

Bewegung auf dem Hypothekarmarkt

Hypothekarvolumen
Gedrosselte Dynamik

Seite 5

Hypothekarkredite
Die Qual der Wahl

Seite 9

Mietwohnungen
**Zwischen Stuhl
und Bank**

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 2018

Publikationsreihe

Swiss Issues Immobilien

Besuchen Sie uns auf dem Internet

www.credit-suisse.com/immobilien

Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.
Copyright © 2018 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

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

Brice Hoffer

Liebe Leserin, lieber Leser

Der Wandel ist die einzige Konstante. Dies beschied der griechische Philosoph Heraklit seinen Mitbürgern. Immer mehr gilt das auch für den Immobilien- und den Hypothekarmarkt, auf dem die Digitalisierung für neuen Schwung sorgt. Knapp zwei Dutzend Anbieter verfügen mittlerweile über Online-Angebote, mit denen Hypotheken teilweise oder vollständig auf dem digitalen Kanal abgewickelt werden können. Der Einsatz digitaler Technologien verändert auch die Struktur des Hypothekarmarktes. Die einzelnen Prozessschritte der Kreditvergabe werden zunehmend entbündelt und lassen sich damit outsourcen. Dies eröffnet Marktpotenzial sowohl für neue als auch für alteingesessene Anbieter. Denn Hypotheken sind dank der Tiefzinsphase auch für Anleger interessant geworden, die nicht über die notwendigen Abwicklungskapazitäten verfügen, diese aber gerne von Dritten beziehen würden. Gleichzeitig sorgt die verschärfte Bankenregulierung dafür, dass etablierte Hypothekarkreditgeber ihre Bilanzen reduzieren möchten und Drittinvestoren suchen ([Seite 7](#)).

Wandel ist auch in Bezug auf die wichtigste Grösse auf dem Hypothekarmarkt angesagt, nämlich den Zins. Die Phase der ultratiefen Zinsen neigt sich dem Ende zu. Damit stellt sich rasch die Frage nach der optimalen Absicherungsstrategie. Weil sich diese Frage nur in enger Abstimmung mit der individuellen Ausgangslage der einzelnen Hypothekarneher lösen lässt, gibt es keine pauschale Antwort. Es gibt jedoch Hilfsmittel, mit denen sich die individuell richtige Strategie einfacher bestimmen lässt. Ein solches Hilfsmittel ist der Vergleich von langfristigen Fix-Hypotheken mit einem hypothetischen Verlauf der Geldmarkthypotheken, bei dem beide Varianten dieselben Zinskosten verursachen. Anhand dieses spezifischen Zinsverlaufs der Geldmarkthypothek kann ein Hypothekarneher einfach erkennen, ob er höhere Zinsen erwartet und damit besser fahren würde, wenn er eine Absicherung wählt ([Seite 9](#)).

Obwohl – oder gerade weil – die lange Phase sinkender Zinsen zu Ende gegangen ist, sind Immobilien nach wie vor sehr gefragt. Dies gilt spezifisch für das Jahr 2018. Die Notwendigkeit, Ersatz für Anleihenanlagen zu finden, die im heutigen Umfeld kaum noch eine positive Rendite abwerfen, dürfte im laufenden Jahr am grössten sein. Entsprechend erwarten wir trotz des fortgeschrittenen Zyklus auf dem Immobilienmarkt eine unverändert grosse Nachfrage nach Immobilien und weiter steigende Preise sowie eine rege Bautätigkeit. Die Folgen dieser Entwicklung sind wachsende Leerstände und der Zwang, das eigene Angebot möglichst optimal auf die Nachfrage abzustimmen. Dass dies nicht immer optimal gelingt und es zuweilen wenig sinnvoll ist, das Verhalten anderer Investoren blindlings zu kopieren, zeigt unsere Analyse der im Bau befindlichen Drei-Zimmer-Wohnungen ([Seite 12](#)).

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

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate Economics

Inhalt

Hypothekarvolumen: Gedrosselte Dynamik	5
Die Schweiz weist weltweit eine der höchsten Verschuldungsquoten der Privathaushalte auf. Besorgnis löst besonders deren kontinuierliche Zunahme aus. Neuerdings steigt die Verschuldungsquote jedoch nur noch unterdurchschnittlich.	
Hypothekarmarkt: Die Digitalisierung bringt neuen Schwung	7
Das Hypothekarkreditgeschäft bleibt in der Schweiz durch die Banken geprägt. Die Digitalisierung sowie das Negativzinsumfeld haben in den letzten Jahren jedoch eine wachsende Zahl neuer und innovativer Marktteilnehmer hervorgebracht.	
Hypothekarkredite: Die Qual der Wahl	9
Angesichts der langsam wieder steigenden Hypothekarzinsen sollten sich Hypothekarschuldner frühzeitig Gedanken über ihre Zinsstrategie machen. Neben finanziellen Überlegungen sind die persönlichen Bedürfnisse und Präferenzen entscheidend.	
Wohneigentum	11
Mietwohnungen: Zwischen Stuhl und Bank	12
Kleinere Wohnungen stehen im Fokus der Investoren. Besonders Wohnungen mit drei Zimmern sind bei den Planern und Bauherren beliebt. Die Wohnungsgrösse in der vermeintlich goldenen Mitte droht jedoch zwischen Stuhl und Bank zu fallen.	
Kommerzielle Immobilien	15
Immobilienanlagen	16

Hypothekarvolumen

Gedrosselte Dynamik

Die Schweiz weist weltweit eine der höchsten Verschuldungsquoten der Privathaushalte auf. Besorgnis löst besonders deren kontinuierliche Zunahme aus. Neuerdings steigt die Verschuldungsquote jedoch nur noch unterdurchschnittlich.

Schweiz mit höchster Verschuldung der Haushalte

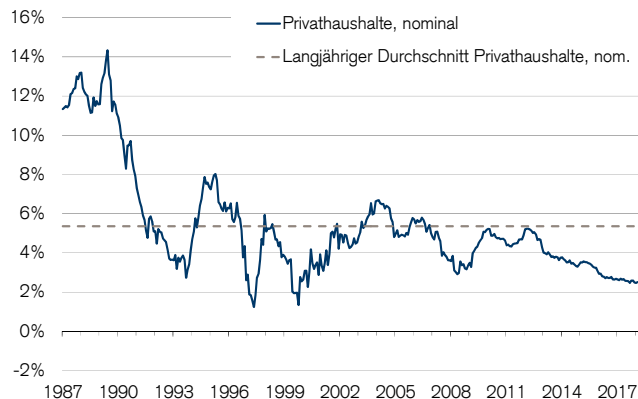
Die Verschuldung der Schweizer Haushalte gibt seit längerem Anlass zur Besorgnis. In internationalen Statistiken belegt die Schweiz bezüglich der Bruttoverschuldung ihrer Haushalte relativ zum Bruttoinlandprodukt (BIP) regelmässig den Spitzenplatz – zusammen mit Australien, Kanada, Norwegen und Schweden. In allen diesen Ländern ist die Hypothekarverschuldung mit einem Anteil von 75% – 97% der Gesamtverschuldung der Privathaushalte für die Situation verantwortlich. Eine gewisse Besorgnis ist dabei durchaus gerechtfertigt. Laut internationalen Analysen folgten auf lange Phasen mit ungewöhnlich starker Kreditvergabe durch die Banken oft grössere Krisen. Eine hohe Verschuldung kann eine Volkswirtschaft verletzlich machen, wenn an den Märkten Verwerfungen auftreten, wie z.B. Stress im Bankensystem oder ein übermässiger Konsumeinbruch. Die Schweiz hat in den 1990er-Jahren selber unliebsame Erfahrungen mit einer Immobilien- und Bankenkrise gesammelt. Die Kreditaufnahme ist dem langfristigen BIP-Wachstum grundsätzlich zwar zuträglich, dieser Zusammenhang kehrt sich aber ab einem gewissen Verschuldungsgrad ins Gegenteil.¹ Mit einer Hypothekarverschuldungsquote von total 146% des BIP hat die Schweiz diese Schwelle bereits deutlich überschritten.

Hypothekarvolumenwachstum hat sich beruhigt

Das starke Wachstum der Hypothekarverschuldung hat mit schweizerischen Eigenheiten zu tun. Dazu zählen die hohen Immobilienpreise, die grosse Bedeutung des Mietwohnungsmarktes, der sich zur Hälfte im Eigentum von Privatpersonen befindet, sowie das hiesige Steuersystem, das Anreize zur Verschuldung setzt. Als der Wohneigentumsmarkt zwischen 2010 und 2012 zu überhitzen drohte, reagierte die Politik mit einer Verschärfung der Regulierung. Neben der Erhöhung der Eigenmittelunterlegung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht und der Einführung des antizyklischen Kapitalpuffers durch die Schweizerische Nationalbank war besonders die Verschärfung der Selbstregulierung seitens der Banken ein wirksames Mittel, um das Wachstum der Hypotheken zu dämpfen. Die Selbstregulierungsmassnahmen, die im Sommer 2012 eingeführt und im Herbst 2014 verschärft wurden, haben den Kreis der Haushalte, welche die Finanzierungshürden für den Erwerb von Wohneigentum überwinden können, spürbar reduziert. Seit-her hat sich das jährliche Wachstum des Hypothekarvolumens der Privathaushalte (vgl. Abb. 1) von über 5% Anfang 2012 auf 2.57% per Ende 2017 halbiert.

