

GERD KOMMER
INVEST GMBH

Dr. Gerd Kommer, LL.M.

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Wie gut rechnet sich die selbstbewohnte Immobilie? Ein unromantischer Blick auf historische Daten, ökonomische Logik und altbekannte Binsenweisheiten in der Schweiz, Deutschland und anderen Ländern

Finanzplaner Verband Schweiz

Herbsttagung in Zürich

25.10.2019

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Buchveröffentlichungen von Dr. Gerd Kommer



2016 (2. Aufl.)



2017 (1. Aufl.)



2018 (5. Aufl.)



2019 (1. Aufl.)

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Motive/Gründe für den Erwerb einer selbstgenutzten Wohnimmobilie

- ❑ Kauf einer selbstgenutzten Immobilie ("SN-Immo") stets und unvermeidlich Kombination aus zwei Motiven: Investment- und Lifestyle (Konsum)
- ❑ Wirtschaftliche Motive dominieren in Meinungsumfragen eindeutig (Achtung: Framing)
- ❑ Meine persönliche Vermutung: Vor allem SN-Immo-Besitzer, die wissen/spüren, dass sie Geld in den Sand gesetzt haben, betonen ex post die Dominanz "emotionaler Gründe". Auch die Immo-Branche hat ein Interesse, Lifestyle- und emotionale Motive zu in den Vordergrund zu stellen

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Rentabilität selbstgenutzter Immobilien wird allgemein überschätzt

→ Warum?

- ... weil die Immo-Branche kein Interesse an der Veröffentlichung objektiver Zahlen hat
- ... weil auch die Wirtschaftswissenschaft hierzu fast nichts veröffentlicht
- ... weil die Datenmaterie für Journalisten zu komplex ist
- ... weil SN-Nutzer und Mieter (a) nicht nachrechnen wollen, (b) es nicht können oder (c) bei ihnen Wunschdenken (hohe SN-Renditen) besteht

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Die Homeownership Ratio der Schweiz dürfte weltweit am niedrigsten sein

