessenten begehbar und die Reisezeiten und -kosten für Kunden und Makler entfallen. Fast schon auf der Hand liegt die Weiterentwicklung zum Virtual Commerce. Innerhalb der virtuellen Tour können Anpassungen an Ausstattung und Einrichtung vorgenommen werden und die Objekte zeitgleich erworben werden.

Frühzeitige Vermarktung mittels 3D-Modellen

Eine weitere Anwendung der VR ist in der Kombination von Grundrissplänen und darauf aufbauenden räumlichen Visualisierungen zu finden. Solange das Objekt lediglich auf Papier existiert, sorgen Softwarelösungen für die Erstellung des 3D-Modells und ermöglichen damit eine frühzeitige Vermarktung. Zusätzlich erlaubt es dem Entwickler, sein Projekt intuitiv und nachvollziehbar zu präsentieren, was die Kommunikation zwischen dem Kunden und dem Entwickler erleichtert. Der Kunde kann sich direkt in das noch zu erstellende Objekt begeben und – falls notwendig – Änderungswünsche anbringen. Damit werden Missverständnisse vermieden und die Bautätigkeit kann mit grösserer Sicherheit ausgeführt werden.

Der Markt wird effizienter und Risiken werden reduziert

Entscheidend für den Erfolg der Technologie dürfte das Kundenerlebnis der potenziellen Käufer und die Realitätsnähe der virtuellen Rundgänge sein. Insbesondere besteht auch in der virtuellen Welt eine Manipulationsgefahr in der Hoffnung, so mehr potenzielle Kunden anlocken zu können. Zudem stellen die Kosten eine gewisse Einstiegshürde dar, denn für die Kreierung des digitalen Erlebnisses wird zumindest eine 360-Grad-Kamera benötigt. Mit sinkenden Erstellungskosten dürften Wettbewerbsvorteile bald überwiegen, da Immobilien schlicht einem grösseren Publikum vermarktet werden können und Hausbesichtigungen weniger wichtig werden. Auch bei Transaktionen von grossen Portfolios kann der Portfoliobestand dank VR virtuell besichtigt werden, ohne dass jedes Einzelobjekt besucht werden muss. Der Immobilienmarkt als Ganzes würde dadurch effizienter, da Transaktionskosten sinken. Zudem reduziert sich das Entwicklungsrisiko, da Projekte bereits vor dem Baustart vermarktet werden können und die Marktakzeptanz frühzeitig getestet werden kann. Vom Einsatz von AR und VR dürften letztendlich sämtliche Marktteilnehmer profitieren.

Mietwohnungen

Referenzzinssatz: Low for long

Am 1. Juni 2017 hat das Bundesamt für Wohnungswesen die Senkung des Referenzzinssatzes von 1.75% auf 1.50% kommuniziert. Auf diesem rekordtiefen Niveau dürfte dieser nun für längere Zeit verharren.

Tieferer Referenzzinssatz trotz tendenziell steigender Langfristzinsen

Der Anstieg der Langfristzinsen im Herbst 2016 und die wiederholten Leitzinserhöhungen in den USA haben uns vor Augen geführt, dass die ultraexpansive Geldpolitik der Notenbanken dereinst ein Ende finden wird. Doch während an den Kapitalmärkten und bei den Hypothekarkrediten die Zinswende zögerlich eingesetzt hat, bewegt sich der hypothekarische Referenzzinssatz, der die Entwicklung der Mieten bestehender Mietverhältnisse bestimmt, noch immer in die Gegenrichtung (vgl. Abb. 8). Was viele Mieter erfreuen dürfte kommt für die Vermieter zur Unzeit, sehen sich diese doch mit wachsenden Refinanzierungskosten sowie steigenden Leerständen und zunehmendem Druck auf die Marktmieten bei der Neuvergabe von Wohnungen konfrontiert.

Durchschnittszinssatz zeichnet sich durch ein hohes Mass an Trägheit aus

Der Grund für diese aktuell gegenläufige Bewegung des Referenzzinssatzes ist die inhärente Trägheit des ihm zugrunde liegenden Durchschnittszinssatzes (vgl. Abb. 9). Dieser entspricht dem Durchschnittszinssatz sämtlicher laufender Hypotheken. Da Fix-Hypotheken, die einen grossen Anteil ausmachen, über ihre ganze Laufzeit mit in die Berechnung einfließen, reagiert der Durchschnittszinssatz nur sehr träge auf Veränderungen. Einen weiteren Beitrag zu dieser Trägheit leisten Verhaltensänderungen der Kreditnehmer, die auf Veränderungen in der Zinskurve mit Anpassungen beim Mix der Laufzeiten reagieren.