Abb. 1: Schwaches Wachstum des Hypothekarvolumens

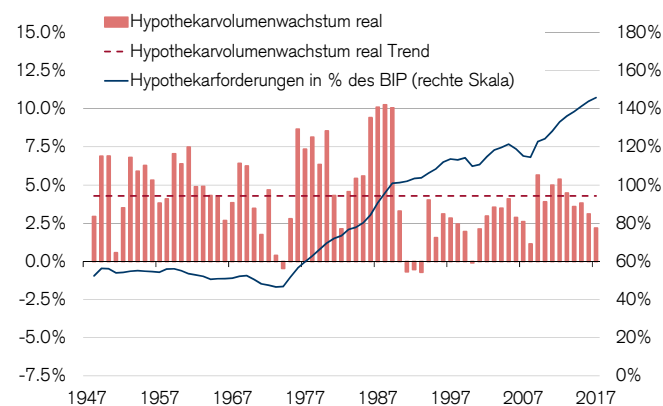
Nominales Wachstum des Hypothekarvolumens von Privathaushalten



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

Abb. 2: Hypothekarwachstum weit unter Trendwachstum

Reales Wachstum des Hypothekarvolumens (Private und Firmen) sowie Verschuldungsquote in % des BIP



Quelle: Credit Suisse, Schweizerische Nationalbank

¹ Siehe die Untersuchungen von Cecchetti und Kharroubi (2012), Arcand et al (2015) sowie des Internationalen Währungsfonds (2017)

Damit liegt das nominale Hypothekarvolumenwachstum weit unter dem langjährigen Mittel von 5.36% seit 1987. Zur Drosselung haben nicht nur die höheren Kapitalanforderungen beigetragen, sondern auch die verschärften Amortisationsrichtlinien, die eine raschere Rückführung der Belehnungsquote auf zwei Drittel des Belehnungswerts vorsehen.

1 Billion CHF Hypothekarschulden gegen Ende 2018

Zum Hypothekarvolumen der Privaten ist auch dasjenige der Firmen zu zählen, das allerdings nur für einen Viertel aller ausstehenden Hypotheken verantwortlich ist. Zusammengezählt dürfte das Hypothekarkreditvolumen in den Büchern der Banken Ende des Jahres 2018 den Wert von CHF 1 Billion überschreiten. Trotz der gedrosselten Hypothekardynamik ist die Verschuldungsquote, das heisst das Verhältnis der Hypothekarverschuldung zur inländischen Wertschöpfung gemessen am Bruttoinlandprodukt (BIP), weiter gewachsen. Von verschiedenen Kreisen ist diese Tatsache mit Verweis auf die oben angetönten Risiken wiederholt beanstandet worden. Dass das Hypothekarvolumen allerdings schneller zunimmt als die Wertschöpfung in Form des BIP, ist kein neuer Sachverhalt, ist dies doch bereits seit 1975 der Fall (vgl. Abb. 2). Die Quote der Hypothekarforderungen am BIP hat seither kontinuierlich von 47% auf 146% zugenommen. Die Frage, welches Niveau der Verschuldungsquote noch als problemlos und welches bereits als bedrohlich einzustufen ist, lässt sich allerdings nicht so einfach beantworten. In der Schweiz entfällt beispielsweise – im Unterschied zu den übrigen Ländern mit hoher Haushaltsverschuldung – der Grossteil der Hypotheken auf Fix-Hypotheken, was die Verletzlichkeit gegenüber Zinsrisiken erheblich reduziert.

Verschuldungsquote steigt nur noch unterdurchschnittlich

Ein möglicher relevanter Massstab ist das Trendwachstum. Absolut betrachtet liegt das Wachstum des Hypothekarvolumens sowohl nominal (vgl. Abb. 1) als auch real (vgl. Abb. 2) deutlich unter dem langfristigen Mittelwert. Ohne Bezug zur ökonomischen Aktivität sind die absoluten Wachstumsraten aber nicht besonders aussagekräftig. Daher lohnt sich der Blick auf die Verschuldungsquote. Auch deren Anstieg seit Mitte der 1970er-Jahre kennt ein Trendwachstum: Pro Jahr hat sich die Verschuldungsquote im Durchschnitt um 2.3 Prozentpunkte erhöht. Wider Erwarten lag der Anstieg der Verschuldungsquote in den letzten Jahren trotz reduzierten Hypothekarvolumenwachstums über diesem langjährigen Durchschnitt. Dies war durch die schwache wirtschaftliche Entwicklung bedingt. Erst im letzten Jahr ist das Trendwachstum der Verschuldungsquote wieder einmal unterdurchschnittlich ausgefallen. Dies dürfte inskünftig indessen öfter zu beobachten sein, denn der graduelle Wiederanstieg der Hypothekarzinsen dürfte das Wachstum des Hypothekarvolumens ernsthaft bremsen und damit dazu beitragen, die Gefahr einer übermässigen Ausweitung des Kreditvolumens zu begrenzen.

Hypothekarmarkt

Die Digitalisierung bringt neuen Schwung

Das Hypothekarkreditgeschäft bleibt in der Schweiz durch die Banken geprägt. Die Digitalisierung sowie das Negativzinsumfeld haben in den letzten Jahren jedoch eine wachsende Zahl neuer und innovativer Marktteilnehmer hervorgebracht.

Banken dominieren Hypothekarkreditvergabe

Traditionell ist die Hypothekarkreditvergabe in der Schweiz stark von den Banken geprägt. Per Ende 2017 hatten die Schweizer Banken ein Hypothekarvolumen von CHF 973.9 Mrd. ausstehend. Aber auch Versicherungen und Pensionskassen sind in diesem Markt tätig. Mit einem Volumen von CHF 36.7 Mrd. (Versicherungen, Stand: 2016) respektive CHF 14.4 Mrd. (Pensionskassen, Stand: 2016) sind diese im Vergleich zu den Banken aber nur Nischenanbieter mit einem Marktanteil von lediglich 5.1% per Ende 2016.

Versicherungen und Pensionskassen als Nischenanbieter

Das Nischendasein von Versicherungen und Pensionskassen hat verschiedene Gründe. Einerseits ist die Vergabe von Hypotheken mit grossem Verwaltungsaufwand verbunden, beispielsweise für die Risikoprüfung und Abwicklung. Unter einer gewissen Mindestgrösse war die Hypothekarkreditvergabe gerade für kleinere und mittelgrosse Pensionskassen lange Zeit kein attraktives Geschäft. Erst im Tiefzinsumfeld der letzten Jahre entdeckten Versicherungen und Pensionskassen das Hypothekargeschäft wieder, aus dem sie sich zuvor immer mehr zurückgezogen hatten. Auf der Suche nach Rendite werden Hypotheken als eine attraktive Alternative zu Anleihenanlagen immer mehr geschätzt. Während die Versicherungen bereits im Jahr 2014 auf den Zug aufgesprungen sind (vgl. Abb. 3), hat es bei den Pensionskassen etwas länger gedauert. Aktuell weisen beide Nebenanbieter markant höhere Wachstumsraten als die Banken auf.

Digitalisierung hält Einzug ins Hypothekargeschäft

In den letzten Jahren war es sodann die Digitalisierung, die neuen Schwung in den Schweizer Hypothekarmarkt gebracht hat. Einerseits haben die klassischen Anbieter begonnen, ihre Prozesse zu digitalisieren. Dies ermöglicht eine schnellere und effizientere Abwicklung des gesamten Hypothekarprozesses. Hinzu kommt, dass sich dank des digitalen Schaufensters plötzlich auch Kundensegmente ausserhalb des angestammten Marktgebiets ansprechen lassen. Entsprechend hat die Konkurrenz unter den klassischen Anbietern zugenommen. Die voranschreitende Digitalisierung ist aber auch Türöffner für neue Akteure auf dem Markt. Dies zeigt sich eindrücklich im stark wachsenden Vermittlungsgeschäft. Neben klassischen Vermittlern, beispielsweise Architekten oder Immobilienpromotoren, sind vor allem auch neue digitale Plattformen entstanden. Teils handelt es sich dabei um bestehende Anbieter, etwa Online-Immobilienmarktplätze oder auch Verbände, teils aber auch um junge, innovative Startups. Die Folgen sind ein rascher Anstieg der Online-Hypothekenvolumen auf CHF 4 Mrd. im letzten Jahr (Schätzung des Instituts für Finanzdienstleistungen Zug [IFZ] der Hochschule Luzern, vgl. Abb. 4) sowie eine erzwungene höhere Transparenz unter den etablierten Anbietern, die heute verstärkt mit solchen Vermittlern zusammenarbeiten und diese teilweise sogar übernommen haben. Neue Anbieter konzentrieren sich aber nicht nur auf das Vermittlungsgeschäft, sondern wagen sich auch in neue Nischen vor. Beispiele hierfür sind das Crowdlending, wo viele (Klein-) Investoren die Rolle des Kreditgebers übernehmen, oder die Vermittlung zweitrangiger Hypotheken in einem Peer-to-Peer Ansatz.