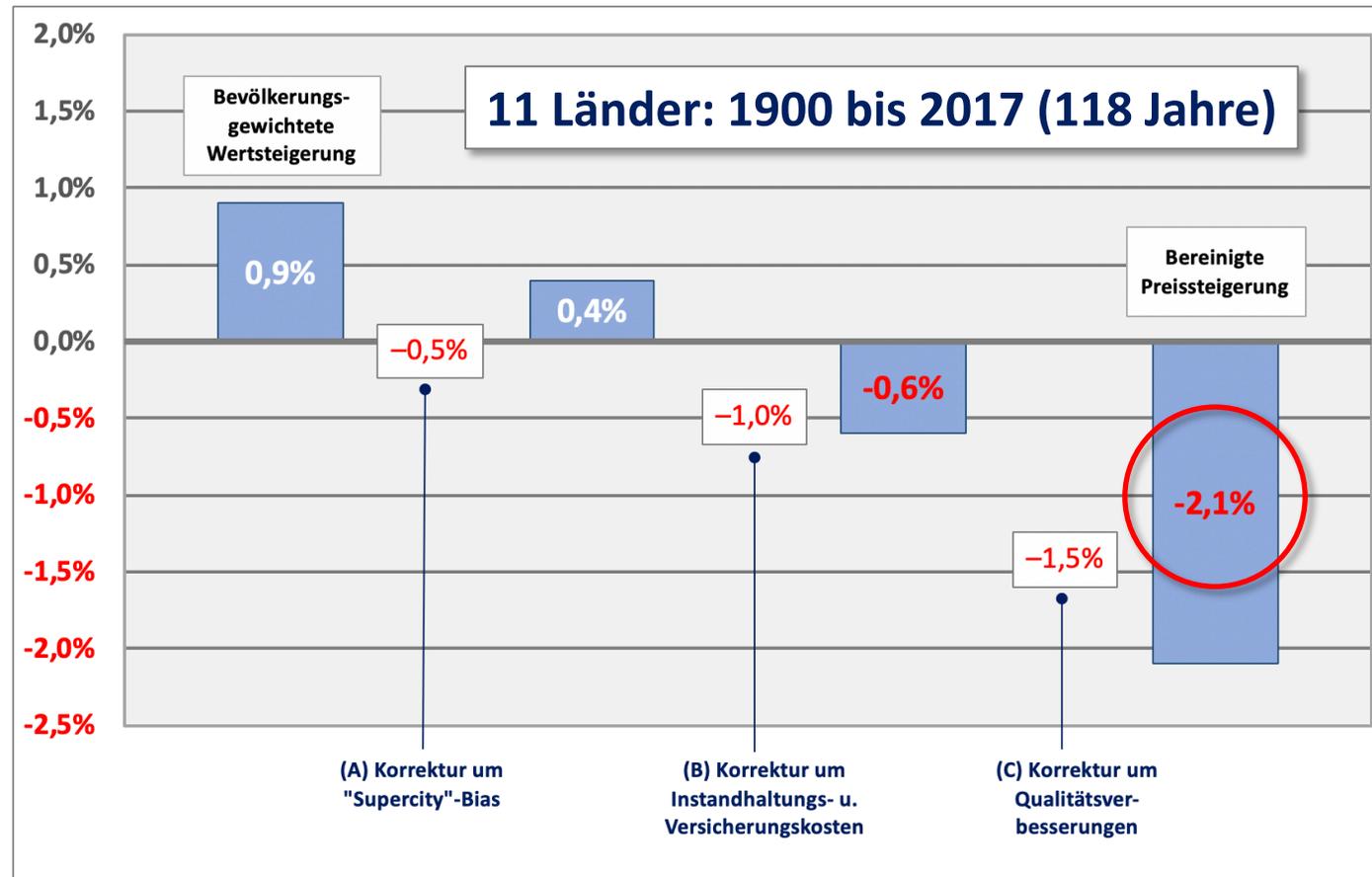
Staat	HOS-Ratio
Rumänien	96%
Indien	87%
Russland	84%
Polen	84%
Mexiko	80%
Spanien	78%
Griechenland	74%
Schweden	71%
Frankreich	65%
USA	65%
Japan	62%
Österreich	55%
Deutschland	52%
Switzerland	43%

- ❑ Arme Länder haben höhere HOS-Ratios als reiche Länder
- ❑ Niedrige HOS-Ratio der Schweiz könnte ein Zeichen für die hohe Rationalität der Schweizer sein

► Quelle: Wikipedia / "HOS" = Home Ownership Ratio

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Inflationsbereinigte langfristige Preiststeigerung p.a. von Wohnimmobilien



▲ Quelle: Dimson/Marsh/Staunton, 2018, S. 78. ▲ 11 Länder: Australien, UK, Finnland, Dänemark, Frankreich, Belgien, Niederlande, Norwegen, Schweden, Schweiz, USA. ▲ Durch-schnitt der Lokalwährungswerte. ▲ Ohne Leverage. ▲ Ohne Transaktionskosten (Kauf/Verkauf), ohne Bruttomietrendite, ohne Steuern.