Weitere Senkung unwahrscheinlich, rascher Wiederanstieg ebenfalls

Der Durchschnittszinssatz ist mittlerweile seit 2009 kontinuierlich am Sinken, wenn auch allmählich mit verminderter Geschwindigkeit. Für eine weitere Absenkung des Referenzzinssatzes auf 1.25% müsste der Durchschnittszinssatz die Schwelle von 1.375% unterschreiten. Ein solches Szenario erachten wir als sehr unwahrscheinlich, da bei den längerfristigen Laufzeiten der Tiefpunkt wohl bereits überschritten wurde und bei den kurzen Laufzeiten selbst im unwahrscheinlichen Fall einer weiteren Leitzinssenkung durch die Schweizerische Nationalbank nicht mit tieferen Zinsen zu rechnen wäre. Doch auch mit einem raschen Wiederanstieg des Referenzzinssatzes ist nicht zu rechnen, da der Effekt der günstigeren Verlängerungen denjenigen der wieder leicht steigenden Zinsen für Neuerwerber dominiert. So liegt beispielsweise der Zinssatz für eine 10-jährige Fix-Hypothek rund 270 Basispunkte tiefer als vor 10 Jahren. Wir rechnen daher damit, dass der Referenzzinssatz mindestens bis ins zweite Halbjahr 2019 bei 1.5% verharren und anschliessend nur sehr langsam ansteigen wird.

Abb. 8: Hypothekarischer Referenzzinssatz

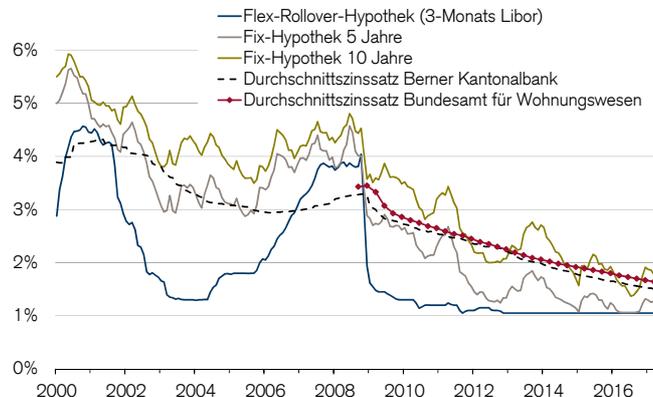
Entwicklung von Referenzzinssatz und massgeblichem Durchschnittszinssatz



Quelle: Bundesamt für Wohnungswesen, Credit Suisse

Abb. 9: Hypothekarzinsätze und Durchschnittszinssatz

Hypothekarzinsen (Neuabschluss, Monatsmittel) und effektive Durchschnittszinssätze



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Wohnungswesen, Berner Kantonalbank

Mietwohnungen

Stabilisierung der Zuwanderung auf tieferem Niveau

Nach dem deutlichen Rückgang der Zuwanderung im Vorjahr auf das tiefste Niveau seit Einführung der vollen Personenfreizügigkeit mit der EU hat sich die Zuwanderung im 1. Quartal 2017 stabilisiert. Mitverantwortlich sind eine leichte Zunahme der Nettozuwanderung aus Drittstaaten sowie vermehrte Zuzüge aus den EU-2-Staaten Bulgarien und Rumänien. Letztere dürfte sich jedoch im Jahresverlauf wieder abschwächen, zumal der Bundesrat die Ventilklausel angerufen hat, die in den kommenden 12 Monaten die Zuwanderung aus den EU-2 Staaten stark eingrenzen wird. Insgesamt rechnen wir für 2017 mit einem Wanderungssaldo im Bereich des Vorjahrs.