Klassische Anbieter steigen ebenfalls ins Vermittlungsgeschäft ein

Die alteingesessenen Anbieter sind aufgrund der voranschreitenden Digitalisierung und der wachsenden Konkurrenz zunehmend gefordert, ihre Geschäftsmodelle zu optimieren und zu erweitern. So zeigt sich, dass auch klassische Anbieter vermehrt in eine Vermittlerrolle schlüpfen, etwa durch die Bündelung und Weitergabe von Hypotheken an Dritte. Über Pfandbriefe erfolgen solche Verbriefungen schon seit Jahrzehnten. In den letzten Jahren haben grössere Banken aber zunehmend damit begonnen, Investoren direkt anzusprechen. Im Sinne einer Arbeitsteilung stellen sie ihre Abwicklungs kompetenz auch Dritten zur Verfügung und bringen die Besitzer von Renditeliegenschaften direkt mit Investoren zusammen. Diese Entwicklung erfolgt nicht zuletzt vor dem Hintergrund verschärfter Liquiditäts- und Eigenmittelvorschriften, welche die Banken zwingen, das Volumen ihrer Kreditbücher in der Bilanz zu verringern und neue Geschäftsmodelle zu entwickeln.

Neue Anlagegefässe mit spezialisierten Abwicklern

Im Zuge der verstärkten Vermittlertätigkeit und als Folge des erhöhten Interesses der Investoren an Hypotheken sind auch neue Angebote entstanden, wie beispielsweise Anlagegefässe mit Hypothekarkrediten. Neben den klassischen Hypothekenanbietern, die ihr umfangreiches Know-how in der Risikoprüfung, Objektbewertung und Prozessabwicklung einbringen, treten auch zunehmend auf Outsourcing-Dienstleistungen spezialisierte Akteure am Markt auf. Bereits heute existieren erste Anbieter, die es Investoren wie mittelgrossen Pensionskassen ermöglichen, mittels «White Labelling» selbst als Anbieter von Hypotheken aufzutreten. Die gesamten Kreditvergabeprozesse erfolgen jedoch über den spezialisierten Vermittler, der im Hintergrund bleibt. Der Prozess der Hypothekarkreditvergabe dürfte in Zukunft also noch stärker standardisiert und automatisiert werden – mit dem Ziel, die gesamte Prozesskette bei Bedarf schnell und einfach aufteilen zu können.

Chancen und Gefahren durch Entbündelung von klassischen Hypothekendienstleistungen

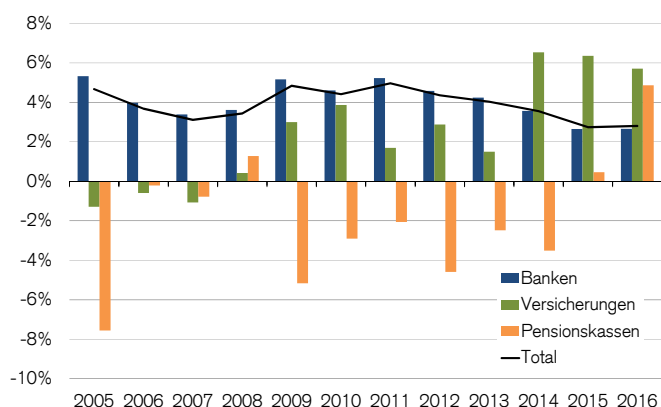
Diese Entwicklung birgt für die klassischen Hypothekaranbieter sowohl Chancen als auch Gefahren. Denn einerseits verfügen sie über eingespielte Teams und Prozesse, sodass Dienstleistungen wie das Risikomanagement und die Prozessabwicklung effizient erbracht werden können. Daher ist es für klassische Akteure attraktiv, ihr Angebot um solche «White Labelling»-Dienstleistungen zu ergänzen. Der Corporate Governance muss in einer solchen Konstellation jedoch besondere Aufmerksamkeit zukommen, damit keine Fehlanreize entstehen. Dies gilt indessen sowohl für die klassischen Anbieter als auch für die reinen Outsourcing-Dienstleister. So ist beispielsweise vorgesehen, dass der Investor die Hypotheken aus einem Pool selber auswählen kann oder dass die Bank mit einer eigenen Tranche am Kreditrisiko beteiligt bleibt. Andererseits droht infolge der aktuellen Entwicklung erhöhter Konkurrenzdruck. Wenn sich die Arbeitsteilung im Hypothekarkreditvergabeprozess fortsetzt, dürfte die Konkurrenz in den einzelnen Prozessschritten zunehmen. Denn für einzelne Prozesse sind die Einstiegshürden zumeist um einiges tiefer als für die gesamte Prozesskette von der Beratung über die Risikobeurteilung bis hin zur Refinanzierung. Für die neuen Anbieter besteht ferner das Risiko, dass sich viele Investoren bei einem anhaltenden Anstieg der Hypothekarzinsen wieder anderen Anlageklassen zuwenden. Dann wird sich zeigen, welche dieser neuen Ideen und Produkte auch längerfristig funktionieren.

Regulierung für stabile Märkte

Das sich verändernde Kreditvergabeumfeld wirft aber auch regulatorische Fragen auf. Die Banken haben sich gerade in den letzten Jahren in enger Absprache mit der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) einer strikten Selbstregulierung unterworfen. Dies auch mit dem Ziel der Verhinderung folgenreicher spekulativer Übertreibungen, wie sie beispielsweise in den USA mit der Subprime-Krise zu beobachten waren. Mit dem zunehmenden Aufkommen von weiteren Anbietern dürfte die Frage in den Vordergrund rücken, ob und in welcher Form die neuen Akteure die bestehenden Selbstregulierungsmassnahmen übernehmen müssen.

Abb. 3: Nischenakteure melden sich zurück

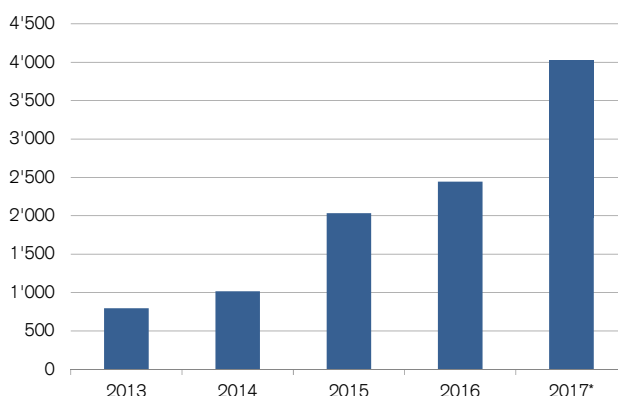
Nominales Hypothekarkreditvolumenwachstum der wichtigsten Anbietergruppen



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 4: Online Hypothekarkreditvolumen 2013 – 2017

Volumen in CHF Mio. (*2017: Schätzung)



Quelle: e-foresight, Institut für Finanzdienstleistungen Zug (IFZ)

Hypothekarkredite

Die Qual der Wahl

Angesichts der langsam wieder steigenden Hypothekarzinsen sollten sich Hypothekarschuldner frühzeitig Gedanken über ihre Zinsstrategie machen. Neben finanziellen Überlegungen sind die persönlichen Bedürfnisse und Präferenzen entscheidend.

Erste Leitzinserhöhung zeichnet sich für 2019 ab

Die Schweizer Wirtschaft läuft wieder rund. Wir erwarten für das gesamte Jahr ein Wirtschaftswachstum von 2.2%. Der wichtigste Wachstumstreiber ist die dynamische Weltkonjunktur. Hinzu kommt, dass die Abwertung des Frankens gegenüber dem Euro den Schweizer Unternehmen erheblichen Rückenwind gewährt. Freundlich präsentiert sich bis anhin auch die Inflation. Langfristig erwartet die Schweizerische Nationalbank aber einen Anstieg der Teuerung über ihr Inflationsziel hinaus, weswegen eine Straffung der Geldpolitik näher rückt. Sofern sich die wirtschaftliche Situation im Euroraum nicht wieder unerwartet verschlechtert, erwarten wir im März 2019 eine erste Erhöhung der Schweizer Leitzinsen von -0.75% auf -0.5%.

Fix-Hypotheken sind bereits am Steigen

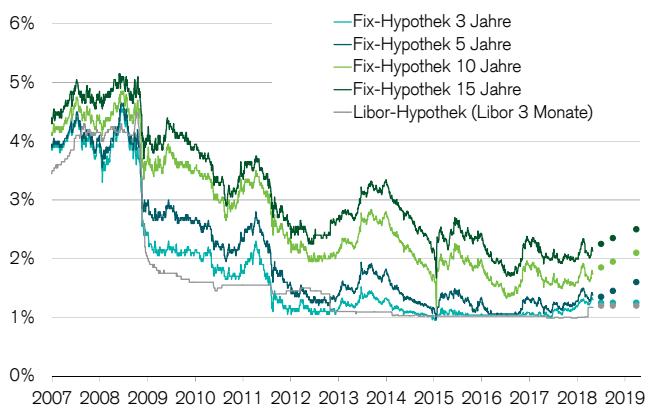
Da der Libor-Zinssatz bei einer solchen Erhöhung im negativen Bereich bleiben wird, dürften die Zinssätze von Flex-Rollover-Hypotheken auch in den nächsten zwölf Monaten nicht steigen und damit auf ihren Tiefstständen verharren. Dagegen erwarten wir bei den Zinssätzen von Fix-Hypotheken mit mittleren und langen Laufzeiten in den kommenden zwölf Monaten eine zusätzliche Erhöhung um insgesamt 30 bis 50 Basispunkte (vgl. Abb. 5). Wie schon bis anhin wird der weitere Anstieg durch Ausschläge nach oben wie auch nach unten gekennzeichnet sein.

