

Immobilienanlagen: Angebliches Renditewunder entzaubert

Oft ist die Rede von einem unerklärlich guten Rendite-Risiko-Verhältnis bei Immobilienanlagen. Eine neue Studie hat dies anhand historischer Immobiliendaten untersucht und zeigt: Das viel gepriesene Renditewunder gibt es nicht. *Thies Lindenthal*

Abstract Wie hoch ist die langfristige Gesamrendite auf Mietwohnungen? Um diese Frage zu beantworten, verwendet eine aktuelle Studie umfangreiche historische Preis- und Mietdaten für Einzelimmobilien in Paris (1809–1943) und Amsterdam (1900–1979). Die Autoren schätzen daraus die inflationsbereinigte jährliche Gesamrendite, abzüglich aller Kosten und Steuern, auf 4 Prozent für Paris und 4,8 Prozent für Amsterdam. Gegenüber früheren Studien sind die so berechneten Renditen und Sharpe-Quotienten zur Berechnung der Überrendite wesentlich niedriger, das Investitionsrisiko allerdings höher. Dennoch: Die Investition in sogenanntes **Betongold** bleibt eine solide Anlage, sie ist aber nicht das in anderen Studien beschriebene Renditewunder.

«**K**auf Land, denn dieses wird nicht mehr nachproduziert.» Dieses Bonmot wird üblicherweise dem amerikanischen Schriftsteller Mark Twain zugeschrieben. Nach der Logik des Ausspruches unterscheidet sich Land, und damit auch Immobilien, fundamental von anderen Anlagemöglichkeiten – eine Sonderrolle, die angeblich zu aussergewöhnlich guten Invest-

mentrenditen führt. Doch von einem unerklärlich guten Rendite-Risiko-Verhältnis, einem «home risk premium puzzle»¹, kann keine Rede sein.

In einer kürzlich veröffentlichten Studie² zeige ich mit anderen Autoren, dass Wohn-

immobilien eine angemessene Kompensation für das Investitionsrisiko erwirtschaften – aber auch nicht mehr. Twain-Fans können trotzdem durchatmen: Es gibt keinen Beleg dafür, dass der obige Ausspruch tatsächlich vom Abenteuerautor stammt.

In unserer Studie entwickeln wir neue Indizes, welche die Nettorenditen für Wohnimmobilien sowohl aggregiert für den Gesamtmarkt als auch für einzelne Gebäude widerspiegeln. Als Datengrundlage dienen zwei neu zusammengetragene Datensätze zu Mieten, Kosten, Preisen und Steuern auf Einzelimmobilien in Paris (1809–1943) und Amsterdam (1900–1979). Alles in allem haben wir rund 170000 Einträge zu 40000 Häusern von Hand in Archiven erfasst und mit Daten aus weiteren, bereits existierenden Studien kombiniert.

Solide Anlage, aber kein Renditewunder:
Zwischen 1900 und 1979 betrug die Nettorendite von Wohnimmobilien in Amsterdam 4 Prozent.

¹ Siehe beispielsweise Jordà et al. (2019).

² Siehe Eichholtz, Korevaar, Lindenthal und Talleg (2021).



Unsere Auswertungen zeigen: In den langen Zeiträumen, die wir untersucht haben, war der Wertzuwachs der Immobilien vernachlässigbar klein und oft auch negativ. Den Löwenanteil der Gesamtrendite machten die Mieteinnahmen aus. Vermutlich nicht überraschend auch für heutige Vermieter: Die direkten Kosten für Unterhalt, Reparaturen, Verwaltung und Steuern waren erheblich und drückten die Nettorendite um rund ein Drittel.

Bescheidenere Rendite

Historisch betrug die Nettogesamtrendite von Wohnimmobilien in Paris zwischen 1809 und 1943, abzüglich aller Kosten und Steuern, gemittelt 6,3 Prozent pro Jahr. In Amsterdam hat die Investition in Wohnungen und Häuser zwischen 1900 und 1979 eine jährliche Rendite von 8 Prozent abgeworfen. Abzüglich der Inflation lagen die Nettorenditen in Paris bei 4,8 Prozent und in Amsterdam bei 4 Prozent (siehe *Abbildung 1*). Diese Erträge sind hoch volatil, wie Standardabweichungen von 8,6 Prozent und 10,3 Prozent verdeutlichen.