Der Bauboom hält an

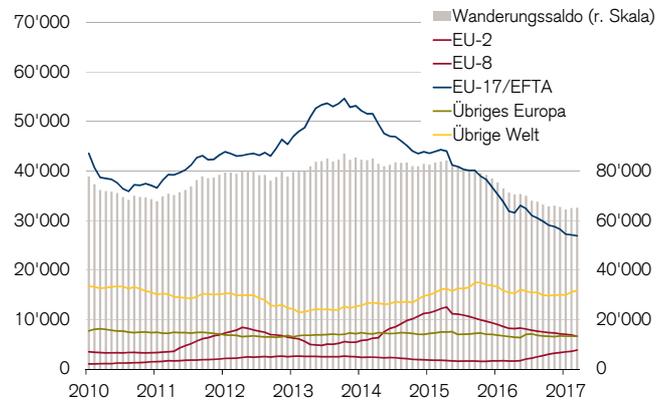
Der Bauboom bei den Mietwohnungen dürfte sich über das laufende Jahr hinaus fortsetzen. Zwar war bei den baubewilligten Wohneinheiten zuletzt ein leichter Rückgang zu verzeichnen. Die im Umfeld steigender Leerstände anspruchsvoller gewordene Vermarktung der Wohnungen dürfte allmählich ins Bewusstsein der Investoren rücken. Doch noch locken vergleichsweise attraktive Cash-Flow-Renditen. Auch die anhaltend hohe Zahl von Baugesuchen legt nahe, dass die Trendwende noch nicht eingesetzt hat. Die über 31'000 projektierten Wohneinheiten innerhalb der letzten 12 Monate liegen nur knapp unter dem Höchststand des Vorjahrs.

Ära der steigenden Mieten beendet

Die seit Jahren andauernde Phase steigender Mieten ist im vergangenen Jahr zu Ende gegangen. Der Rückgang der Zuwanderung und die hohe Bautätigkeit haben dazu geführt, dass Wohnungssuchende an Marktmacht gewonnen haben. Am deutlichsten zeigt sich dies bei den Angebotsmieten, die im 1. Quartal 2017 0.7% unter dem Niveau des Vorjahresquartals lagen. Mit der am 1. Juni kommunizierten Senkung des Referenzzinssatzes von 1.75% auf 1.50% dürfte spätestens gegen Jahresende auch das Wachstum der Bestandesmieten nachlassen.

Abb. 10: Nettozuwanderung

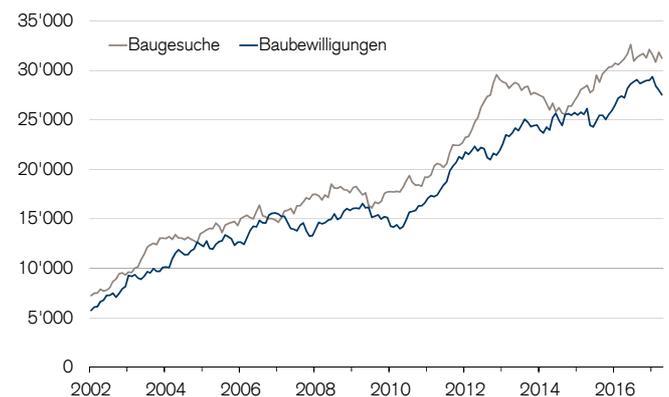
Ständige ausländische Wohnbevölkerung, nach Nationalität und Total (ohne Registerkorrekturen), 12-Monats-Summen



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Abb. 11: Bautätigkeit Mietwohnungen

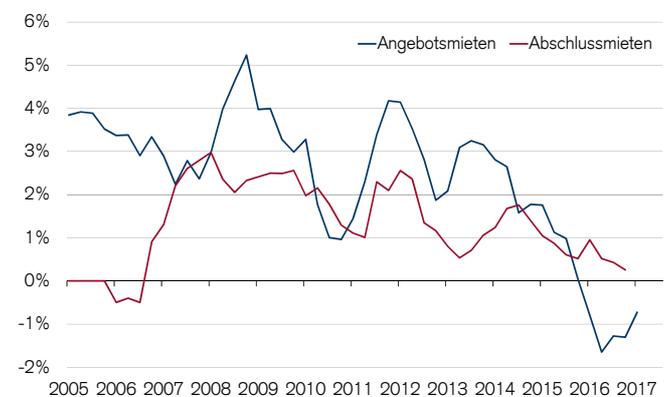
Baugesuche und Baubewilligungen, 12-Monats-Summen, in Anzahl Wohneinheiten



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 12: Marktmieten

Jahreswachstum (nominal)



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

Kommerzielle Immobilien

Büroflächen: Die Nachfrage dürfte wieder leicht zulegen

Das Umfeld der Büroflächennachfrage bleibt anspruchsvoll. Das Beschäftigungswachstum in den klassischen Bürobranchen hat im 4. Quartal 2016 seinen tiefsten Wert seit zwei Jahren erreicht (+0.1% ggü. Vorjahr). Seit sieben Quartalen hat sich die Anzahl der gemeldeten Arbeitslosen erhöht, wenn auch in moderatem Tempo (+0.7% ggü. Vorjahr). Positive Signale gehen hingegen von der Anzahl offener Arbeitsstellen aus. Unterstützt durch eine Aufhellung der Konjunktursausichten erfuhr dieser Indikator eine beachtliche Entwicklung (+7.8% ggü. Vorjahr), was auf eine wieder aufkommende Beschäftigungsdynamik hindeutet.