Finanziell sind Fix-Hypotheken nur selten günstiger als Libor-Hypotheken

Auch wenn die Zinssätze von Fix-Hypotheken trotz steigender Tendenz im historischen Kontext tief bleiben, sollten sich Hypothekarschuldner frühzeitig darüber Gedanken machen, ob für sie in den kommenden Jahren eine Libor-Hypothek oder eine Fix-Hypothek im Vordergrund stehen soll. Ein historischer Vergleich zeigt, dass Fix-Hypotheken mit wenigen Ausnahmen über ihre gesamte Laufzeit teurer ausfallen als eine Libor-Hypothek. So wäre beispielsweise eine 5-jährige Fix-Hypothek nur zwischen 1986 und Ende 1989 sowie nochmals kurzzeitig 2004 respektive 2005 günstiger gewesen als eine Libor-Hypothek (vgl. Abb. 6). Eine 10-jährige Fix-Hypothek hätte sich ebenfalls Ende der 1980er-Jahre gelohnt, jedoch nicht 2004 und 2005. Aus rein finanziellem Blickwinkel lohnt sich eine Fix-Hypothek also nur zu wenigen Zeitpunkten, zumal auch noch die richtige Laufzeit gewählt werden muss.

Abb. 5: Erste Leitzinserhöhung zeichnet sich für 2019 ab

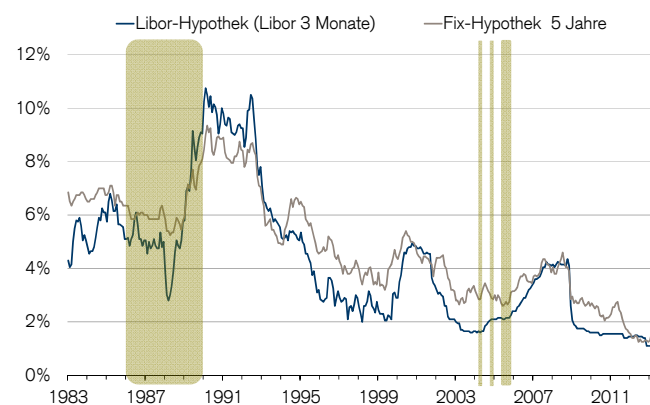
Hypothekarzinsen mit Prognose (2. Quartal 2018) über drei, sechs und zwölf Monate



Quelle: Credit Suisse

Abb. 6: Libor-Hypotheken sind zumeist günstiger

Perioden, in denen eine 5-jährige Fix-Hypothek über die gesamte Laufzeit günstiger war als eine Libor-Hypothek



Quelle: Credit Suisse, Datastream

Fix-Hypothek mit Versicherungscharakter

Dennoch haben Fix-Hypotheken ihre Berechtigung. Auch dies zeigt die Entwicklung Ende der 1980er-Jahre eindrucklich. Hypothekarschuldner mit einer variablen Hypothek, die damals das am häufigsten gewählte Produkt war, sahen sich innert kürzester Zeit mit massiv höheren Zinsen von beinahe 8% konfrontiert. Variable Hypotheken und Libor-Hypotheken bergen also immer

auch die Gefahr von grossen Zinsschwankungen. Nicht jeder Hypothekarschuldner möchte oder kann solche schnellen und starken Anstiege finanziell tragen, ganz zu schweigen vom nervlichen Stress, den eine solche Belastung auslöst. Fix-Hypotheken sind insofern als Versicherungsprodukt einzustufen, die im Austausch gegen eine Prämie eine Absicherung gegen finanziellen Stress bieten.

Lohnt sich heute eine Fix-Hypothek?

In der heutigen Situation, in der die Prämie für eine 10-jährige Absicherung historisch tief ist, kann es durchaus sinnvoll sein, temporär in eine Fix-Hypothek zu wechseln. Im Rahmen einer Break-Even-Analyse haben wir betrachtet, wie stark Libor-Hypotheken steigen müssten, damit aus heutiger Sicht der Abschluss einer Fix-Hypothek mit einer Laufzeit von zehn Jahren finanziell günstiger ist (vgl. Abb. 7). Steigen Libor-Hypotheken früher oder höher oder sinken später wieder als in der Grafik dargestellt (entspricht einer stärkeren wirtschaftlichen Erholung und/oder Inflation), dürfte die Wahl einer 10-jährigen Fix-Hypothek die bessere Strategie sein. Ziehen die Libor-Hypotheken dagegen später oder langsamer an oder sinken früher wieder als in der Grafik (entspricht einer schwächeren wirtschaftlichen Erholung und/oder Inflation), dürfte für die nächsten zehn Jahre die Wahl einer Libor-Hypothek die bessere Strategie sein. Je nach eigener Erwartung der Zinsentwicklung kann der Hypothekenehmer auf Basis dieses Vergleichs für sich entscheiden, welche Strategie für ihn besser geeignet ist.

Bei allfälligem Produktwechsel nicht zu lange warten

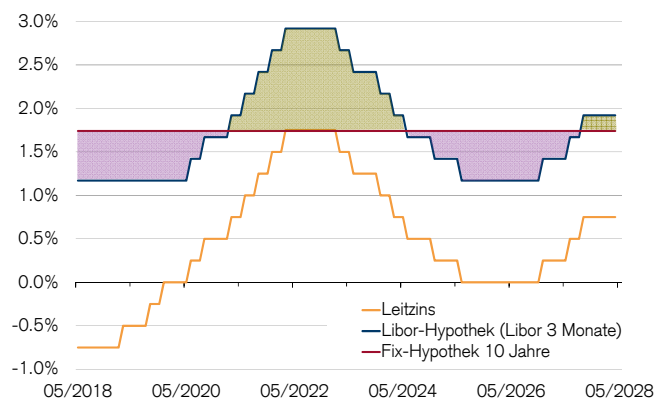
Ein möglicher Wechsel in eine Fix-Hypothek sollte im jetzigen Umfeld nicht zu lange hinausgeschoben werden. Zwar werden die Zinsen von Libor-Hypotheken noch längere Zeit auf ihren jetzigen Tiefstständen bleiben. Denn erst wenn die Leitzinsen über null klettern, wird sich dies in höheren Zinsen bei Libor-Hypotheken niederschlagen. Zwischenzeitlich dürften die Zinssätze von Fix-Hypotheken aber weiter steigen (vgl. Abb. 8). Anfang Mai 2018 lag die Differenz zwischen einer Libor-Hypothek (Libor 3 Monate) und einer 10-jährigen Fix-Hypothek bei historisch betrachtet sehr tiefen 0.57 Prozentpunkten. Gemäss unserer aktuellen Prognose dürfte sich diese Differenz bis im April 2019 auf 0.93 Prozentpunkte ausweiten. Steigt dann auch die Libor-Hypothek gemäss unserem Szenario im Frühling 2020 erstmals wieder an, würde die Differenz zur 10-jährigen Fix-Hypothek bereits bei 1.43 Prozentpunkten liegen. Erfolgt ein Wechsel also zu spät, nehmen die Risiken zu, dass die anfängliche Ersparnis durch den Verbleib in einer Libor-Hypothek durch den später höheren Zinssatz bei Fix-Hypotheken zunichte gemacht wird.

Sicherheit und Flexibilität optimal kombinieren

Die Wahl einer Hypothek ist aber nicht nur von finanziellen Aspekten, sondern immer auch von den spezifischen persönlichen Bedürfnissen und Präferenzen abhängig. Entsprechend wichtig ist es, die persönlichen Anforderungen und Bedürfnisse mit einem Hypothekenexperten abzuklären. So kann es gerade im jetzigen Umfeld und angesichts der Unsicherheiten über die weitere Entwicklung sinnvoll sein, verschiedene Hypotheken und Laufzeiten zu kombinieren, um einen optimalen Mix zwischen Sicherheit und Flexibilität zu erreichen.

