

## Wohnimmobilien ohne Glanz

Wertentwicklung in Deutschland ernüchternd trotz Niedrigzins / Gastbeitrag von Gerd Kommer

Die Märkte für Finanzanlagen durchlaufen Moden – genauso wie die Märkte für Textilien. Seit dem 18. Jahrhundert, als die modernen Finanzmärkte entstanden, jagen Anleger diesen Moden hinterher. Investmentmoden können nationalen oder internationalen Charakter haben. Die in Deutschland vorläufig letzte Investmentmode ist das gute, alte Eigenheim.

Das typische Modemuster entwickelt sich so: Eine Assetklasse beginnt gut zu laufen. Wenn der „Run“ etwa drei Jahre gedauert hat, gewinnt er die Aufmerksamkeit von Finanzmedien und Anlegern und wird zur „Mode“. An diesem Punkt springt die breite Anlegermasse, vor allem Privatanleger, auf den bereits mit ordentlicher Geschwindigkeit fahrenden Zug – das Einstiegsniveau liegt bereits über der historischen Norm. Die möglichen Folgen für Rendite und Risiko sind bekannt. Die deutsche „Eigenheimmania“ ist deshalb Anlass genug, einen Schritt zurückzutreten und einen leidenschaftslosen



Wer sein Eigenheim als lukrative Geldanlage betrachtet, ist oft viel zu optimistisch. Das zeigen die Fakten.

Blick auf die langfristigen historischen Renditen von Wohnimmobilien, speziell Eigenheimen, zu werfen.

### Hohe Transaktionskosten

Die Rendite eines Eigenheims ergibt sich aus fünf Komponenten:

- anfänglicher Eigenkapitaleinsatz
- Wertsteigerung
- Instandhaltungskosten
- Kapitaldienst einer etwaigen Fremdfinanzierung
- eingesparte Bruttomiete

In der Regel sind Eigenheime fremdfinanziert. Daneben fallen bei Kauf und Verkauf Transaktionskosten an. Bei Wohnimmobilien sind diese rund 10- bis 20-mal so hoch wie bei Kapitalmarktanlagen. Bei Wertsteigerungsgewinnen ist zu beachten, dass diese bei Eigenheimen steuerfrei sind, sofern der Verkäufer nachweist, dass er die Immobilie in den vorangegangenen zwei Jahren als Eigenheim nutzte. Die eingesparte Miete wird in Deutschland, anders als in mehreren Ländern Westeuropas, wie die Schweiz und die Niederlande, nicht besteuert.

### Welche Rendite zu erwarten ist

Anleger interessieren sich vor allem für zukünftige Renditen. Doch Ausgangspunkt für jede Prognose sind historische Daten. Leider besteht bezüglich Wohnimmobilien selbst unter „Immobilienexperten“ eine schockierende Geschichtslücke. Diese ist bei Immobilien noch beängstigender als bei Aktien, Anleihen, Edelmetallen und Rohstoffen.

In diesem Kontext zeigt die Tabelle auf Seite 5 die inflationsbereinigten Wertsteigerungen sowie einige einfache Renditekennzahlen von Wohnimmobilien im Zeitraum 1970 bis 2014, also über 45 Jahre, für 15 westliche Länder (per Internetlink ist die gesamte Tabelle abrufbar). Recht deutlich ist zu erkennen, dass sowohl die historischen Wertsteigerungen als auch die Risiken weniger attraktiv sind, als das, was viele Berater und die Mehrheit aller Häuslebauer für die Zukunft unterstellen.

### Realer Wertverlust trotz Immobilienboom

In den 45 Jahren von 1970 bis 2014 lag die inflationsbereinigte Wertsteigerung in den betrachteten 15 Ländern zwischen negativen -0,2 Prozent p.a. in Deutschland und Japan auf der einen Seite und 2,5 Prozent p.a. in Großbritannien auf der anderen. Im bevölkerungsgewichteten Schnitt aller Länder ergibt sich ein Wert von 0,8 Prozent p.a.

Die durchschnittliche Wohnimmobilie in Deutschland verlor von Anfang 1995 bis Ende 2009 real 30 Prozent an Wert, die maximale Periode ohne Wertsteigerung erstreckte sich auf 34 Jahre, von 1981 bis heute. Inflationsbereinigt war die durchschnittliche deutsche Wohnimmobilie Ende 2014 – nach fünf Jahren „heißem“ Immobilienboom – immer noch 21 Prozent weniger wert als 1981.

In der „stabilen“ Schweiz betrug der maximale kumulative Preisrückgang 36 Prozent. Für Österreich lag die jährliche Wertsteigerung von 1987 bis 2014 mit real 2,6 Prozent p.a. im internationalen



### Wer jetzt noch kauft ...

Die durchschnittliche deutsche Wohnimmobilie verlor von Anfang 1995 bis Ende 2009 real 30 Prozent an Wert, und die maximale Periode ohne jegliche Wertsteigerung erstreckte sich auf 34

Jahre, von 1981 bis heute. Das heißt im Klartext: Inflationsbereinigt war die durchschnittliche deutsche Wohnimmobilie Ende 2014 – nach fünf Jahren „heißem“ Immobilienboom – immer noch 21 Prozent weniger wert als 1981.