Die von uns ermittelten Renditen sind niedriger und risikoreicher als bisherige Schätzungen. So haben etwa andere Forscher für vergleichbare Zeiträume in den beiden Städten 1,4 bis 2,3 Prozentpunkte höhere und weniger volatile Renditen geschätzt.³ Als direkte Folge fallen die von uns berechneten Sharpe-Quotienten niedriger aus als in früheren Studien. Solche tiefen Quotienten sind allerdings keine französisch-niederländischen Einzelfälle. Evidenz für vergleichbar niedrige Erträge für Wohnimmobilien gibt es auch aus England.⁴

Anhand ihrer Sharpe-Quotienten lassen sich Wertanlagen mit unterschiedlichen Risikoprofilen vergleichen: Der Sharpe-Quotient misst die Überrendite eines Objekts, indem er den Zinssatz ins Verhältnis zu dessen Risiko (Volatilität) setzt. Ein höherer Quotient ist entsprechend attraktiv, bedeutet er doch eine bessere Rendite bei vergleichbarem Risiko. Doch wie die tatsächlich im Markt erzielten Renditen in unserer Studie zeigen, sind die Renditen auf Wohnimmobilien im Einklang mit anderen Anlageformen wie zum Beispiel Aktien, und die vermeintlich hohen, risikoarmen Erträge bleiben leider ein Mythos.

Wir hoffen, mit diesen neuen, in unseren Augen realitätsnäheren Ergebnissen auch zu Thomas Pikettys Vergleich von Kapitalerträgen und Wirtschaftswachstum beitragen zu können. Gemäss dem französischen Öko-

nomen übertrifft die Rendite aus Vermögen nämlich das Wirtschaftswachstum – und wir zeigen, dass zumindest für Wohnimmobilien das Ungleichgewicht nicht so gross wie befürchtet ist.

Bessere Datenlage

Doch was erklärt die grossen Unterschiede zu früheren Ergebnissen? In zwei Wörtern: bessere Daten. Traditionell wurden Ertrags-schätzungen von aggregierten Miet- und Preisindizes abgeleitet. Dieser Ansatz ist jedoch fehleranfällig, da die Preisdaten selten von denselben Immobilien stammen wie die Mietdaten.

Des Weiteren ist die Datenlage zu direkten Kosten und Immobiliensteuern oft lückenhaft, sodass nur pauschale Annahmen möglich sind. Für Amsterdam und Paris können wir hingegen Nettorenditen auf Hausebene ermitteln und daher die Vergleichbarkeit von Miet- und Preisdaten gewährleisten. Archivarbeit zahlt sich eben aus.

Sowohl in Paris als auch in Amsterdam beobachten wir eine grosse Bandbreite an Renditen: In beiden Städten grenzen wohlhaben-

de Stadtteile mit niedrigen Erträgen an weniger betuchte Gegenden, in denen die Erträge oft signifikant höher ausfallen. Diese räumlichen Unterschiede sind überraschend persistent und können nicht vollständig durch unterschiedliche Kostenstrukturen erklärt werden. Auch werden niedrige Mietrenditen in einem Stadtteil zumindest kurzfristig nicht durch höheres Wachstum der Preise ausgeglichen. Offensichtlich spiegeln stadtteil- oder hausspezifische Risikoprämien die unterschiedlichen Investitionsrisiken wider.