Abb. 7: Im jetzigen Umfeld spricht vieles für Fix-Hypotheken

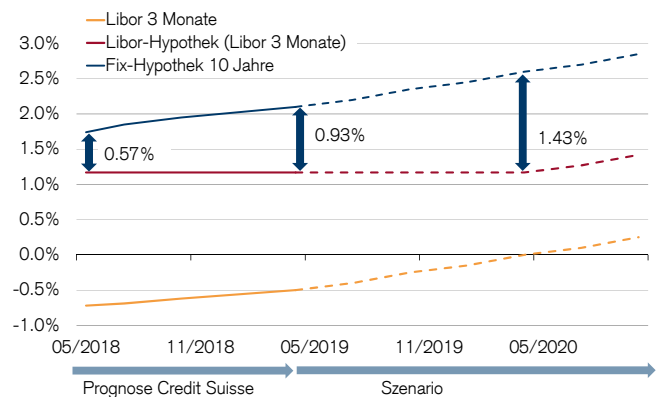
Break-Even-Szenario, in dem die Kosten für eine Libor-Hypothek gerade gleich hoch ausfallen wie für eine jetzt abgeschlossene 10-jährige Fix-Hypothek



Quelle: Credit Suisse

Abb. 8: Allfälligen Wechsel in eine Fix-Hypothek nicht zu lange aufschieben

Differenz Fix-Hypothek 10 Jahre zu Libor-Hypothek; 05/2018 – 04/2019: Prognose Credit Suisse; ab 05/2019: Szenario



Quelle: Credit Suisse

Wohneigentum

Trotz Rückgangs bleibt die Nachfrage hoch

Die Nachfrage nach Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern hat sich seit Anfang Jahr etwas abgeschwächt. Dies dürfte auf die langsam anziehenden Zinssätze von Fix-Hypotheken sowie auf die jüngsten Preisanstiege bei Wohneigentum zurückzuführen sein. Höhere Preise schränken den Kreis an potenziellen Nachfragern aufgrund der gestiegenen kalkulatorischen Finanzierungsanforderungen ein. Im Vergleich zu den Vorjahren bleibt die Nachfrage aber auf hohem Niveau. Dank der konjunkturellen Beschleunigung sowie der im historischen Kontext nach wie vor sehr tiefen Hypothekarzinsen dürfte die Nachfrage auch im weiteren Jahresverlauf hoch bleiben.

Projektpipeline weiterhin auf tiefem Niveau

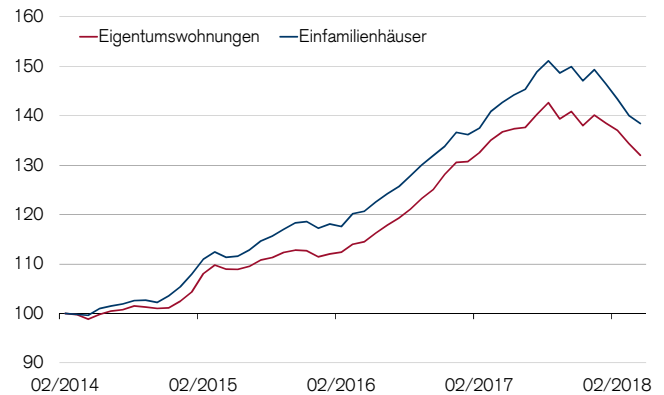
Die Anzahl baubewilligter Wohneigentumsobjekte ist im Jahresvergleich nochmals gesunken. In den letzten zwölf Monaten sind noch knapp 14'200 Eigentumswohnungen (-2.0%) und 7300 Einfamilienhäuser (-7.4%) bewilligt worden. In beiden Segmenten liegt die Angebotsausweitung damit markant unter dem Mittel seit 2002. Zumindest bei den Eigentumswohnungen hat sich die Anzahl Bewilligungen im letzten Halbjahr stabilisiert. Auf die Zahl fertiggestellter Objekte dürfte sich dies aber nicht vor 2019 niederschlagen. Damit bleibt das Angebot an neuen Eigentumsobjekten unter dem derzeitigen Nachfragepotenzial.

Preise für Wohneigentum mit solidem Wachstum

Im 1. Quartal 2018 haben die Preise für Wohneigentum stagniert. Sie weisen im Vergleich zum Vorjahresquartal jedoch ein solides Plus von 3.6% bei Eigentumswohnungen bzw. von 2.7% bei Einfamilienhäusern auf. Die wiedergewonnene Preisdynamik bleibt damit unter dem mittleren Preiswachstum seit 2000. Am stärksten fällt der Preisanstieg rund um Zürich sowie in den Einzugsgebieten von Luzern, Basel, Bern und Lausanne aus. Dank der sehr guten konjunkturellen Lage, der nach wie vor tiefen Hypothekarzinsen sowie einer rückläufigen Neubautätigkeit erwarten wir auch in den kommenden Quartalen ein preisliches Plus. Dieses dürfte aber etwas hinter den jüngst verzeichneten Wachstumsraten zurückbleiben.

Abb. 9: Nachfrageindizes Wohneigentum

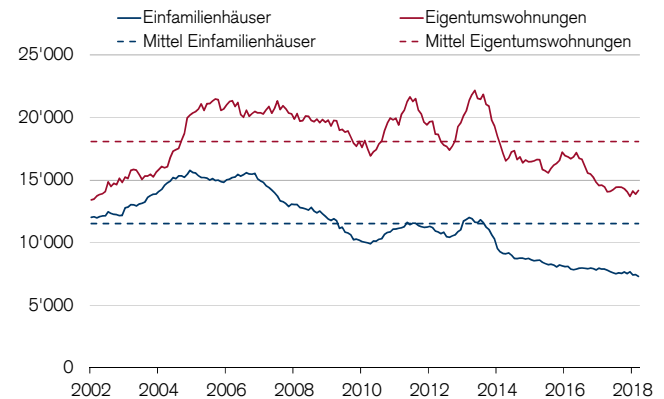
Index, Februar 2014 = 100



Quelle: Reamatch360

Abb. 10: Baubewilligungen Wohneigentum

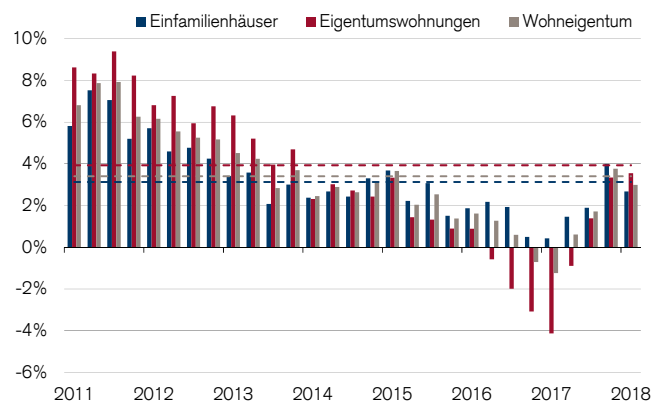
Baubewilligungen in Anzahl Wohneinheiten, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 11: Preisentwicklung Wohneigentum

Jahreswachstumsraten; gestrichelte Linien: Mittel 2000 – 2017 p.a.



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

Mietwohnungen

Zwischen Stuhl und Bank

Kleinere Wohnungen stehen im Fokus der Investoren. Besonders Wohnungen mit drei Zimmern sind bei den Planern und Bauherren beliebt. Die Wohnungsgrösse in der vermeintlich goldenen Mitte droht jedoch zwischen Stuhl und Bank zu fallen.

Absatzprobleme zwingen zu besserer Abstimmung

Die Zeiten, in denen auf dem Mietwohnungsmarkt alles, was erbaut wurde, auch reissenden Absatz fand, sind vorbei. Steigende Leerstände sind Zeugen eines wachsenden Überangebots. Die Investoren bemühen sich deshalb, ihre Wohnungen besser auf den Markt abzustimmen und den aktuellen Bedürfnissen der Mieter anzupassen. Aufgrund des allgemein bekannten Trends zu kleineren Haushalten sind sie dazu übergegangen, kleinere Wohnungen zu erstellen. Dies kommt im vermehrten Bau von Zwei- und Drei-Zimmer-Wohnungen zum Ausdruck (vgl. Abb. 13). Seit 2013 nimmt die Zahl der fertiggestellten kleineren Wohneinheiten kontinuierlich zu, seit 2015 sogar beschleunigt. Um sich noch konsequenter von den althergebrachten Mustern und vom Bau von mehrheitlich Drei- und Vier-Zimmer-Wohnungen abzuwenden, fehlt den meisten Investoren allerdings der Mut. Weil sie dennoch kleinere Wohnungen anbieten wollen, konzentrieren sie sich zunehmend auf Drei-Zimmer-Wohnungen als vermeintlich guten Kompromiss.

Drei Zimmer – die häufigste Wohnungsgrösse

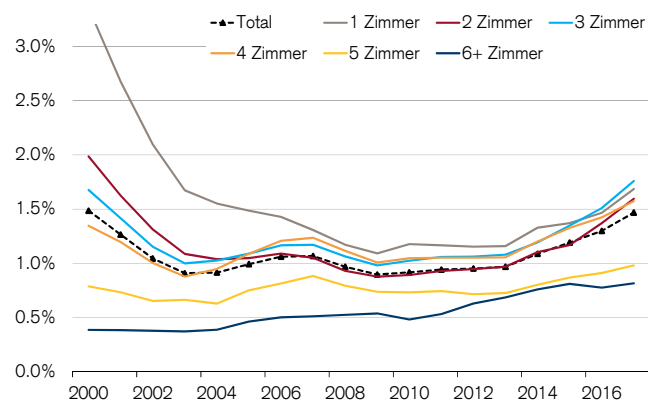
Da der Bau von Mietwohnungen noch immer auf sehr hohem Niveau verharrt, befinden sich sehr viele Drei-Zimmer-Wohnungen im Bau. Rein zahlenmässig hat die Drei-Zimmer-Wohnung diejenige mit vier Zimmern als meistgebaute Wohnungsgrösse abgelöst. Über 30% der Neuzugänge entfallen gegenwärtig auf Drei-Zimmer-Wohnungen. Man scheint den Bogen dabei aber zu überspannen. Im Glauben, die Drei-Zimmer-Wohnung sei eine Wohnungsgrösse, die sowohl die Bedürfnisse von Mehrpersonenhaushalten als auch jene von Kleinhaushalten erfülle, begannen viele Planer und Bauherren ihre Bauvorhaben auf diese Wohnungsgrösse auszurichten.

