



„ Immobilien sind eine sehr besondere Vermögensform, es ist ein politischer Markt.

Moritz Schularick
Wirtschaftsprofessor an der Uni Bonn

Liftoffsäule von 1923: Die Hyperinflation schlug auch auf die Ergebnisse an den Börsen durch.

Reisen in der Zeitmaschine

Sachwerte lieferten langfristig höhere Erträge als Zinsanlagen. Das zeigt eine bisher einmalige Studie. **Auch künftig werden Aktien den Anleihen überlegen sein**, sagen Experten.

Ingo Narat Frankfurt

Es ist ein Rätsel, das Moritz Schularick lösen muss. Die Frage lautet: Warum hat man mit Wohnhäusern so viel verdient? Der Wirtschaftsprofessor an der Universität Bonn präsentiert auf einer Veranstaltung des europäischen Verbands für Bank- und Finanzgeschichte eine langfristige Auswertung historischer Anlagerenditen. Er nahm sich in den Industrieländern die Jahre von 1870 bis 2015 vor. Das Rätsel: Immobilien liegen mit durchschnittlich 8,7 Prozent realer Jahresrendite über diesen langen Zeitraum vorn (siehe Grafik).

Schularick grübelt. „Eigentlich geht das nach der Finanztheorie gar nicht“, sagt er. In den Lehrbüchern steht, dass risikoreichere Anlagen auch mehr Ertrag erzielen müssen als risikoarme. In Schularicks Auswertung, dem bisher einzigen langfristigen Ertragsvergleich aller großer Anlageformen, liefern die stark schwankenden Aktien aber weniger Rendite als die Immobilien mit geringeren Wertschwankungen. Aktien müssen sich mit 7,8 Prozent Rendite mit dem zwei-

Blick in beide Richtungen

Reale Anlagerenditen in Industrieländern von 1870 bis 2015 in Prozent pro Jahr

Wohnhäuser	8,7 %
Aktien	7,8 %
Anleihen	1,5 %
Geldmarkt	0,3 %

Erwartete reale Aktienerträge in den nächsten zehn Jahren in Prozent pro Jahr

Euro-Zone	5,6 %
Schwellenländer	5,1 %
Japan	1,9 %
USA	1,6 %

HANDELSBLATT

Quellen: Moritz Schularick, Allianz Global Investors

ten Platz im Ranking der Vermögensklassen belegen.

Der Akademiker hat allerdings eine Erklärung parat. „Mieten sind extrem stabil“, sagt er. Wenn beispielsweise in Rezessionen die Wertpapierkurse fielen, könnten auch die Hauspreise fallen. „Aber die Mieten entziehen sich dem Abtaucher, denn wohnen müssen wir immer“, meint Schularick. Ein wenig geschönt seien die Zahlen allerdings, räumt er ein. Die Hausrenditen würden sich auf noch stehende Gebäude beziehen. Wenn eine schöne Gründerzeitvilla im Krieg zerbombt worden sei, hätte natürlich der Eigentümer sein Vermögen verloren.

Die statistische Rendite-Überlegenheit von Häusern gegenüber Wertpapieren will der Professor auch aus einem anderen Grund nicht einfach so stehen lassen. „Immobilien sind eine sehr besondere Vermögensform, es ist ein politischer Markt mit Eigenheimförderung, Mietgesetzgebung und einer mit starken Verbindungen zum Finanzsektor“, erklärt er. Schularick erinnert an die Finanzkrise, ausgelöst durch die US-Immobilienblase, in der staatliche Hypothekenagenturen verstrickt waren.

Im Wertpapierbereich lautet das wichtigste Ergebnis der langfristigen Auswertung: Aktien sind Anleihen überlegen. Das illustrieren auch andere Berechnungen. Die Credit Suisse berechnet regelmäßig Wertentwicklungen ab Beginn des vergangenen Jahrhunderts. Danach brachte ein Welt-Aktiendepot mit 5,0 Prozent realer Jahresrendite weit mehr als Anleihen mit 1,8 Prozent.