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

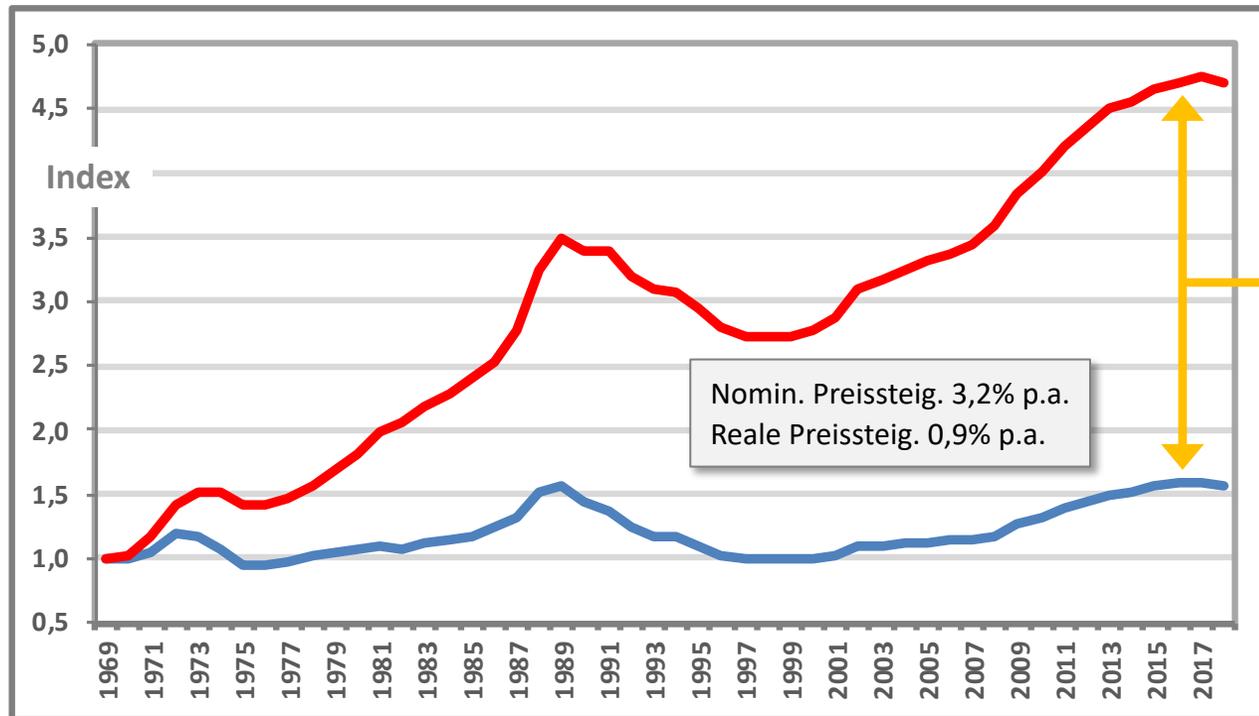
Inflationsbereinigte Preissteigerung von Wohnimmobilien 1970 bis 2018 (49 J.)

Reale Preissteigerung p. a.	Gew. Ø 13 Länder	CH	DE	AT
1970 – 2018 (49 J.)	1,4%	0,9%	0,2%	n.v.
1970 – 1979 (10 J.)	2,4%	0,5%	1,1%	n.v.
1980 – 1989 (10 J.)	1,8%	4,1%	-1,0%	n.v.
1990 – 1999 (10 J.)	-0,2%	-4,5%	-0,6%	2,6%
2000 – 2009 (10 J.)	1,7%	2,5%	-1,7%	-0,2%
2009 – 2018 (9 J.)	1,3%	2,4%	3,9%	3,9%

► Quelle: BIS Basel, eigene Berechnungen. ► Ohne Kosten, Steuern und Mietrendite. ► Zugrundeliegende Zahlen für die einzelnen Länder sind geometrische Durchschnitte in lokaler Währung. Gesamtzahl für alle 13 Länder nach Bevölkerungsgröße gewichtet. ► Die 13 Länder umfassen: Deutschland, Schweiz, Österreich, Niederlande, Frankreich, Italien, Spanien, Großbritannien, Schweden, USA, Australien, Japan, Südafrika (AT im Zeitraum 1970 bis 2018 nicht berücksichtigt). ► Daten für AT: Von 1987 bis einschl. 2000 nur Wien, danach Gesamt-AT. ► **Daten enthalten keine der in Folie 5 gezeigten Korrekturen. Sie dürften deswegen eher zu hoch ausgewiesen sein.**

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Preissteigerung Schweizer Wohnimmobilien mit und ohne Inflation 1970 bis 2018 (49 Jahre)