Weder Fisch noch Vogel

Doch ist die Wohnung mit drei Zimmern tatsächlich die allerweltstaugliche Lösung? Ist es nicht eher so, dass diese Wohnungsgrösse weder das Bedürfnis eines Familienhaushalts nach einer genügend grossen Wohnung noch den Wunsch eines Paarhaushalts nach einer Wohnung zu möglichst überschaubaren Kosten befriedigt? Wäre nicht ein guter Mix von Zwei- und Vier-Zimmer-Wohnungen eine bessere Alternative? Oder dann aber eine strikte Fokussierung auf Kleinwohnungen mit ein und zwei Zimmern in den Grossagglomerationen? Für einen Familienhaushalt mit zwei Kindern fehlt nämlich in der Regel ein Zimmer, und für Kleinhaushalte sind Drei-Zimmer-Neubauwohnungen preislich vielfach zu teuer, vor allem an urbanen und damit hochpreisigen Lagen.

Abb. 12: Höchste Leerstände bei 3-Zimmer-Wohnungen

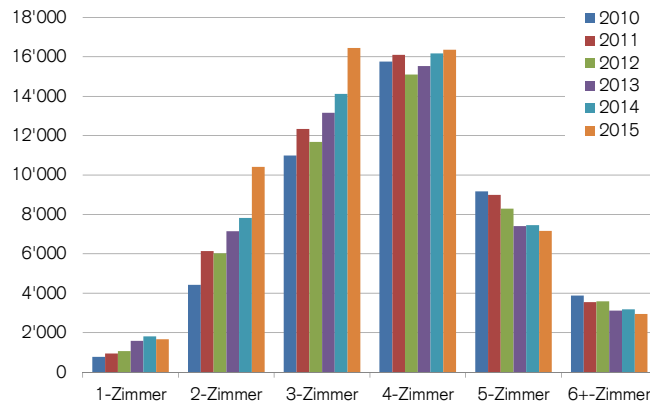
Leerstandsziffern nach Zimmerzahl (Miete und Eigentum)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 13: Bautätigkeit verlagert sich auf kleine Wohnungen

Reinzugang nach Zimmerzahl, 2010 – 2015



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Beim Abwägen der Frage, wie viele Drei-Zimmer-Wohnungen es denn braucht, scheinen die Bauherren die Absorptionskraft des Marktes in jedem Fall zu überschätzen. Drei-Zimmer-Wohnungen finden auf dem Mietwohnungsmarkt nicht wunschgemäss Absatz. Die Zahl der leer stehenden Mietwohnungen dieser Grösse ist nicht nur am höchsten, sie wächst derzeit auch noch am schnellsten (vgl. Abb. 12).

Höchste Leerstände bei 3-Zimmer-Wohnungen

Bereits 2016 wies die Drei-Zimmer-Wohnung von allen Wohnungsgrössen die höchste Leerstandsquote auf. Im letzten Jahr ist die Leerstandsquote weiter auf 1.76% gestiegen. Sie hat damit den Abstand zum Mittel aller Wohnungsgrössen von 1.44% weiter vergrössert. Eine Umkehr dieses Trends ist nicht in Sicht. Eine Stichprobe bei rund 3000 im Bau befindlichen Mietwohnungen fördert zutage, dass der Anteil der Drei-Zimmer-Wohnungen hier mit 39% noch höher ist als bei den kürzlich fertiggestellten Objekten. Immer mehr Investoren setzen offensichtlich auf diese Wohnungsgrösse und haben die Absatzprobleme noch nicht zur Kenntnis genommen. Insbesondere ausserhalb der Grosszentren funktionieren Drei-Zimmer-Wohnungen weniger gut. In den Portfolios der institutionellen Investoren verursachen diese Wohnungen denn auch die grössten Mietertragsausfälle ausserhalb der grossen Metropolen. In der Vermarktung machen sich die Absatzschwierigkeiten ebenfalls immer deutlicher bemerkbar. Bei praktisch allen in unserer Stichprobe berücksichtigten Bauvorhaben lag der Vermietungsstand bei den Drei-Zimmer-Wohnungen am tiefsten – mit zumeist deutlichen Abständen. Steigende Leerstände bei drei Zimmern sind daher vorprogrammiert, obwohl kleinere Wohnungen grundsätzlich rascher zu vermieten sein sollten. Die Zwei-Zimmer-Wohnungen, die in der Stichprobe am zweithäufigsten sind, laufen im Vergleich dazu ganz ordentlich. Immobilieninvestoren sind also gut beraten, nicht blindlings den Wohnungsmix anderer zu kopieren.

Dieser Artikel erschien in der Neuen Zürcher Zeitung vom 21. April 2018.
Mit freundlicher Genehmigung der Neuen Zürcher Zeitung.

Mietwohnungen

Noch keine Trendwende bei der Zuwanderung

Die robuste konjunkturelle Lage kommt für den Mietwohnungsmarkt zur richtigen Zeit, dürfte sie doch dank besserer Beschäftigungsaussichten die in den letzten Jahren sinkende Nachfrage stützen. Die Nettozuwanderung war derweil im 1. Quartal 2018 weiterhin rückläufig – auch, weil die Konjunktur in der Europäischen Union (EU), der wichtigsten Herkunftsregion der Zuwanderer, ebenfalls auf soliden Füßen steht und die Arbeitslosigkeit in der EU sinkt. Im Vergleich zum Vorjahresquartal reduzierte sich der Wanderungssaldo um rund 10%. Dabei blieb die Zuwanderung zwar weitgehend stabil (–1.1%), die Auswanderungen nahmen jedoch deutlich zu (+7.0%).

Baugesuche für rekordhohe 33'700 Mietwohnungen

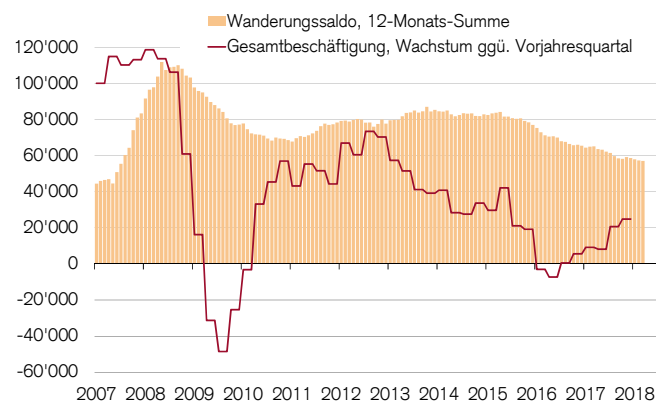
Im vergangenen Jahr schienen leicht rückläufige Zahlen bei den Baugesuchen und Baubewilligungen darauf hinzudeuten, dass auch beim Mietwohnungsbau die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Die im 1. Quartal 2018 eingegangenen Baugesuche führen jedoch vor Augen, dass eine Abkehr der Investoren von Wohnrenditeliegenschaften noch nicht in Sicht ist. Die Zahl der in den letzten zwölf Monaten projektierten Mietwohnungen liegt mittlerweile wieder um 2000 Wohneinheiten über dem Stand der Vorjahresperiode. In den vergangenen zwölf Monaten wurden Baugesuche für rund 33'700 Mietwohnungen eingereicht – ein neuer Höchstwert.

Mietpreise weiterhin unter Druck

Die anhaltend starke Bautätigkeit bei gleichzeitig gedämpfter Nachfrage setzt die Vermieter in vielen Regionen abseits der Zentren immer stärker unter Druck. Um längerfristige Leerstände zu verhindern, sind immer öfter Zugeständnisse beim Mietpreis erforderlich. Die Indizes der Angebotsmieten weisen im 1. Quartal 2018 weiterhin negative Jahreswachstumsraten im Bereich von –0.3% (Homegate) und –2.0% (Wüest Partner) aus. Auch das Wachstum des Mietpreisindex des Bundesamts für Statistik, der die durchschnittlichen Mietausgaben der Schweizer Haushalte abbildet, hat sich zuletzt etwas abgeschwächt (noch +0.6%). Darin dürfte sich die Senkung des Referenzzinssatzes auf 1.5% per 1. Juni 2017 widerspiegeln.

