



Brown-out

Wenn Mitarbeiter die Lust am Job verlieren

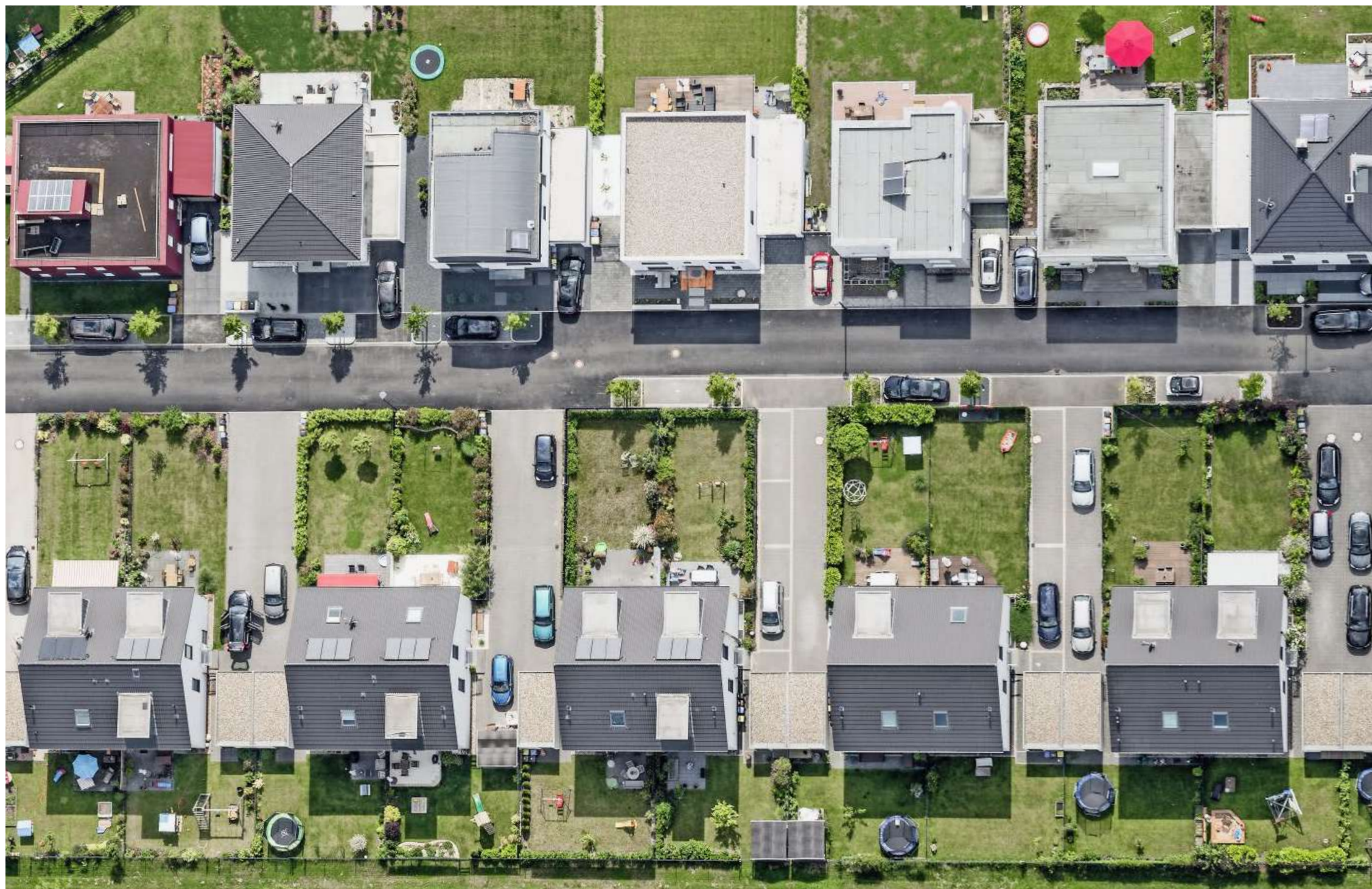
Arbeitswelt — 41

Stromanbieter

Jetzt geraten auch die Kleinen unter Druck

Marktöffnung — 39

SMI 8941 0,4% SPI 10200 0,3% STOXX50 3443 0,1% DAX 12142 -0,2% Dow Jones 21987 0,8% EUR/CHF 1.14 0,3% USD/CHF 0.96 0,8% Eidgenosse 10 J. -0,14% Brentöl 52.75 USD 0,6% Gold Fr./kg 41126 3,51% (im Wochenvergleich)