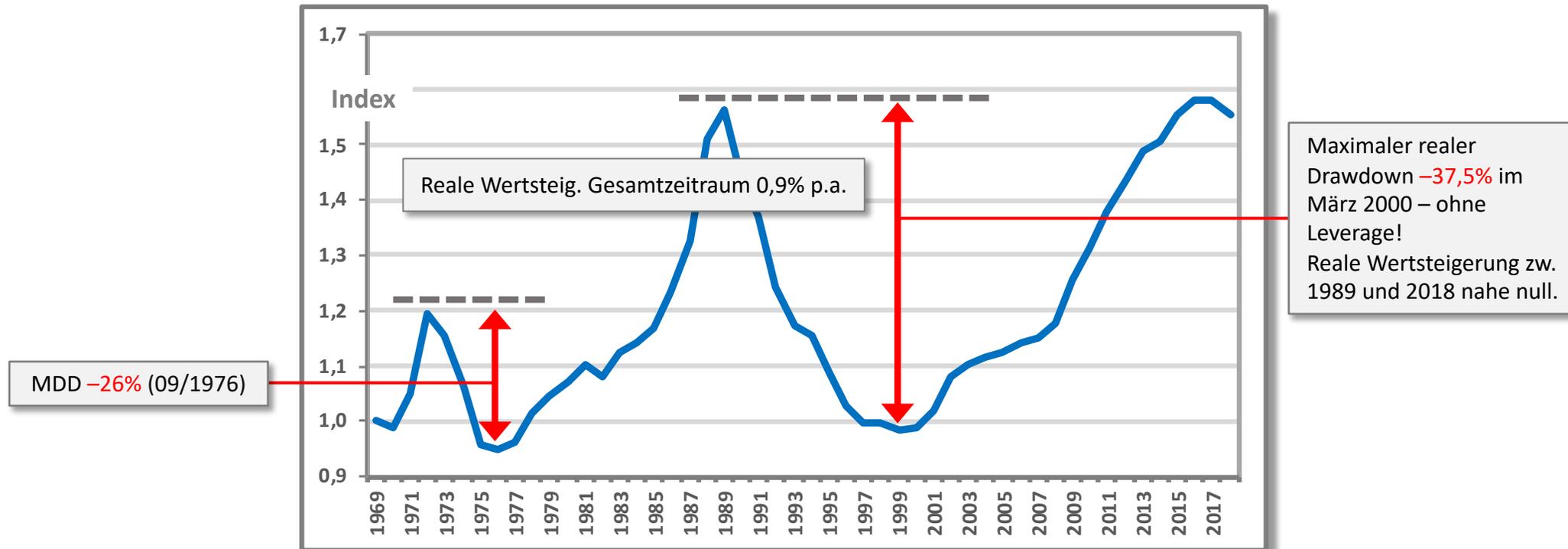


- ▶ Daten: BIS Basel (Originaldaten Wüest & Partner).
- ▶ Ohne Kosten, Steuern und Mietrendite. ▶ Daten enthalten keine der in Folie 6 gezeigten Korrekturen. Sie dürften deswegen zu hoch ausgewiesen sein.

Fast 70% des nominalen Wertzuwachses in diesen 49 Jahren sind heiße Luft (Inflation)

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Preissteigerung Schweizer Wohnimmobilien ohne Inflation 1970 bis 2018 (49 Jahre)



► Daten: BIS Basel (Originaldaten von Wüest & Partner). ► Ohne Kosten, Steuern und Mietrendite. ► Daten enthalten keine der in Folie 6 gezeigten Korrekturen. Sie dürften deswegen zu hoch ausgewiesen sein.