Büroflächen: Mietpreiskorrekturen noch nicht ausgestanden

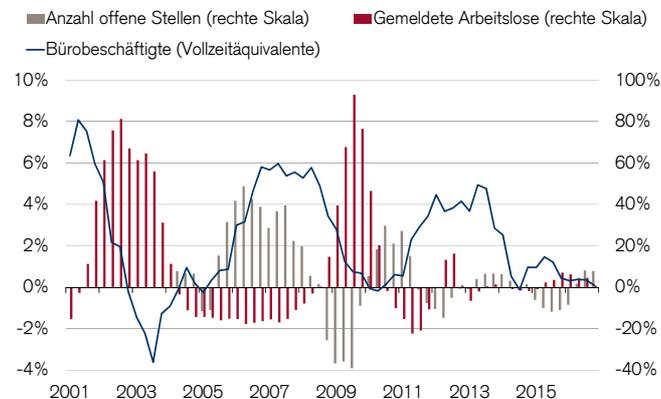
Der seit über vier Jahren andauernde negative Trend bei den Mietpreisen für Büroflächen hält in mehreren regionalen Märkten weiter an. Im 4. Quartal 2016 notierten die Mietpreise in der Region Zürich gegenüber dem Vorjahr um 1.5% tiefer, die Folge einer schwachen Nachfrage. Die Region Bern erfuhr ebenfalls eine negative Entwicklung von 1.1%, während die Mietpreise in den Regionen Genfersee und Basel stabil blieben. Das weiterhin hohe Angebotsniveau und die moderate Dynamik auf der Nachfrageseite lassen noch nicht auf eine baldige Trendwende schliessen.

Verkaufsflächen: Verschnaufpause bei den Detailhandelsumsätzen

Kaum eine Woche vergeht derzeit ohne beunruhigende Berichterstattungen über den hiesigen Detailhandel. Im 1. Quartal 2017 sind die realen Umsätze gegenüber dem Vorjahr zumindest stabil geblieben. Das Non-Food-Segment konnte sogar das erste Mal seit dem 3. Quartal 2014 eine (wenn auch nur marginale) Umsatzsteigerung gegenüber dem Vorjahresquartal ausweisen. Ursache ist ein Umsatzwachstum im Heimelektronik-Segment von 3.3% kombiniert mit geringer werdenden Umsatzeinbussen im Bekleidungssegment. Das verhältnismässig stabile Food/Near-Food-Segment verzeichnete dagegen gegenüber dem Vorjahresquartal eine geringfügige Umsatzeinbusse von 0.5%.

Abb. 13: Bürobeschäftigung, offene Stellen und Arbeitslose

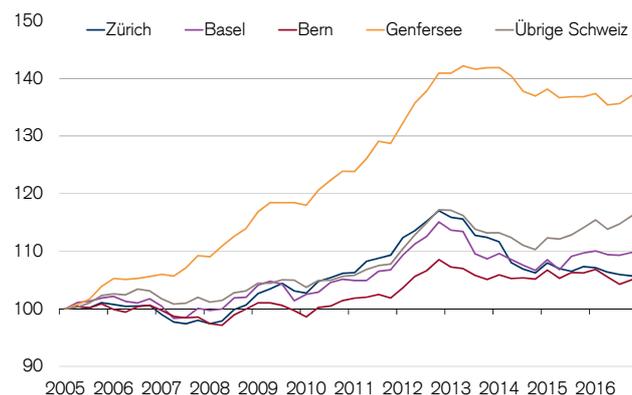
Jahreswachstum von offenen Arbeitsstellen, Arbeitslosen und Bürobeschäftigung



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 14: Büromieten

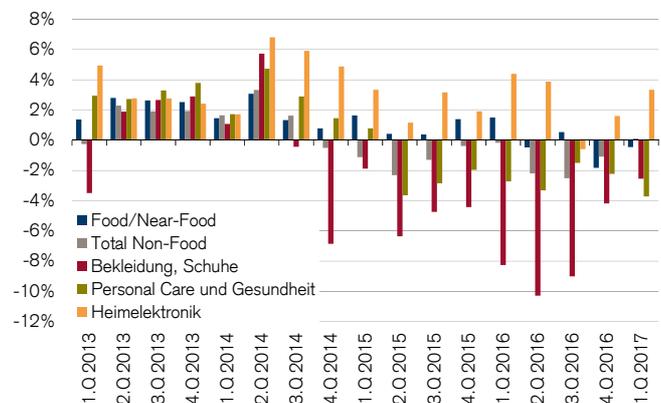
Hedonischer Mietpreisindex in verschiedenen Regionen: 1. Quartal 2005 = 100