Rentiert sich: Investition in Wohnimmobilien

Fotos: Getty

Häuser bringen langfristig mehr Rendite als Aktien

Eine neue Untersuchung über die Anlagen der vergangenen eineinhalb Jahrhunderte liefert überraschende Resultate

Armin Müller

Zürich Zehn Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise sind die Zinsen immer noch extrem tief. Die Anleger treiben auf der Jagd nach Rendite die Bewertungen von Aktien und Anleihen auf Rekordwerte. Besorgte Finanzexperten warnen vor Übertreibungen und haben Angst vor einem Börsencrash. Die Überbewertungen seien heute grösser als vor zehn Jahren. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis bei US-Aktien beträgt gemäss Nobelpreisträger Robert Shiller über 30 und liegt damit deutlich über dem

Niveau von 2007, als die weltweite Finanzkrise ausbrach.

In dieser Situation wartet eine neue Untersuchung mit spannenden Ergebnissen auf. Die Ökonomen Oscar Jordà, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick und Alan M. Taylor haben einen einzigartigen Datenbestand zusammengetragen und daraus die Renditen der wichtigsten Kapitalanlagen für 16 Industrieländer von 1870 bis 2015 berechnet. Noch nie gab es eine derart umfassende Analyse von historischen Renditen von Geldmarktpapieren, Staatsanleihen, Aktien und Immobilien.

Das Ökonomen-Quintett aus Deutschland, Grossbritannien und den USA gelangt zu überraschenden Erkenntnissen. So befinden sich die Zinsen derzeit historisch betrachtet nicht auf einem Tiefstand, und Phasen mit Negativzinsen gab es auch schon früher immer wieder.

Das höhere Risiko von Aktien wird schlecht abgegolten

Die – selbst für Finanzmarktexperten – überraschendste Erkenntnis jedoch ist, dass langfristig nicht wie bisher angenommen Aktien, sondern Wohnliegenschaften am

besten rentierten. Über beinahe 150 Jahre erzielten sie eine reale, also um die Inflation bereinigte Rendite von jährlich 7,9 Prozent im Durchschnitt der 16 untersuchten Länder. Das sind neben der Schweiz Australien, Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Grossbritannien, Italien, Japan, die Niederlande, Norwegen, Portugal, Schweden, Spanien und die USA.

Die Rendite von Wohnimmobilien setzt sich zusammen aus Verkaufsgewinnen und Mieteinnahmen, wobei Letztere viel stabilere Erträge liefern. Im Durch-

schnitt steuerten sie über die lange Frist etwa die Hälfte zur Gesamtrendite bei. Aktien rentierten seit 1870 mit durchschnittlich 7 Prozent knapp einen Prozentpunkt weniger. Das ist erstaunlich, widerspricht es doch einer grundlegenden Annahme der modernen Bewertungsmodelle: Ein grösseres Risiko sollte über die lange Frist auch mit mehr Rendite belohnt werden. Aktien sind bekanntermaassen riskante Anlagen – deutlich riskantere als Immobilien. Über die vergangenen 150 Jahre

Fortsetzung — 36

Fortsetzung

Häuser bringen langfristig ...

wechselten sich an den Börsen Boom- und Crash-Phasen ab. So erzielten Aktien über ein Jahrzehnt real bis zu 16 Prozent jährliche Rendite, in einem schlechten Jahrzehnt verloren sie aber auch bis zu 4 Prozent jährlich.

Wohnimmobilien zeichneten sich dagegen seit dem Zweiten Weltkrieg durch bemerkenswert stabile Renditen aus. In den vergangenen fünfzig Jahren bewegten sich die Renditen von Aktien und Immobilien nicht mehr in die gleiche Richtung. In den vergangenen zwanzig Jahren bewegten sich zudem die Aktienrenditen über alle Länder weitgehend in die gleiche Richtung.