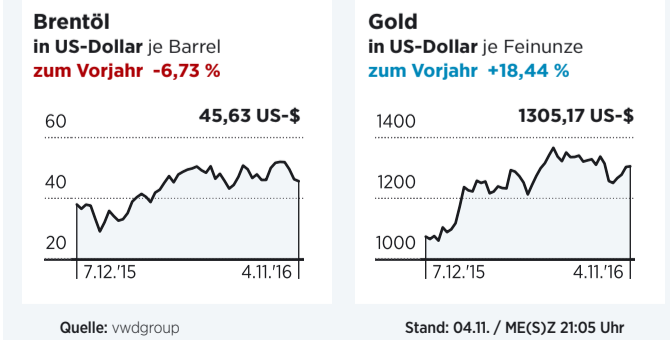
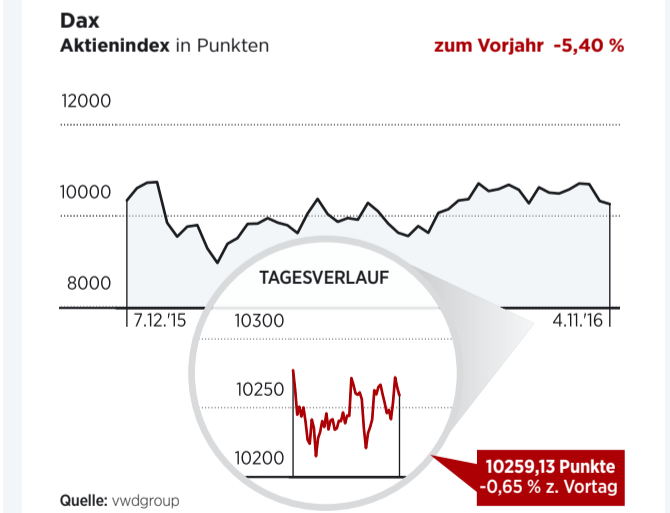
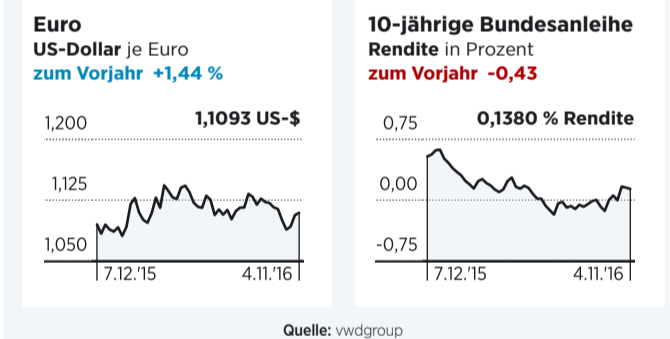
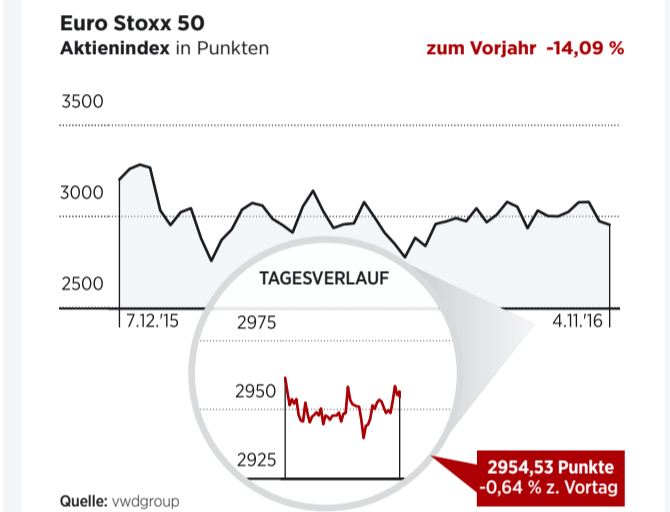
Die sehr langfristigen Daten scheinen einem Anleger mehr Sicherheit bei seinen Entscheidungen zu geben. Das gilt allerdings nur mit Einschränkungen. Für einzelne Länder beispielsweise fallen die Ergebnisse völlig unterschiedlich aus. Credit-Suisse-Analyst Antonios Koutsoukis gibt ein Beispiel: „Australien ist hier ein glückliches Land, während Deutschland und Österreich sehr gelitten haben.“