Quelle: Wüest Partner

Abb. 15: Detailhandelsumsätze

Real nach Produktgruppen, Veränderung zum Vorjahresquartal in Prozent



Quelle: GfK, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Immobilienbewertung

Unsicherheiten im DCF abbilden

Bei der Bewertung von Immobilien hat sich das Discounted Cash-Flow Verfahren (DCF) etabliert. Weil sich die Eingabegrössen, die in die DCF-Bewertung einfließen, auf die Zukunft beziehen, müssen diese prognostiziert werden. Diese Prognosen sind folglich mit Unsicherheiten behaftet, denen die resultierenden DCF-Immobilienwerte zu wenig Rechnung tragen. Monte-Carlo-Simulationen können daraus resultierende Risiken abbilden.¹

Bewertung als Schlüssel für jede Immobilie

Immobilienbewertungen geben den geschätzten Wert einer Immobilie wieder und bilden die Grundlage für zahlreiche Immobilienkennzahlen (beispielsweise Renditezahlen). Entsprechend wichtig ist die Liegenschaftsbewertung für Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen. Sie dient aber auch als Kontrollinstrument für indirekte Immobilienanlagen. Aufgrund der Heterogenität und auch aufgrund der Langlebigkeit von Immobilien sind Immobilienbewertungen eine komplexe Angelegenheit.

DCF-Bewertungen basieren auf Prognosen – aber was, wenn diese nicht eintreffen?

Die für die Bewertung von Renditeliegenschaften etablierten Ansätze sind die Ertragswertmethode und die DCF-Methode. Die Ertragswertmethode kommt insbesondere bei Mehrfamilienhäusern und kleineren Anlegern zur Anwendung. Bei professionellen Investoren und bei kommerziellen Immobilien hingegen wird das DCF-Verfahren angewendet. In die DCF-Bewertung fließen Informationen zu den mit einer Immobilie verbundenen zukünftigen Zahlungsströmen ein, deren heutiger Wert mittels eines Diskontierungssatzes ermittelt wird. Bei der Anwendung der DCF-Methode müssen verschiedene Annahmen über die zukünftige Entwicklung der Eingabegrössen wie beispielsweise die Zinsentwicklung, Mieteinnahmen oder Instandsetzungskosten getroffen werden. Die Qualität der Bewertung steht und fällt mit der Treffgenauigkeit dieser Prognosen. Prognosen sind jedoch naturgemäss mit Unsicherheit verbunden. Diesen Unsicherheiten wird mit dem üblicherweise verwendeten deterministischen Ansatz, bei dem jede Inputvariable nur einen bestimmten Wert annehmen kann, nicht Rechnung getragen. Daraus resultiert eine Scheinsicherheit, weil dem Eigentümer Informationen zum Risiko möglicher Abweichungen vom Bewertungsergebnis fehlen.

Simulationsverfahren tragen den Prognoserisiken Rechnung

Eine Lösung für den Umgang mit derartigen Prognoseunsicherheiten können Simulationsverfahren wie die Monte-Carlo-Simulation (MCS) sein. Bei diesen Verfahren werden die Inputvariablen als sogenannte Zufallsvariablen definiert, die mit unterschiedlicher Wahrscheinlichkeit verschiedene Werte annehmen können (vgl. Abb. 16). Der Immobilienwert wird dann wiederholt berechnet, wobei bei jeder Berechnung ein anderer, zufällig gewählter Wert der Inputvariablen aus der Wahrscheinlichkeitsverteilung gezogen wird. Die Immobilienbewertung gelangt in der Folge nicht zu einem einzigen Wert, sondern der Wert der Immobilie wird durch eine Verteilung möglicher Werte wiedergegeben (vgl. Abb. 17). Damit können die mit den Unsicherheiten verbundenen Risiken quantifiziert und interpretiert werden. Das Verfahren lässt sich sowohl für eine Einzelbewertung wie auch für die Bewertung eines Immobilienportfolios anwenden.