Eine internationale Streuung des Aktienportfolios vermochte also das Risiko nur wenig zu senken. Nicht so bei den Immobilienrenditen; sie entwickelten sich von Land zu Land recht unterschiedlich. Die Erkenntnis daraus: Wohnimmobilien eignen sich gut zur besseren Streuung des Risikos.

Negativzinsen sind nichts Aussergewöhnliches

Länder, die von den beiden Weltkriegen stark in Mitleidenschaft gezogen wurden, weisen schwächere reale Aktienrenditen auf, beispielsweise Belgien, Frankreich und Japan. In Frankreich drückte zudem die Verstaatlichungswelle nach dem Zweiten Weltkrieg stark auf die Aktienrenditen.

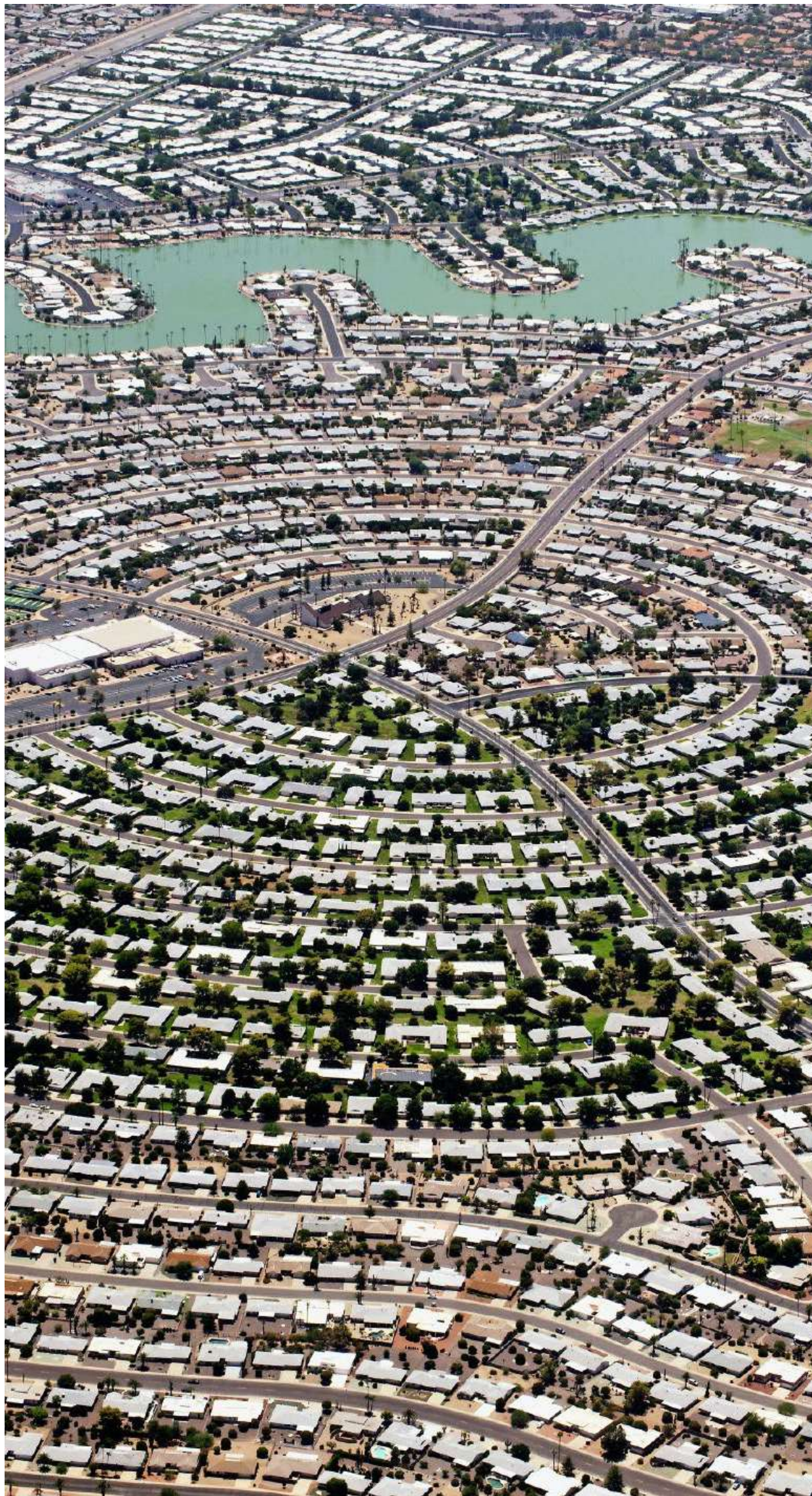
Nicht in allen Ländern schlugen Immobilien die Aktien. In der Schweiz rentierten Aktien über den gesamten Untersuchungszeitraum seit 1870 mit real 6,6 Prozent pro Jahr ähnlich gut wie der Durchschnitt der 16 Länder, die Liegenschaften dagegen blieben mit 5,8 Prozent hinter dem inter-