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Deutschland: Vergleich der inflationsbereinigte Eigenkapitalrenditen (interner Zinsfuß) von Selbstnutzer vs. Mieter nach Kosten und Steuern

Reale Eigenkapitalrendite p.a.	1970 – 1999 (30 J.)	1975 – 2004 (30 J.)	1980 – 2009 (30 J.)	1985 – 2014 (30 J.)	1990 – 2018 (29 J.)	1995 – 2018 (24 J.)	2000 – 2018 (19 J.)	2005 – 2018 (14 J.)	2010 – 2018 (9 J.)
Selbstnutzer/Eigenheimbesitzer	0,5%	-1,0%	-3,0%	-1,4%	-2,6%	-0,7%	0,8%	4,1%	7,9%
Mieter + Kapitalmarktanleger	3,6%	4,9%	4,7%	4,3%	3,1%	3,6%	0,9%	2,0%	2,2%
Mieter + Kapitalmarktanleger vorne								SN/EHB vorne	

- ▶ Eigene Berechnungen.
- ▶ Beide (Selbstnutzer, Mieter) leben in der indentischen Immobilie, z. B. in zwei direkt aneinandergrenzenden identischen Reihenhäusern oder zwei nebeneinanderliegenden identischen Wohnungen.
- ▶ Beim Selbstnutzer wir die eingesparte Miete als fiktiver Ertrag angesetzt.
- ▶ SN/Eigenheimbesitzer: Anfängliche Fremdkapitalfinanzierung von 70%, Annuitätendarlehen mit planmäßiger Tilgung auf null über 30 Jahre.
- ▶ Mieter/ Kapitalmarktanleger investiert in ein 50/50-Portfolio aus RexP/MSCI Europe Standard auf Buy-and-Hold-Basis. Weitere Erläuterungen siehe Appendix, Folie 24.

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Inflationsbereinigte Renditen der wichtigsten Asset-Klassen von 1900 - 2018 (119 Jahre) – vor Kosten und Steuern

Reale Rendite p.a.	Aktien global	Wohnimmobilien global	Lfr. Staatsanleihen global	"Risikofreie" Rendite / Geldmarkt	Gold	Rohstoffe
Reale Rendite p.a.	5,0%	2,4%	2,0%	0,8%	0,6%	0,3%

Erläuterungen zur Tabelle: ► Reale Renditen vor Kosten und Steuern. ► Alle Renditen sind geometrische Durchschnitte. ► Alle Renditen in USD, ausgenommen Wohnimmobilien, die ein Durchschnitt aus Renditen in lokaler Währung sind. ► Aktien und Anleihen für 23 westl. Länder + Südafrika, Immobilien für 11 westl. Länder (Wohnimmobilien Zeitraum 1900 bis 2017). ► Geldmarkt: Einfacher Durchschnitt aus den sechs Ländern Schweden, GB, Australien, USA, Niederlande, Schweiz. ► Datenquellen: Dimson, Marsh, Staunton 2019 für Aktien, Staatsanleihen und Geldmarkt. Dimson, Marsh, Staunton 2018 für Wohnimmobilien, ergänzt nach Kommer/Schweizer 2018 (ohne Leverage). World Gold Council für Gold. David S. Jacks für Rohstoffe. ► Rohstoffe repräsentieren fünf Hauptrohstoffgruppen Energie, Edelmetalle, Basismetalle, Mineralien u. Agrarrohstoffe. ► "Geldmarkt": Kfr. Staatsanleihen, Bankguthaben innerhalb der staatlichen Einlagensicherungsgrenze, wenn der Garantgeber ein Staat hoher Bonität ist.

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Die Renditen von SN-Immo-Investments in den letzten 10 Jahren in CH, AT und DE sind nicht repräsentativ

- nicht repräsentativ für die Vergangenheit
- nicht repräsentativ für die Zukunft

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Leverage (Kredithebel) hat keinen systematisch rentabilitätssteigernden Effekt

- ❑ Selbstgenutzte Wohnimmobilien: Historisch führte Leverage in DE und USA in den letzten ca. 50 Jahren in den meisten Zeitfenstern zu einer Verschlechterung der Eigenkapitalrendite. Je höher der Leverage, desto niedriger die EK-Rendite.
- ❑ Aktien: Auch hier ist bei Berücksichtigung von Risiko kein systematisch positiver Renditeeffekt von Leverage auf der Aktienebene (Unternehmensebene) nachweisbar – eher das Gegenteil

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Bei Kaufen-oder mieten-Rechnern im Internet ist Vorsicht angebracht