Abb. 14: Wanderungssaldo und Beschäftigungswachstum

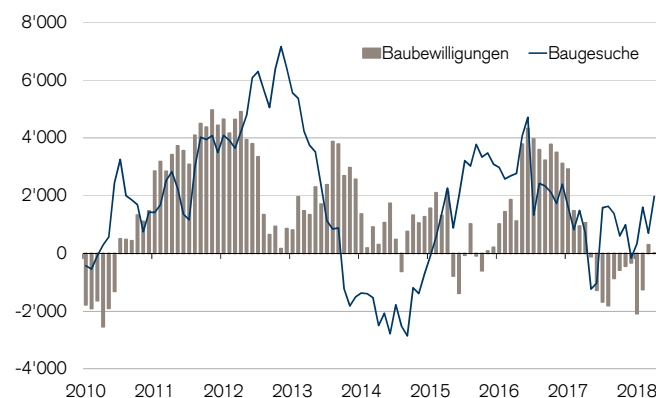
In Anzahl Personen; Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten (ohne 1. Sektor)



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 15: Mietwohnungsplanung im Vorjahresvergleich

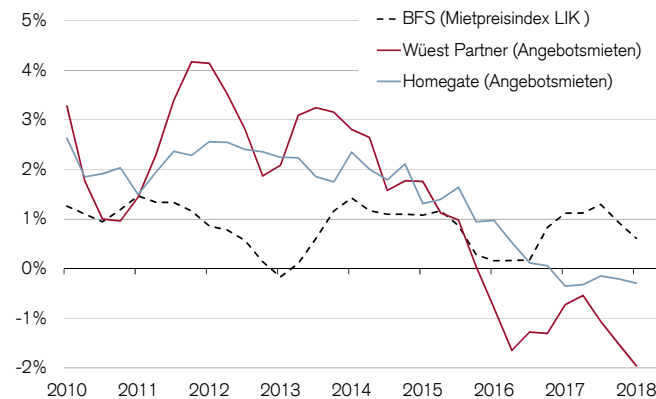
Baubewilligungen und Baugesuche, Anzahl Wohneinheiten, 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 16: Mietpreise

Jahreswachstumsraten; LIK: Landesindex der Konsumentenpreise



Quelle: Wüest Partner, Homegate, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Kommerzielle Immobilien

Büroflächen: Stabilisierung der Mietpreise

Die Ende 2017 angekündigte Stagnation des Büroflächenangebots sowie die Erholung der Nachfragedynamik infolge der breit abgestützten konjunkturellen Aufwärtsbewegung in der Schweiz führen zu einer gewissen Entspannung des Vermarktungsumfelds. Diese Entspannung kommt in einer Seitwärtsentwicklung der Büromietpreise in den Märkten der Grosszentren im 4. Quartal 2017 zum Ausdruck, so etwa in Zürich (+0.6% ggü. Vorquartal [QoQ]) oder Genf (-0,1% QoQ). Aufgrund der anhaltend positiven wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, welche die Nachfrage nach Büroflächen weiterhin stimulieren werden, dürfte sich die Stabilisierung des Schweizer Büroflächenmarktes in den nächsten Quartalen fortsetzen.

Verkaufsflächen: Weiterhin tiefe Planungsaktivität

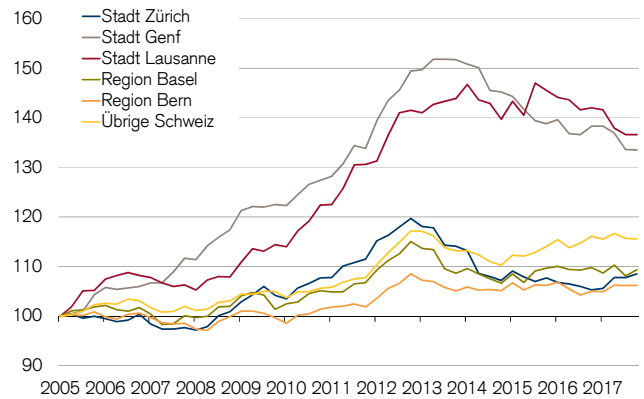
Trotz verbesserter Konsumstimmung bleibt die Situation des Schweizer Detailhandels sehr herausfordernd. Der tiefgreifende Strukturwandel infolge der Entwicklung des E-Commerce belastet die Margen der stationären Detailhändler und reduziert die Nachfrage nach Verkaufsflächen. Die resultierende Krise des Schweizer Verkaufsflächenmarktes veranlasst die Investoren zur Vorsicht. Seit Ende 2013 liegt die Planungsaktivität neuer Verkaufsflächen deutlich unter dem langjährigen Mittelwert. Wegen anhaltender Schwierigkeiten auf diesem Markt werden in naher Zukunft keine neuen Impulse für die Bautätigkeit erwartet.

Hotelbetriebe: Nachfrage wächst wieder

Nach einer langen Phase der Stagnation befinden sich die Logiernächte in der Schweiz seit Anfang 2017 wieder auf Wachstumskurs. Die Aufwertung des Euro erhöht die Attraktivität der Schweizer Hotellerie für europäische Touristen, die ein zentrales Nachfragesegment dieser Betriebe sind. Der starke Franken hatte in den Jahren zuvor die Anzahl Logiernächte in den Bergregionen deutlich beeinträchtigt, während die Zentren dank Städte- und Business-touristen trotzdem ein Plus an Logiernächten verbuchten. Gegenwärtig profitieren beide Märkte von der Erholung der Nachfrage, verzeichneten doch die Zentren ein Wachstum von 6.5% gegenüber dem Vorjahr (YoY) und die touristischen Gemeinden ein solches von 7.8% YoY (März 2018).

Abb. 17: Büromieten

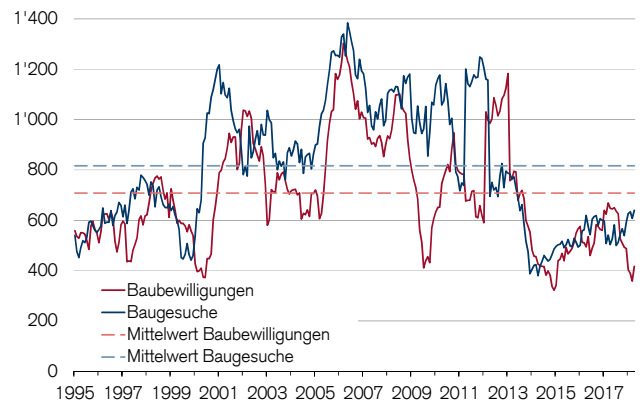
Hedonischer Mietpreisindex in verschiedenen Regionen: 1. Quartal 2005 = 100



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

Abb. 18: Projektierung von Verkaufsflächen

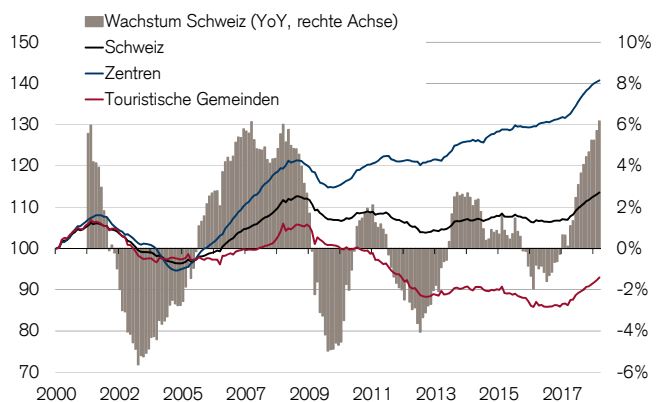
Bausumme in CHF Mio., Neu-/Anbau, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 19: Logiernächte in Hotel- und Kurbetrieben

Anzahl Logiernächte und Veränderung ggü. Vorjahr (YoY)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Immobilienanlagen

Renditevorteil von Immobilienanlagen bleibt hoch

Trotz des schleichenden Anstiegs der Zinsen am längeren Ende bleiben Schweizer Immobilienanlagen aufgrund eines im Vergleich zu anderen Anlagealternativen attraktiven Rendite-niveaus unverzichtbar. Ende März lag die Renditedifferenz zwischen Direktinvestitionen in Renditewohnliegenschaften und der 10-jährigen Bundesobligation bei knapp 350 Basispunkten (Bp). Im Bereich indirekter Investitionen wiesen Schweizer Immobilienfonds einen Renditezuschlag von 260 Bp und Immobilienaktien gar einen solchen von 360 Bp auf. Da die erste inländische Leitzinserhöhung nicht vor dem 1. Quartal 2019 erfolgen dürfte, werden Schweizer Immobilienanlagen in naher Zukunft attraktiv bleiben.