Ein Australier schaffte laut den Berechnungen über den langen Zeitraum einen jährlichen rea-

Tops & Flops des Tages

Dax		
SAP	+0,53 %	ProSiebenSat.1 -7,36 %
BMW StA	+0,31 %	Adidas NA -3,13 %
Linde	+0,21 %	Fresenius SE -1,85 %
MDax		
Covestro	+1,21 %	Steinhoff Intern. -4,60 %
K+S NA	+1,07 %	Jungheinrich VA -2,94 %
Bilfinger	+0,81 %	LEG Immobilien -2,69 %
Euro Stoxx 50		
L'Oréal	+2,17 %	Axa -2,93 %
Philips Electr.	+1,13 %	Nokia -1,98 %
ING Groep	+1,01 %	BNP Paribas -1,69 %

Märkte im Überblick



Der tägliche Kommentar des Handelsblatts analysiert die Entwicklung an den Finanzmärkten.
Von Georgios Kokologiannis

Bulle & Bär

Jubelstimmung zum Rückzug nutzen

Falls die Aktienmärkte ab Mittwoch bei einem Wahlsieg der US-Präsidenten Hillary Clinton in Jubelstimmung verfallen, sollten Anleger ihre Bestände eher verringern, statt auf eine langfristige Rally zu hoffen. Und zwar selbst bei Dax & Co. - denn maßgeblich für die Entwicklung auch an den hiesigen Börsen ist die weltweit richtungweisende Wall Street. Und die fundamentalen Aussichten dort, die beim sich abzeichnenden fortgesetzten Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik in den USA im Dezember an Gewicht gewinnen, trüben sich ein. Zwar argumentieren Optimisten etwa damit, dass spätestens im kommenden Jahr die seit vier Quartalen anhaltende Gewinnrezession der bedeutendsten US-Unternehmen enden könnte. Schließlich prognostizierten Analysten für 2017 ein Ertragsplus von 13 Prozent für die Firmen im marktbreiten Index S&P 500. Woher solch ein plötzlicher Geldregen ausgerechnet in der Endphase der bereits mehr als siebenjährigen konjunkturellen Expansion kommen soll, erscheint schleierhaft. Die weltweit größte Volkswirtschaft wird mittlerweile fast nur noch vom Konsum getrieben. Und selbst der schwächelt. Gleichzeitig sinken die Gewinnmargen der US-Unternehmen, weil die Lohnstückkosten schneller steigen als die erzielbaren Absatzpreise der Firmen. Kaschiert wurde die sich seit Monaten verschlechternde Geschäftslage durch massive Aktienrückkäufe der US-Firmen: Die führen dazu, dass trotz sinkender Gesamtgewinne der rechnerische Ertrag je Aktie konstant bleibt - oder sogar steigt. Um die Erträge nicht nur kosmetisch zu schönen, müssten die Konzerne ihre Absatzpreise spürbar anheben. Damit steckt der Aktienmarkt aber erst recht in einer schwierigen Lage: Gelingt es den Firmen, höhere Absatzpreise durchzusetzen, würde sich zwar ihre Gewinnssituation wie von Analysten erwartet verbessern. Davon werden die Aktienkurse aber nicht nachhaltig profitieren: Denn kräftig steigende Inflationsraten bei den Endabnehmerpreisen würden die US-Notenbank Fed endgültig unter Druck setzen, die immer wieder verschleppten Leitzinserhöhungen endlich umzusetzen. Und dann konsequenter, als es den Börsenbullen lieb sein kann.