Ein böses Erwachen nach der Eigenheimparty lässt sich nur vermeiden, wenn der Anleger

- kein überbewertetes Objekt erwirbt (konservativ kalkulierte Mietrendite: mindestens 4,5 Prozent, besser 5 Prozent),
- genügend Eigenkapital einsetzt (mindestens 40 Prozent und soweit vorhanden am besten 100 Prozent) und
- sich, soweit Fremdmittel notwendig sind, eine Zinsbindung über 20 Jahre sichert.

Fremdmittel sind derzeit zu außerordentlich niedrigen Konditionen zu haben. Wer diese Bedingungen nicht erfüllen kann, bleibt vorerst besser Mieter und investiert in ein passives, global diversifiziertes Weltportfolio aus Aktienindexfonds und Anleihen. Honorarberater sind in einer guten Position, einen Anleger hierbei zu unterstützen.

Gerd Kommer

## Blick in die Geschichte

Generell lässt sich sagen, dass inflationsbereinigte Wertsteigerungen von Wohnimmobilien in den ersten zwei Dritteln der vergangenen 130 Jahre ab 1880 (seit ausreichend Daten für mehrere Länder vorliegen) deutlich niedriger waren als im letzten Drittel. In den ersten zwei Dritteln gab es im Wesentlichen überhaupt keine reale Wertsteigerung. Ob die verschiedenen „strukturellen Rückenwinde“, die für den Wertsteigerungsschub bei Wohnimmobilien ab etwa 1965 verantwortlich waren, auch in der Zukunft helfen werden, kann man in Frage stellen. Zu diesen Rückenwinden gehören u.a. die Einführung beträchtlicher Steuervorteile nach dem 2. Weltkrieg für Eigenheiminvestitionen in vielen Ländern, darunter auch Deutschland, die Reduzierung von Mietpreiskontrollen, der wirtschaftsgeschichtlich in seiner Stärke und Länge wohl einmalige Zinssenkungstrend ab Anfang der achtziger Jahre bis heute. Heute dagegen sind die einkommensteuerlichen und erbschaftsteuerlichen Vorteile von Eigenheimen wohl eingepreist und damit renditeunwirksam.

Quelle: Knoll, Schularick, Steger (2014/2015): „No Price Like Home: Global House Prices, 1870–2012“; Centre for Economic Policy Research. > [Im Internet](#)

Vergleich weit oben. Doch die Aussagekraft der österreichischen Zahlen ist eingeschränkt, weil die Datenserie nur die letzten 28 Jahre umfasst und davon die erste Hälfte sich nur auf Wien bezieht. Sie ist damit zu kurz, um verlässliche Aussagen daraus ableiten zu können. Außerdem sind diese 28 Jahre beinahe deckungsgleich mit dem in der Infobox oben erwähnten Zinssenkungstrend, der den Immobilienpreisen Rückenwind brachte.

## Verlustrekorde

Im Betrachtungszeitraum betrug der Durchschnitt des maximalen kumulativen Verlusts inflationsbereinigt 37 Prozent. Spitzenreiter in dieser Negativstatistik sind Japan mit –55 Prozent (1975), Südafrika mit –53 Prozent (1996) und die Niederlande mit –47 Prozent (1985). Selbst im nach dieser Kennzahl „risikoärmsten“ Land in der Tabelle, Frankreich, betrug der maximale Verlust noch –16 Prozent. Diese maximalen Drawdowns sind aber noch deutlich milder als die entsprechenden Werte in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts.

Auch Ende 2014, acht Jahre nach Beginn der im US-amerikanischen Wohnimmobiliensektor ausgelösten globalen Finanzkrise, lagen die durchschnittlichen realen Immobilienpreise in 13 der hier gezeigten 15 Länder noch unter ihrem früheren Höchststand. In der Mehrzahl der Länder wurde der Höchststand um das Jahr 2007 gemessen.

## Das Einzelrisiko ist noch höher

In Bezug auf Rendite und Risiko kann man an dieser Stelle einwenden, dass Wertsteigerungen allein

kein hinreichender Maßstab für Immobilienrenditen und damit auch für Immobilienrisiken sein können. Dieser Einwand ist berechtigt. Für mein im Januar 2016 in zweiter Auflage erscheinendes Buch „Kaufen oder mieten?“ habe ich historische Eigenheimrenditen für Deutschland von 1970 bis Ende 2015 berechnet. Dazu sei bereits jetzt angemerkt: Die oben genannten Wertsteigerungsraten dürften das tatsächliche Risiko von Eigenheiminvestitionen eher unter- als überzeichnen, obwohl sie keine Nettomietrenditen enthalten (= Bruttomietrendite abzüglich Instandhaltungskosten). Warum?