Die sogenannten sicheren Staatsanleihen erwiesen sich als alles andere als stabil

nationalen Durchschnitt zurück. Noch tiefer lag die langfristige Rendite auf Immobilien in Spanien und Italien. Seit 1980 sieht das Bild für die Aktien in den meisten Ländern besser aus, allerdings auf Kosten einer weit höheren Schwankungsbreite. Berücksichtigt man jedoch das deutlich höhere Risiko von Aktienanlagen, waren Immobilien in allen Ländern über die lange Frist profitabler als Aktien.

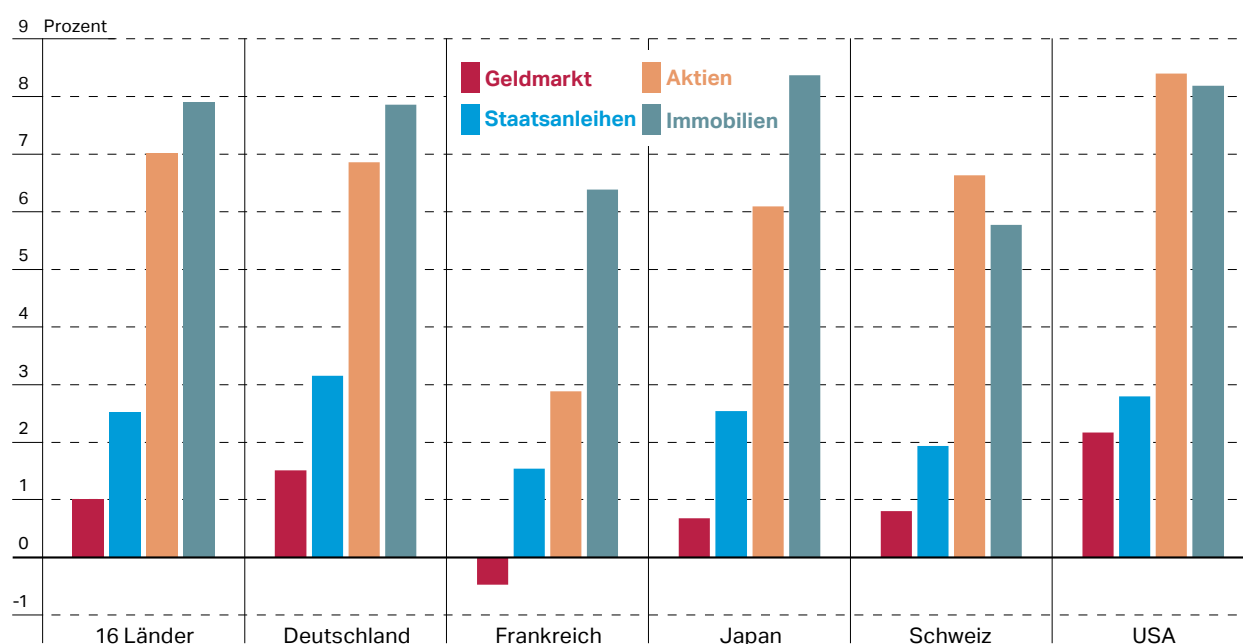
Aufschlussreich sind auch die Erkenntnisse betreffend festverzinslicher Anlagen. Die Forscher untersuchten dazu die Renditen von langfristigen Staatsanleihen und von Geldmarktanlagen in Form von Treasury Bills, kurzfristiger Schuldverschreibungen des Staates zwecks Kreditaufnahme. Auch diese sogenannten sicheren Anlagen erwiesen sich als alles andere als stabil, wie die historische Betrachtung zeigt. Ihre realen Renditen schwankten erstaunlich stark über die Zeit, zu manchen Zeiten gar stärker als die Aktienrenditen.