- ❑ K-O-M-Rechner von Banken, Bausparkassen, Kreditvermittlern oder Maklern nicht verwenden da hier schwere Interessenkonflikte bestehen (Literatur hierzu: Atilas u.a. 2009, Szapiro 2014)
- ❑ Nicht internet-basierte K-O-M-Rechnungen von Immobilienunternehmen und Banken ebenfalls nicht vertrauenswürdig

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Risiko: Kreditfinanzierte SN-Immobilie ist (mindestens) genauso risikoreich wie ein global diversifiziertes Aktienportfolio

- Die in der Bevölkerung dominierende Meinung zum Thema "Risiko" von SN-Immobilien ist falsch
- Ein 50/50 Portfolio aus global diversifizierten Aktien und risikoarmen Staatsanleihen ist deutlich risikoärmer als das Eigenkapital in einer typischen SN-Immobilie

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Kaufen oder mieten während einer schweren Immobilienkrise

- ❑ **Mieter im Vorteil:**
 - Immobilienpreise fallen nominal und real
 - Mieten fallen (real und mit Time Lag)

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Wohnimmobilien der Schweiz scheinen aktuell nur moderat überbewertet

Gemäß *Economist* im März 2019:

- Zürich um +19% überbewertet
- Schweiz um +3% überbewertet
- Andere Institutionen (z.B. SNB, UBS) sehen ebenfalls keine "extreme Situation"
- SNB schätzt, dass 40% aller Selbstnutzer in Schwierigkeiten kämen, falls Kreditzinsen auf > 5% pa steigen (dzt. ca. 1,25% pa für 10-Jahres-Zinsbindung)

► The Economist, "Global cities house-price index", "Overvaluation against income" per 11.03.2019

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Zinsen und Risiko (1/2)

- Zwar hohe Verschuldung privater CH-Haushalte aber auch sehr hohes Median Nettovermögen
- Schuldendienstlast aufgrund des niedrigen Zinsniveaus und geringer Tilgung auf Rekordtiefniveau
- Herrschende Meinung beschreibt Kreditpolitik der CH-Banken als hinreichend konservativ

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Zinsen und Risiko (2/2)

- ❑ Dass eine Kreditfinanzierung mit langfristiger Zinsbindung das Zinsänderungsrisiko vollständig abfängt, ist ein Denkfehler
- ❑ Das Marktrisiko (Preisrisiko), das der einzelne Immobilienbesitzer trägt, wird durch eine lange Zibi nicht mitigiert

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Im Vergleich zu Mieten kann Kaufen hohe wirtschaftliche und emotionale Opportunitätskosten haben

- wenn aus beruflichen oder privaten Gründen ein Umzug in eine andere Stadt oder Region erforderlich ist
- Diese Opportunitätskosten von Kaufen gehen nicht in die üblichen Kaufen-oder-mieten-Berechnungen ein

► Siehe Gerd Kommer, *Kaufen oder mieten*, Campus 2016

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Die für mich (GK) drei besten Pro-Kaufen Argumente:

- ❑ Der Kauf einer selbstgenutzten Wohnimmobilie ist ein "positiver Zwangssparvertrag", sofern Kreditfinanzierungsanteil $\geq 60\%$
(aber hoher Leverage ist tendenziell renditeschädlich)
- ❑ Viele Haushalte lassen sich bei Kauf und Finanzierung einer selbstgenutzten Wohnimmobilie weniger über den Tisch ziehen als bei Kapitalmarktanlagen
- ❑ Für sehr reiche Haushalte (ca. Top 5% der Bevölkerung) ist eine selbstgenutzte Wohnimmobilie fast ausschließlich *Lifestyle*; dann spielen wirtschaftl. Argumente keine Rolle mehr

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Diskussion Q & A

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Appendix

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Appendix – Anmerkungen zu Daten auf Folie 10

Inflationsbereinigte Eigenkapitalrenditen (interner Zinsfuß) Selbstnutzer vs. Mieter nach Kosten und Steuern in Deutschland