Der Unsicherheit ein Gesicht geben

Während bei einer herkömmlichen DCF-Bewertung nur der Barwert eines Einzelobjektes oder eines Portfolios vorliegen, lassen sich nun aufgrund der Verteilung weitere Kennzahlen berechnen. Neben dem Erwartungswert, der den im Mittel zu erwartenden Wert darstellt, gibt die Standardabweichung die Streuung der Werte um diesen Erwartungswert an. Die Kurtosis gibt Auskunft über die «Spitzigkeit» der Verteilung, besonders auch im Vergleich zu einer Normalverteilung (Exzess-Kurtosis). Die Schiefe letztlich kennzeichnet die Asymmetrie der Verteilung und gibt an, ob die Verteilung links oder rechts des Erwartungswertes flacher abfällt. Auch asymmetrische Risikokennzahlen wie z.B. VAR (Value at Risk) können ermittelt werden. Der VAR gibt beispielsweise an, welchen Wert eine Immobilie mit Wahrscheinlichkeit von 95% nicht unterschreitet. In Form von solchen Kennzahlen können dem Investor oder Eigentümer Informationen zur Verfügung gestellt werden, die den Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Prognose der

¹ Der vorliegende Artikel ist eine Zusammenfassung der mit dem CUREM Forschungspreis ausgezeichneten Abschlussarbeit des MAS-Diplomjahrganges 2016: Fries, D. (2016). Unsicherheiten und Risiken in Immobilienbewertungen: Monte-Carlo-Simulation zur Bewertung von Wohnliegenschaften.

Einflussgrößen und den daraus resultierenden Risiken ein Gesicht geben. Dies bringt für den Endnutzer einen erheblichen Mehrwert.

Schwierigkeit liegt in der Festlegung der Verteilungen

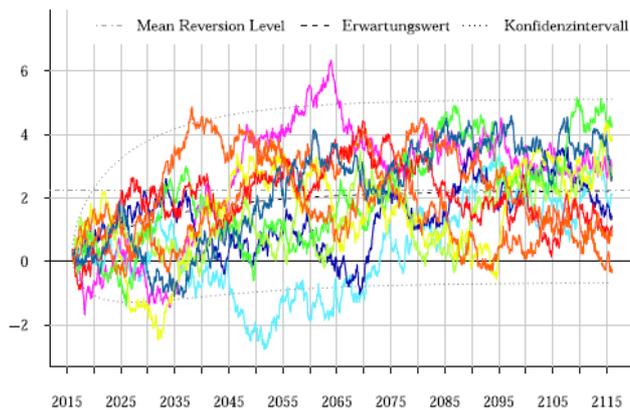
Die grösste Herausforderung einer Monte-Carlo-Simulation liegt in der Auswahl der Verteilung der Eingabegrößen. Dabei kann auf historische Werte, aber auch auf Einschätzungen eines Experten zurückgegriffen werden. Weil die Festlegung der Wahrscheinlichkeitsverteilung aufwändig und komplex ist, lohnt es sich nicht, alle Eingabegrößen zu simulieren. Vielmehr sollte der Fokus auf diejenigen Inputvariablen gerichtet werden, die den grössten Einfluss auf die Immobilienbewertung haben bzw. schwierig zu prognostizieren sind. Anhand von Sensitivitätsanalysen lassen sich die wichtigen Inputvariablen bestimmen. An erster Stelle ist hier der Diskontsatz zu nennen, der sich sehr stark auf die Ergebnisse der Immobilienbewertung auswirkt. Einen nicht ganz so grossen, aber auch nicht unerheblichen Einfluss haben die Instandsetzungskosten. Danach folgen das Mietpreiswachstum, die Betriebskosten, die Instandhaltungskosten und die Leerstandsrate. Um die aktuellen Unsicherheiten rund um die Nutzermärkte in eine Bewertung einfließen zu lassen, sollten der Diskontsatz, das Mietpreiswachstum sowie die Leerstandsrate simuliert werden. Weil die Betriebskosten und die Instandhaltungskosten über die Zeit vergleichsweise stabil und gut prognostizierbar sind, wird aufgrund von Kosten-Nutzen-Überlegungen auf die Simulation dieser Inputgrößen verzichtet und fixe Werte können verwendet werden.