Nicht nur in den beiden Weltkriegen, sondern auch in den Inflationsphasen und Wachstumsphasen der 1970er- und 1980er-Jahre tauchten die Renditen der kurz- und langfristigen Staatsanleihen in den negativen Bereich. Sehr tiefe und sogar negative reale Zinsen, über die derzeit ausdau-



Vertrauen in Eigenheime, wenn auch die Dichte sehr hoch ist: Phoenix, USA

Reale Renditen 1870 bis 2015



Soz.mav; Quelle: Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database

ernd und heftig debattiert wird, sind also im historischen Vergleich nichts Aussergewöhnliches.

Die reale Rendite über alle 16 Länder und die ganzen beinahe 150 Jahre beträgt bei den Geldmarktanlagen im Schnitt 1 Prozent, bei den langfristigen Staatsanleihen 2,5 Prozent. In manchen Ländern war der Durchschnitt der realen Geldmarktrenditen gar andauernd negativ. So in Frankreich seit 1870 und in Norwegen, Portugal und Spanien von 1950 bis 2015. Die derzeit überall

Banken sollten weniger auf intransparente, teure strukturierte Produkte setzen

beklagten tiefen Zinsen markieren denn auch nicht historische Tiefstände. «Das Rätsel ist eher, warum der sichere Zins Mitte der 1980er-Jahre so hoch war und nicht, warum er seither gefallen ist», stellen die Forscher fest.

Erstaunlicherweise schwankten die Renditen für riskante Anlagen im Zeitablauf weniger als jene für sichere. Das hat Folgen für die Risikoprämie, den Renditezuschlag, den Anleger dafür verlangen, dass sie riskante Anlagen wie Aktien statt sichere wie Staatsanleihen halten. Diese Risikoprämie, der Renditeunterschied zwischen Aktien oder Immobilien und den mehr oder weniger risikolosen Staatsanleihen, blieb in Friedenszeiten mehrheitlich stabil, bei etwa 4 bis 5 Prozent. Nur in den 1950ern bis Anfang der 1970er-Jahre lag sie sehr viel höher.

Das war die Zeit des Wirtschaftswunders und gleichzeitig eine Phase gänzlich ohne Finanzkrisen. Diese Beobachtung scheint Theorien zu bestätigen, wonach in Zeiten unterschätzter Risiken, wenn also die Risikoprämien sehr tief sind, die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen steigt.

Privatanleger stossen beim Kauf von Immobilien an Grenzen

Angesichts der seit dem Ausbruch der Finanzkrise vor zehn Jahren stark gesunkenen Zinsen und den steigenden Aktien- und Immobilienmärkten könnte man erwarten, dass heute die Risikoprämie im historischen Vergleich sehr hoch sein müsste. Die Daten der Forscher zeigen jedoch etwas anderes: Die Risikoprämie bewegt sich nahe am historischen Durchschnitt.

Die Untersuchung zeigt, dass sich die Diversifikation in riskantere Anlagen, vor allem Wohnliegenschaften, über die lange Frist lohnt. Der normale Anleger stösst dabei jedoch auf ein Problem. Aktien werden an liquiden Märkten gehandelt und können deshalb jederzeit gekauft und verkauft werden. Die Risikostreuung ist damit auch für Privatanleger gut möglich. Bei Liegenschaften ist das nicht so einfach. Private kaufen ein Haus in der Regel, um selber darin zu wohnen. Der Kapitaleinsatz ist entsprechend hoch, das Risiko lässt sich so nicht diversifizieren.

Es ist für den Durchschnittsanleger deshalb sehr viel schwieriger, sein Vermögen mit Immobilien zu diversifizieren, als in ein breit gestreutes Aktienportfolio zu investieren. Damit sind die Banken gefordert. Wollen sie ihren Kunden wirklich helfen, sollten sie weniger auf undurchsichtige und teure strukturierte Produkte setzen und stattdessen liquide, diversifizierte Portfolios von Wohnimmobilien aufbauen, in welche ihre Kunden investieren können.