Weitere der Berechnung zugrundeliegende Annahmen und Daten:

- ▶ Eigenheimbesitzer: Wertsteigerungsdaten: 1970 bis 1974 Ring deutscher Makler, 1975 bis 2005 Bulwiengesa, 2006 bis 2018 Europace. Anfängliche Fremdkapitalfinanzierung von 70%, Annuitätendarlehen mit planmäßiger Tilgung auf null über 30 Jahre, zehnjährige Zinsbindung, die nach 10 Jahren jeweils zum Markzinssatz (gemäß Bundesbankdaten) erneuert wird, Instandhaltungskosten 1,3% p.a. auf den gesamten Zeitwert der Immobilie, mittlere Kauf/Verkaufskosten (Grunderwerbsteuer, Grundbuchgebühren, durchschnittliche Maklerkosten etc.), historische Bruttomietrendite (eingesparte Miete) gemäß Bulwiengesa (durchschnittlich ca. 3,9% im Betrachtungszeitraum) für neue ETW, keine Berücksichtigung staatlicher Subventionen wie "Eigenheimzulage" oder "Baukindergeld".
- ▶ Mieter/ Kapitalmarktanleger: Investiert in ein 50/50-Portfolio aus RexP/MSCI Europe Standard (RexP = mittelfristige dt. Staatsanleihen) auf Buy-and-Hold-Basis. Laufende Kosten und Transaktionskosten (die historisch höher waren als heute) sowie Steuern berücksichtigt.
- ▶ Weitere Erläuterungen zur Berechnungsmethode siehe Kommer, *Kaufen oder mieten*, Campus 2016.

Kaufen vs. Mieten – Wunsch und Wirklichkeit

Appendix – Literatur

- ❑ Atiles, Jorge / James, Russel / Robb, Cliff / Carswell, Andrew (2009): "Housing costs among low-income renters and homeowners: 'Rent v. buy' and the hidden costs of low-income homeownership"; April 2009; In: Szilard Kis / Istvan Balogh (Editors): "Housing, Housing Costs and Mortgages: Trends, Impact and Prediction"; Nova Science Publications
- ❑ Beracha, Eli / Johnson, Ken (2012): "Lessons from over 30 years of buy versus rent decisions: Is the American dream always wise?" In: Real Estate Economics; Vol. 40; No. 2; pp. 217-247.
- ❑ Blanchett, David M. (2017): "The Home as a Risky Asset"; In: Journal of Personal Finance, vol. 16, no. 1; pp. 7-28.
- ❑ Dimson, Elroy / Marsh, Paul / Staunton, Mike (2018): "Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018"; Long Version; Credit Suisse Research Institute; 251 pages.
- ❑ Kommer, Gerd (2016): "Kaufen oder mieten – Wie Sie für sich die richtige Entscheidung treffen"; Campus Verlag; 2. Auflage; 2016; 248 Seiten.
- ❑ Kommer, Gerd (2017): "Immobilienfinanzierung für Selbstnutzer: Geld sparen und Fehler vermeiden beim Kauf der eigenen vier Wände"; Campus Verlag; 2017; 292 Seiten.
- ❑ Kommer, Gerd / Schweizer, Jonas (2018a): "Das Risiko von Direktinvestments in Immobilien besser verstehen"; Blog-Beitrag; August 2018; Internet-Fundstelle: <https://www.gerd-kommer-invest.de/das-risiko-von-direktinvestments-in-immobilien-besser-verstehen/>
- ❑ Kommer, Gerd / Schweizer, Jonas (2018b): "Die Rendite von Direktinvestments in Wohnimmobilien besser verstehen"; Blog-Beitrag; Okt. 2018; Internet-Fundstelle: <https://www.gerd-kommer-invest.de/die-rendite-von-direktinvestments-in-wohnimmobilien-besser-verstehen/>
- ❑ Kommer, Gerd / Weis, Alexander (2019): "Sind Vermietungsimmobilien attraktive Vermögensanlagen?"; Blog-Beitrag; Okt. 2019; Internet-Fundstelle: <https://www.gerd-kommer-invest.de/vermietungsimmobilien/>
- ❑ Kramer, Bert (2010): "The Risk and Return of Home Ownership"; Applied Paper No. 2010-02; September 2010; Ortec Finance Research Center Applied Paper No. 2010-02; Internet-Fundstelle: <http://ssrn.com/abstract=1702945>
- ❑ Salavei Bardos, Katsiaryna / Zaiats, Nataliya (2011): "Measuring Residential Real Estate Risk and Return"; In: The Journal of Wealth Management; Winter 2011, Vol. 14, No. 3; pp. 73-83.
- ❑ Strebulaev, Ilya / Yang, Baozhong (2012): "The Mystery of Zero-Leverage Firms"; 2012; Internet-Fundstelle: <http://www.nber.org/papers/w17946>
- ❑ Szapiro, Aron (2014): "House of Cards. The Misunderstood Consumer Finance of Homeownership"; HellowWallet / Morningstar; Internet-Fundstelle: <http://www.hellowallet.com/wp-content/uploads/2014/11/HelloWallet-House-of-Cards.pdf>