MCS: Ein Werkzeug für eine bessere Beurteilung von Unsicherheiten und Risiken

Die Monte-Carlo-Simulation stellt eine effektive Erweiterung der gängigen Bewertungsmethoden für Renditeigenschaften dar. Ihr grosser Mehrwert liegt darin, dass Unsicherheiten mitberücksichtigt werden und so Risiken für den Wert einer Immobilie quantifiziert werden können. Diese Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Eingabegrößen wurde bis anhin in Bewertungen vernachlässigt. Im aktuellen Marktumfeld werden Immobilien teilweise deutlich über ihrem Schätzwert gehandelt. Gleichzeitig werden die Nutzermärkte immer anspruchsvoller und langfristig besteht ein erhebliches Potenzial für Zinsanstiege. Unter diesen Voraussetzungen ist der differenziertere Blickwinkel einer Monte-Carlo-Simulation eine sinnvolle Erweiterung der Immobilienbewertung, die es ermöglicht, Entwicklungsprojekte und Transaktionen auch hinsichtlich potenzieller Risiken zu beurteilen. Ausserdem kann besser beurteilt werden, wie sich ein Zukauf hinsichtlich des Rendite-Risiko-Profiles in das bestehende Portfolio einbettet.

Abb. 16: Unsichere Entwicklung des risikolosen Zinses

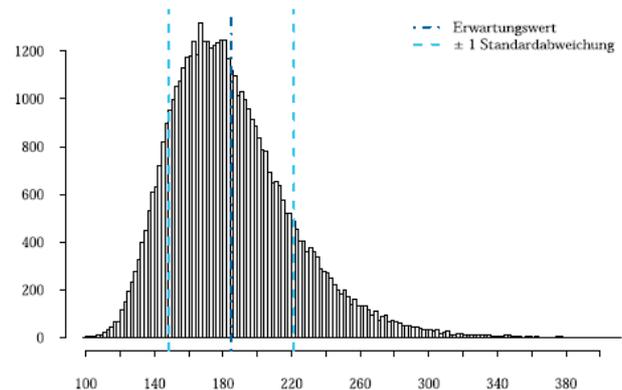
Entwicklung der Rendite der 10-jährigen realen Bundesobligation anhand von zehn zufällig gewählten Simulationen, 2016 – 2115



Quelle: Fries, D. (2016)

Abb. 17: Häufigkeitsverteilung ersetzt Punktbewertung

Absolute Häufigkeitsverteilung der simulierten Verkehrswerte eines Beispiel-Portfolios, in CHF Mio.



Quelle: Fries, D. (2016)

Immobilienanlagen

Weiterhin hohe Risikoprämien auf Immobilienanlagen

Immobilienanlagen stehen weiterhin in der Gunst der Anleger. Trotz wachsenden Vermarktungsschwierigkeiten, steigenden Leerständen und rückläufigen Mieten ist das Vertrauen der Anleger in Immobilien ungebrochen. Grund dafür ist das Negativzinsumfeld sowie die Zinswende in den USA. Von Obligationen ist in diesem Umfeld für 2017, im Unterschied zum Vorjahr, kaum noch mit einem positiven Renditebeitrag zu rechnen. Umso grösser ist die Nachfrage nach Immobilienanlagen. Deren Renditedifferenzen zu den festverzinslichen Anlagen betragen im Mittel noch immer rund 280 (Immobilienfonds) bis 380 (Immobilienaktien und Direktanlagen Wohnen) Basispunkte.

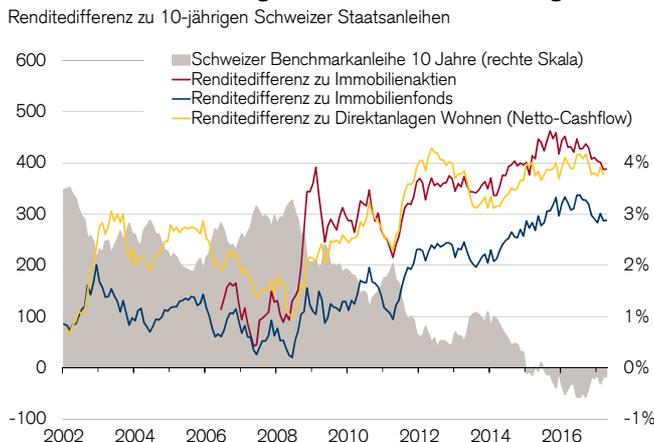
Hohe Bewertung von Schweizer Immobilienaktien

Seit Januar 2016 haben Anleger mit Schweizer Immobilienaktien eine Gesamtrendite von 23.7% erreicht und damit im Vergleich zum Aktienindex SPI oder den Immobilienaktien der Eurozone, von Grossbritannien oder den USA eine Überrendite erzielt. Die Schweizer Immobilienaktien haben vergleichsweise wenig auf die Zinsanstiege in den letzten Monaten des Jahres 2016 reagiert. Die starke Performance hat sich 2017 fortgesetzt. Die relative Performance hat jedoch etwas nachgelassen, liegt die Gesamtrendite 2017 der Schweizer Immobilienaktien (+11.0%) doch bisher unter jener des SPI und den Immobilienaktien Grossbritanniens und der Eurozone.