- Einzelimmobilien schwanken im Wert viel stärker als die hier gezeigten Indexzahlen, die ein diversifiziertes Portfolio aus mehreren tausend oder hunderttausend Einzelobjekten repräsentieren. Die typische Einzelimmobilie dürfte bis zu doppelt so starke Wertschwankungen aufweisen wie ein nationaler Immobilienindex.
- Die Indexzahlen enthalten keine Transaktionskosten. Diese sind gerade bei Immobilien hoch.
- Die meisten Eigenheime sind gehebelte Investments, da sie zumindest teilweise mit Fremdkapital finanziert werden. In Deutschland werden anfänglich meist rund 75 Prozent Fremdkapital eingesetzt. Dieser Fremdkapitalanteil wird über 20 bis 30 Jahre allmählich auf null zurückgeführt. Sinkt der Wert einer Immobilie um 10 Prozent, entspricht das bei einem 75-prozentigen Fremdkapitalanteil einem Verlust von 40 Prozent auf das eingesetzte Eigenkapital. Bedenkt man darüber hinaus, dass die Kaufkosten einer Wohnimmobilie ohne weiteres 10 Prozent erreichen können, dann erfährt mancher Eigenheimbesitzer am Tag nach der Kaufvertragsunterzeichnung einen 40-prozentigen Eigenkapitalverlust.
- Bruttomietrenditen werden üblicherweise überschätzt, Instandhaltungskosten unterschätzt.

Zusammengenommen ergibt das Nettorenditeschätzungen aus „Alice im Wunderland“. Aus Platzgründen kann ich diese verbreiteten Fehlschätzungen hier nicht näher darstellen. An dieser Stelle soll ein knapper Hinweis auf die vom Analyseunternehmen Bulwiengesa ermittelte historische Bruttomietrendite für Eigentumswohnungen in Deutschland von 1975 bis 2014 genügen: Diese betrug lediglich 3,9 Prozent p.a. – meilenweit weg von den 5 Prozent bis 7 Prozent, die Makler und Berater oft in Immobilienrenditeprognosen ansetzen.

## Es gibt Ausnahmen. Gibt es die?

Angesichts dieser ernüchternden Zahlen bringen Eigenheimbesitzer oft das Argument: „Mag ja alles zutreffen, aber meine spezielle Immobilie ist eine positive Ausnahme.“ Doch diese Aussage steht auf wackeligen Beinen. Denn wie bei Aktienfonds muss es für jede überdurchschnittliche Immobilie unterdurchschnittliche geben, also eine Wertsteigerungsrate, die noch schlechter ist als die hier ausgewiesenen.

Und jene unter uns, die – wie sich vielleicht nach 20 Jahren herausstellt – in ein Eigenheim mit unterdurchschnittlicher Wertsteigerung investierten, taten das nicht mit Absicht.

## Vorsicht Mode!

Wie bei Investmentmoden in der Vergangenheit, ob es die „New Economy“ ab 1996, Gold ab 2009 oder Chinaaktien ab 2012 waren, könnte auch bei Wohnimmobilien eine Ernüchterung bei Anlegern folgen, die zu spät auf den fahrenden Zug aufgesprungen sind. Honorarberater sollten aufklären.

Gerd Kommer, Buchautor und Finanzanalyst

**Eigenheime steigen kaum im Wert** (Jährliche inflationsbereinigte Wertsteigerung in lokaler Währung und ausgewählte Risikokennzahlen von Wohnimmobilien in Deutschland und im Durchschnitt von 15 Ländern, 1970–2014<sup>1)</sup>)

	Deutschland	Gewichteter Durchschnitt <sup>2)</sup>
<b>Reale Preissteigerung p.a.</b>		
1970 bis 2014 (45 Jahre)	-0,2%	0,8%
1970 bis 1984 (15 Jahre)	0,2%	0,9%
1985 bis 1994 (10 Jahre)	0,2%	0,5%
1995 bis 2004 (10 Jahre)	-1,7%	3,1%
2005 bis 2014 (10 Jahre)	0,2%	-1,1%
<b>Risikokennzahlen</b>		
Maximaler realer kumulierter Drawdown	-30%	<sup>3)</sup> -37%
Längste „Nullsteigerungsperiode“ in Jahren	34 Jahre	20 Jahre
Anteil der Jahre mit negativer Preisentwicklung	56%	48%
Ende 2014 im Vergleich zum bisherigen Maximum	-21%	-26%

<sup>1)</sup> Die kompletten Daten und weitere Anmerkungen für alle 15 Länder finden Sie hier: > [Im Internet](#)  
<sup>2)</sup> Einzelländer gewichtet mit Bevölkerungsanteil an der Gesamtbevölkerung aller 15 Länder.  
<sup>3)</sup> Im Jahr 2009.

Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Bulwiengesa, Europace, Gerd Kommer.