Zur Person von Gerd Kommer

Dr. Gerd Kommer, LL.M.

München, Tel. +49 (0)89 242 6899 12
g.kommer@gerd-kommer-invest.de

Geschäftsführer der *Gerd Kommer Invest GmbH*, München. Das Anfang 2017 gegründete Unternehmen ist auf Vermögensverwaltung spezialisiert. Mandanten sind vermögende Privatkunden, Stiftungen und kleine bis mittlere Unternehmen aus dem gesamten DACH-Raum. Kommer leitete bis Ende 2016 die Niederlassung London und den Geschäftsbereich *Infrastructure & Asset Finance* eines deutschen Asset Management-Unternehmens. Er war insgesamt 24 Jahre im Firmenkreditgeschäft und institutionellem Asset Management verschiedener Banken und Asset Manager in Deutschland, Südafrika und Großbritannien tätig.

Studium: BWL, Steuerrecht, Germanistik, Politikwissenschaft in Deutschland, USA und Liechtenstein (M.A., MBA, Dr. rer. pol., LL.M.).

www.gerd-kommer-invest.de



Haftungsbegrenzung

Generell dienen alle Informationen, Zahlen und Aussagen in diesem Dokument lediglich illustrativen und didaktischen Zwecken. Sie sind nicht durchgängig Darstellung von Tatsachen und sie sind ausdrücklich kein Angebot und keine Anlageberatung.

Dieses Dokument richtet sich nicht an bestimmte Einzelpersonen.

Soweit in diesem Dokument Berechnungen historischen Daten zu Rendite und Risiko enthalten sind, basieren sie auf einer ganz spezifischen, nicht notwendigerweise allgemeingültigen Methodik.

Inwieweit die Informationen in diesem Dokument korrekt sind, können wir nicht mit Gewissheit sagen, wenngleich wir uns bemüht haben, Fehler zu vermeiden.

Investieren in Bankguthaben, Wertpapiere, Investmentfonds, Immobilien und Rohstoffe bringt hohe Verlustrisiken mit sich, bis hin zum Risiko des Totalverlusts. Es ist möglich, dass die Investmenttechniken, die in diesem Dokument genannt werden, zu beträchtlichen Verlusten führen.

Es besteht keinerlei Garantie dafür, dass sich die zugrundeliegenden Variablen, einschließlich Renditen in Zukunft in ähnlicher Weise entwickeln werden.

Nutzungsrechte

Dieses Dokument als ganzes und der Inhalt dieses Dokumentes ist das alleinige geistige Eigentum der Gerd Kommer Invest GmbH. **Die kommerzielle Verwertung wie auch jede Weitergabe oder Verbreitung dieses Dokumentes oder der in ihm enthaltenen Informationen ist nur mit ausdrücklicher schriftlicher, einzelfallbezogener Genehmigung der Gerd Kommer Invest GmbH gestattet.**