Meist kleine Hauseigentümer

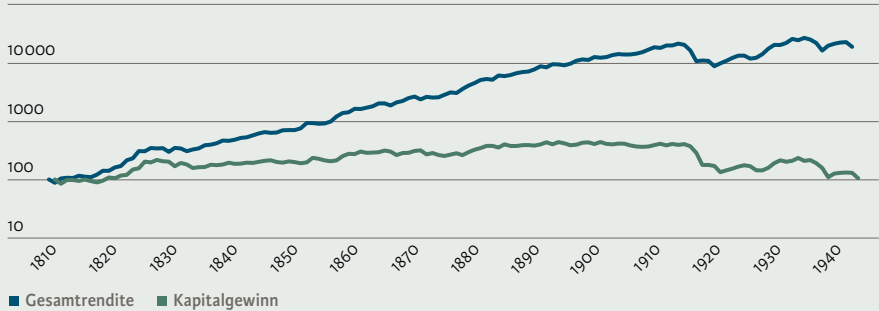
Aus diesen Gründen wäre es zu einfach, die Verteilung der Erträge auf einen Mittelwert zu reduzieren, insbesondere im Hinblick auf die Eigentümerstruktur am Hausmarkt. Denn nur ein kleiner Teil aller Wohnimmobilien wird von institutionellen Investoren gehalten. Die Mehrzahl der Eigentümer sind Eigen-nutzer oder Kleininvestoren ohne grosse Immobilienportfolios, die ihr Investitionsrisiko nicht nennenswert diversifizieren können.

Für sie ist das unsystematische, objekt-spezifische Risiko grösser als das Markt-

Abb. 1: Gesamtrendite für Wohnimmobilien in Paris und Amsterdam (inflationsbereinigt)

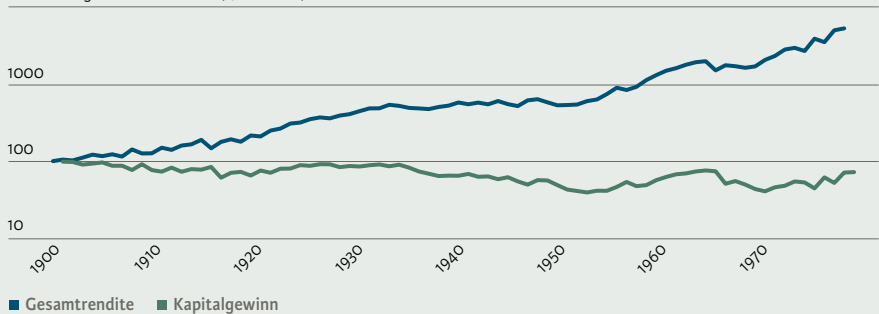
Paris (1809–1943):

100 000 Logarithmische Skala (1809 = 100)



Amsterdam (1900–1979):

10 000 Logarithmische Skala (1900 = 100)



Immobilienpreise steigen langfristig kaum an (grüne Linien). Dank der Mieteinnahmen lag die Gesamrendite (blaue Linien, kumuliert) jedoch inflationsbereinigt in Paris bei gemittelt 4,8 Prozent pro Jahr und in Amsterdam bei 4 Prozent. Diese Erträge sind hoch volatil, wie Standardabweichungen von über 8,5 Prozent verdeutlichen.

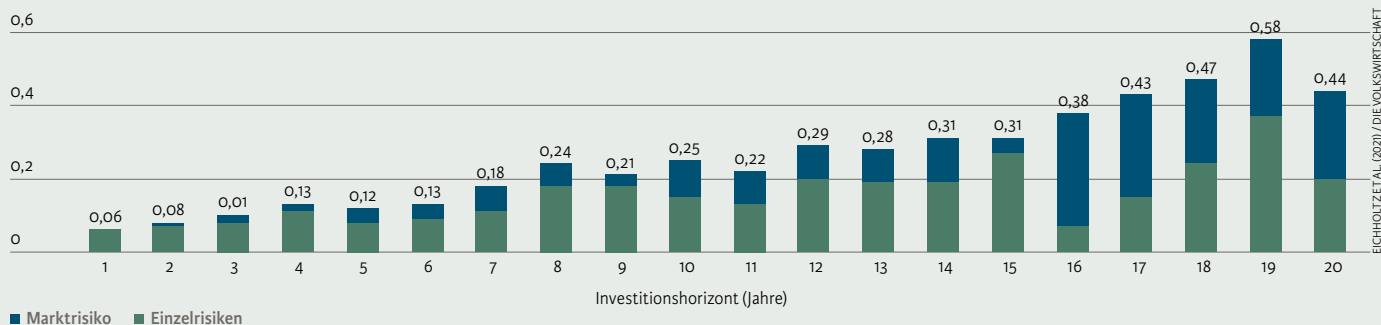
EICHHOLTZ ET AL. (2021) / DIE VOLKSWIRTSCHAFT