Agios wieder nahe am historischen Höchststand

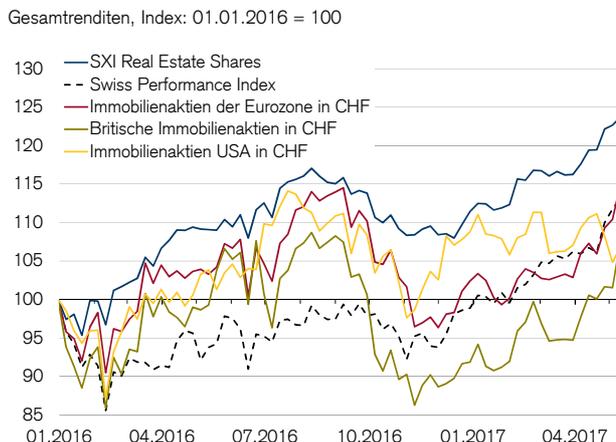
Mit rund 34% lagen die Agios der Schweizer Immobilienfonds zuletzt wieder nahe an den Höchstständen des Jahres 2015. Die Kurse der Fonds haben sich rasch vom Anstieg der Langfristzinsen im letzten Quartal 2016 erholt. Dies gilt insbesondere für Fonds, die primär auf Wohnimmobilien setzten. Deren Agio liegt inzwischen rund 20 Prozentpunkte über demjenigen kommerzieller Immobiliengesellschaften. Der Markt gewichtet zurzeit die vergleichsweise attraktiven Ausschüttungsrenditen der Fonds höher als die mittlerweile auch im Wohnsegment steigenden Risiken von Ertragsausfällen und Wertkorrekturen. Solange die Negativzinsen Tatsache bleiben, dürfte sich daran wenig ändern.

Abb. 18: Ausschüttungsrendite Immobilienanlagen



Quelle: Datastream, IAZI, Credit Suisse

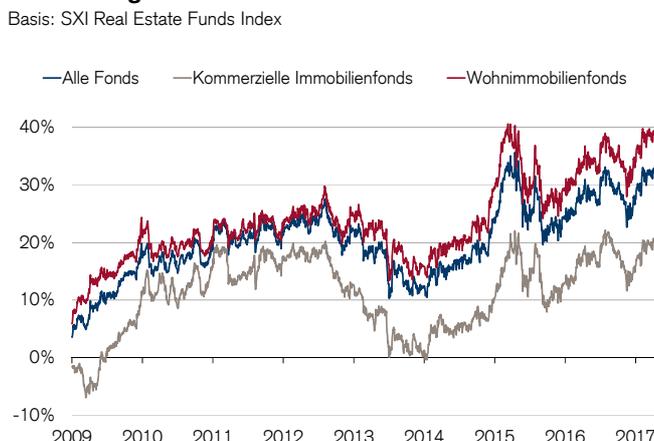
Abb. 19: Performance von Immobilienaktien



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, Bloomberg, Credit Suisse

Abb. 20: Agios der Schweizer Immobilienfonds



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: Credit Suisse AG, Datastream, Jahres- und Halbjahresberichte der Fonds

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 Erläuterungen 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 könnten 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 Erläuterung. Ihre eigene Anlageverteilung, Portfolioverteilung 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



Pensionskassenstudie 2017

Zum vierten Mal analysiert die Credit Suisse die Schweizer Pensionskassenlandschaft. Die Studie basiert unter anderem auf einer gross angelegten Umfrage bei knapp 200 Pensionskassen zu den aktuellen Herausforderungen der 2. Säule.

Erschienen am 2. Mai 2017



Bauidex Schweiz 2. Quartal 2017

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

Erschienen am 24. Mai 2017



Perspektiven regionaler Wirtschaftsräume: Kanton St. Gallen und beide Appenzell

Die Regionalstudie befasst sich mit aktuellen Themen zur Wirtschaft der Ostschweizer Kantone St. Gallen, Appenzell Innerrhoden und Appenzell Ausserrhoden.

Erschienen am 30. Mai 2017



Monitor Schweiz 2. Quartal 2017

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

12. Juni 2017



Erfolgsfaktoren für Schweizer KMU 2017

Die jährliche Studie befragt die Schweizer KMU zu ihren Erfolgsfaktoren am Standort Schweiz. Der diesjährige thematische Fokus liegt auf dem Arbeitsmarkt und der Bedeutung des Fachkräftemangels für Schweizer KMU.

24. August 2017

Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.