Immobilienaktien lassen Immobilienfonds hinter sich

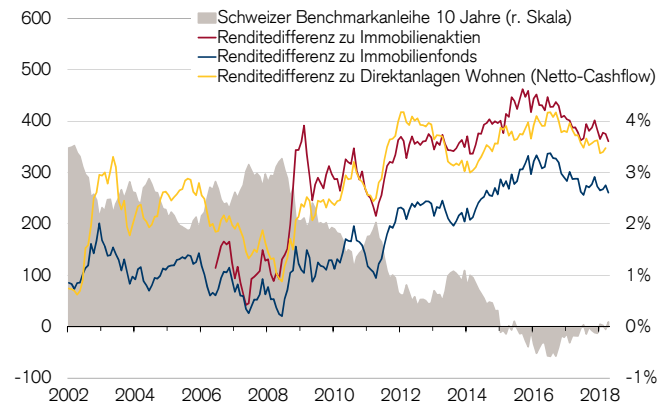
Nach einer eher enttäuschenden relativen Performance im Jahr 2017 (+10.1%) im Vergleich zu Immobilienaktien in der Eurozone (+28.4%) oder dem Swiss Performance Index (SPI, +19.9%) zeigen Schweizer Immobilienaktien seit Anfang 2018 eine solide Wertentwicklung. Mit 2.7% übertrifft ihre Gesamtrendite diejenige der europäischen Immobilienaktien (0.0%). Letztere haben zu Jahresbeginn deutlich stärker auf die steigenden Langfristzinsen reagiert. Etwas nachgegeben haben hingegen im bisherigen Jahresverlauf die Schweizer Immobilienfonds (-3.3%). Die Aussichten auf höhere Zinsen dürften die Euphorie der Anleger wegen des anleihenähnlichen Charakters dieser Instrumente etwas dämpfen. Hinzu kommt der Druck auf die Mieterträge, der sich immer stärker von den kommerziellen Flächen auf die Wohnflächen verschiebt.

Kommerzielle Immobilienfonds wieder attraktiver

Nach einer Korrektur zu Jahresbeginn haben sich die Agios der Schweizer Immobilienfonds auf hohem Niveau stabilisiert (Stand 11. Mai 2018: 24.3%). Bezüglich Risiko-Rendite-Profil hat die Attraktivität der kommerziell ausgerichteten Immobilienfonds zugenommen – hauptsächlich wegen der Stabilisierung des Büroflächenmarktes bei gleichzeitig zunehmenden Herausforderungen im Mietwohnungsmarkt. Diese Verschiebung der Risiken äussert sich in einer rückläufigen Agio-Differenz zwischen Produkten mit kommerziellem Fokus und Wohnimmobilienfonds. Während diese Differenz 2017 zeitweise noch über 20 Prozentpunkte betrug, ist sie mittlerweile auf zuletzt noch 12.6 Prozentpunkte gefallen.

Abb. 20: Renditedifferenz Immobilien zu Staatsanleihen

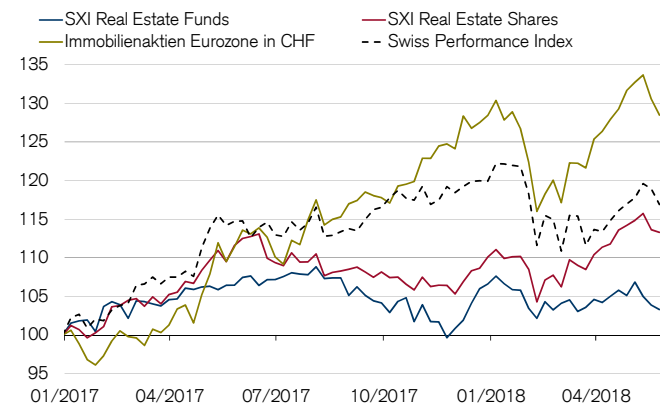
Immobilienanlagen: Ausschüttungsrendite; Renditedifferenzen in Basispunkten



Quelle: IAZI, Datastream, Credit Suisse

Abb. 21: Performance indirekte Anlagen

Gesamtperformance, Index: Januar 2017 = 100

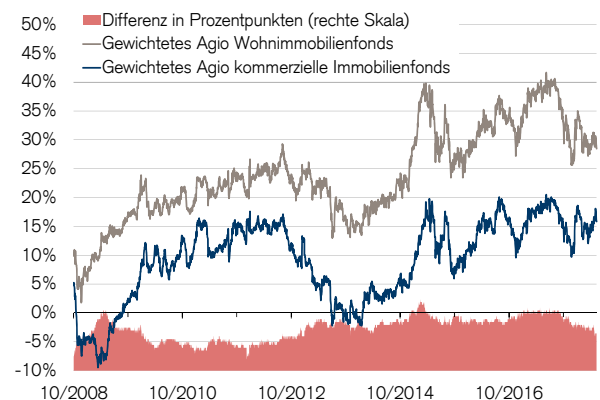


Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Datastream, Credit Suisse

Abb. 22: Agios Immobilienfonds nach Anlagefokus

Kotierte Schweizer Immobilienfonds



Quelle: Datastream, 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://research.credit-suisse.com/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, 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. Die darin enthaltenen Empfehlungen sind Auszüge und/oder Verweise auf zuvor veröffentlichte Empfehlungen von Credit Suisse Research. Bei Aktien bezieht sich dies auf die entsprechende Company Note oder das Company Summary des Emittenten. Empfehlungen für Anleihen sind dem entsprechenden Research Alert (Anleihen) oder dem Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland zu entnehmen. Diese Publikationen sind auf Wunsch erhältlich oder können von <https://investment.credit-suisse.com> heruntergeladen werden. Offenlegungen sind unter www.credit-suisse.com/disclosure zu finden.

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 Wertschriften 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 Anlagedienstleistungen 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. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Business Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. Zugehörige Finanzdienstleistungen oder -produkte werden ausschliesslich professionellen Kunden oder akkreditierten Anlegern gemäss der Definition der DFSA angeboten und sind nicht für andere Personen vorgesehen. 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) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. **DIFC:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt. Credit Suisse AG (DIFC Branch) verfügt über eine Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und steht unter deren Aufsicht. 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 Anlagedienstleister zugelassen ist. Die Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, wird von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution und der Autorité des Marchés Financiers überwacht und reguliert. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse AG Guernsey Branch, einer Zweigstelle der Credit Suisse AG (Kanton Zürich), mit Sitz in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, vertrieben. Credit Suisse AG Guernsey Branch wird zu 100% von der Credit Suisse AG gehalten und von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Exemplare der letzten Abschlüsse werden auf Wunsch bereitgestellt. **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 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, verteilt. **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 gegen eine 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 finanzmarktrechtlichen 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 ordnungsgemäss reguliert wird (QFC-Lizenz Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (wie von der QFCRA definiert) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem Nettvermögen von über QR 4 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. Aus diesem Grund dürfen andere Arten von Personen diese Informationen weder erhalten noch sich darauf verlassen. Da dieses Produkt/diese Dienstleistung nicht am Finanzplatz Katar registriert ist und von der QFCRA nicht beaufsichtigt wird, übernimmt die QFCRA keine Verantwortung für die Prüfung oder Verifizierung eines Prospekts oder anderer Dokumente in Zusammenhang mit diesem Produkt/dieser Dienstleistung. Aus diesem Grund hat die QFCRA diese Marketingunterlagen oder andere verbundene Dokumente nicht geprüft oder genehmigt oder Massnahmen getroffen, die in diesem Dokument dargelegten Informationen zu verifizieren, und ist dazu auch nicht verpflichtet. Anleger, die in dieses Produkt/diese Dienstleistung investieren, verfügen möglicherweise nicht über die gleichen Informationen, die sie zu einem am Finanzplatz Katar registrierten Produkt/einer am Finanzplatz Katar registrierten Dienstleistung erhalten würden.

Das Produkt/die Dienstleistung, auf das/die sich diese Marketingunterlagen beziehen, kann illiquid und/oder Gegenstand von Beschränkungen beim Wiederverkauf sein. Das Beschreiten des Rechtswegs in Bezug auf das Produkt/die Dienstleistung und die damit verbundenen Personen kann Beschränkungen unterliegen oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land ausserhalb des Finanzplatzes Katar erfolgen. Künftige Käufer dieses angebotenen Produkts/dieser angebotenen Dienstleistung sollten ihre eigenen Due-Diligence-Prüfungen zu dem Produkt/der Dienstleistung durchführen. Falls Sie den Inhalt dieser Broschüre nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater hinzuziehen. **Saudi-Arabien:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudi-arabischen Aufsichtsbehörde (Saudi Arabian Capital Market Authority) gemäss der Lizenz Nr. 08104-37 vom 23.03.1429 d. H. bzw. 21.03.2008 n. Chr. ordnungsgemäss zugelassen und beaufsichtigt ist. Der Sitz der Credit Suisse Saudi Arabia liegt in der King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi-Arabien. Website: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem Unternehmen, das bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragen ist, verteilt. **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. **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 und 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 © 2018 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

18C011A_IS

Weitere Publikationen der Credit Suisse



Monitor Schweiz 2. Quartal 2018

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

19. Juni 2018



Bauindex Schweiz 3. Quartal 2018

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

29. August 2018



KMU-Studie 2018

Die jährliche Studie befragt über tausend Schweizer KMU zu ihren Erfolgsfaktoren am Standort Schweiz. Der diesjährige thematische Fokus liegt auf der Wettbewerbsfähigkeit.

30. August 2018



Perspektiven regionaler Wirtschafts- räume: Kantone Thurgau und Schaffhausen

Die Regionalstudie befasst sich mit aktuellen Themen zur Wirtschaft der Kantone Schaffhausen und Thurgau.

26. September 2018



NAB Regionalstudie Aargau 2018

Die NAB Regionalstudie untersucht aktuelle Themen zur Aargauer Wirtschaft. Dieses Jahr steht die Arbeitswelt der Zukunft im Vordergrund.

25. Oktober 2018

Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.