3 Siehe z. B. Jordà et al. (2019).

4 Chambers, Spaenjers und Steiner (2021).

Abb. 2: Marktrisiko und objektspezifisches Risiko bei Wohnimmobilien in Amsterdam (1900–1979)

0,8 Varianz



risiko, vor allem für kurze und mittlere Investitionszeiträume. Oder anders ausgedrückt: Wer nur ein Haus besitzt, für den sind Marktrisiken wie systematische Renditeschwankungen weniger bedeutend. Wichtiger sind spezifische Risiken wie die Ungewissheit, einen guten Käufer zu finden, mögliche Mietausfälle oder eine alternative Nutzung des Gebäudes. In Amsterdam betrug das Marktrisiko weniger als die Hälfte des Gesamtrisikos einzelner Häuser mit einem Investitionshorizont unter 15 Jahren (siehe *Abbildung 2*). Das Einzelrisiko tritt nur für sehr langfristige Investoren in den Hintergrund.

Zwei spannende Studien untersuchen zudem, ob die Kapitalgewinne für Gewerbe- und Wohnimmobilien einem sogenannten Random-Walk-Prozess folgen.⁵ Träfe dies zu, dann wäre der Ertrag in einem Investitions-

zeitraum nur die Verkettung zufälliger, nicht vorhersehbarer Schwankungen. Das objektspezifische Risiko stiege proportional zur Investitionsdauer. Beide Artikel zeigen aber deutlich, dass dies für Immobilien nicht der Fall ist.

Für Investoren ist allerdings die Gesamtrendite wichtiger als nur die Kapitalgewinne: Gemäss unserer Risikoanalyse von Mieten, Kosten und Preisen steigt das objektspezifische Risiko zwar mit der Investitionsdauer an – aber nicht linear. Ein Random-Walk-Prozess liegt nicht vor, und die Renditen sind zu einem gewissen Grad vorhersagbar.

Zurück zu unserer Studie. Sind historische Daten, wie wir sie verwendet haben, überhaupt relevant für moderne Märkte? Ich denke, ja: Unsere Untersuchung zeigt erneut, dass Mieten für die Gesamrendite wichtiger sind als Gewinne aus Kauf und Verkauf (siehe *Abbildung 1*). Renditen sollte man, wenn

möglich, auf Hausebene berechnen und nicht aus aggregierten Indizes ableiten. Auch wenn die Nettorendite deutlich unter der Bruttorendite liegt: «Betongold», wie man die Investition in Wohnimmobilien auch nennt, ist aus historischer Perspektive eine solide Anlage. Es ist aber nicht das Renditewunder, wie es in anderen Studien beschrieben wird.

**Thies Lindenthal**

Associate Professor for Real Estate Finance, Department of Land Economy, Universität Cambridge (UK)

⁵ Siehe Sagi (2020) und Giacoletti (2019).

Literatur

Chambers, D., C. Spaenjers, und E. Steiner (2021). The Rate of Return on Real Estate: Long-run Micro-level Evidence. *Review of Financial Studies*.

Eichholtz, P., M. Korevaar, T. Lindenthal, und R. Tallec (2021). The Total Return and Risk to Residential Real Estate, *The Review of Financial Studies*.

Giacoletti, M. (2019). Idiosyncratic Risk in Housing Markets. SSRN Working Paper no. 2995323.

Jordà, O., K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick, und A. M. Taylor (2019). The Rate of Return on Everything, 1870–2015. *Quarterly Journal of Economics* 134 (3), 1225–1298.

Sagi, J. S. (2020). Asset-level Risk and Return in Real Estate Investments. *The Review of Financial Studies*.